

Słodko-gorzkie krajowe dane

- W poniedziałek złoty się umocnił: kurs EURPLN zszedł do ok. 4,3440, a USDPLN do 3,787, przy spadku EURUSD do 1,1460. Obniżka ratingu Polski przez Moody's do A3 miała marginalny wpływ na złotego. Walutę wspierały poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych oraz spadek ceny ropy Brent w pobliże 100 USD/b, związany z częściową odbudową saudyjskich dostaw i wzrostem nadziei na deeskalację na Bliskim Wschodzie. Dziś złotego mogą wesprzeć dane o sprzedaży detalicznej w Polsce. Przy utrzymaniu dobrych nastrojów na światowych rynkach akcji i spadku notowań Brenta poniżej 100 USD/b EURPLN mógłby zejść do ok. 4,34 lub nieco niżej, a USDPLN do 3,77-3,78. Rentowności SPW obniżyły się w poniedziałek o 10-14 pb dzięki tańszej ropie, studzącej oczekiwania inflacyjne, oraz słabszym od prognoz danym o dynamice krajowych płac. Spadły stawki FRA, lecz rynek nadal wyceniał podwyżki stóp NBP o ok. 100 pb do połowy 2027. Kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku długu wymaga kolejnych sygnałów deeskalacji na Bliskim Wschodzie, a zejście notowań ropy poniżej 100 USD/b mogłoby ją wesprzeć.
- Dziś poznamy sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej, które prawdopodobnie potwierdzą odporność konsumpcji, oraz o podaży pieniądza M3, które powinny pokazać dalsze ożywienie kredytowe. Kalendarz makroekonomiczny zamykają decyzja węgierskiego MNB oraz wstępne wrześniowe odczyty koniunktury konsumenckiej w strefie euro.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

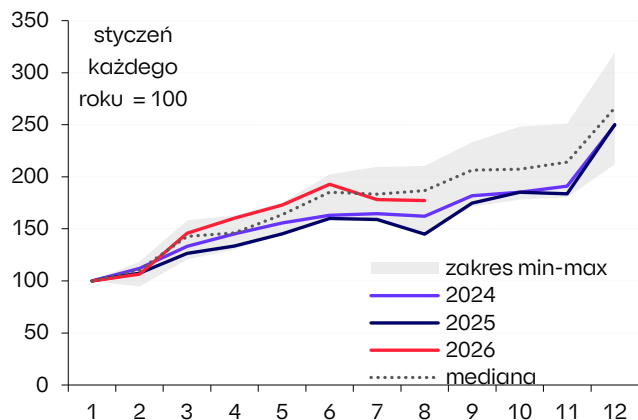
	Wartość 2026-09-21	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	158 382	2,2
STOXX Europe 600	642	1,0
S&P500	7 765	1,5
Waluty:		
EURPLN	4,34	-0,4
USDPLN	3,79	-0,3
CHFPLN	4,61	-0,1
EURUSD	1,15	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,68	-14
PL5Y	5,81	-14
PL10Y	6,21	-10
DE10Y	3,45	-7
US10Y	4,96	-3
Surowce:		
Ropa Brent	100	-3,4
Złoto	4343	-0,8

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

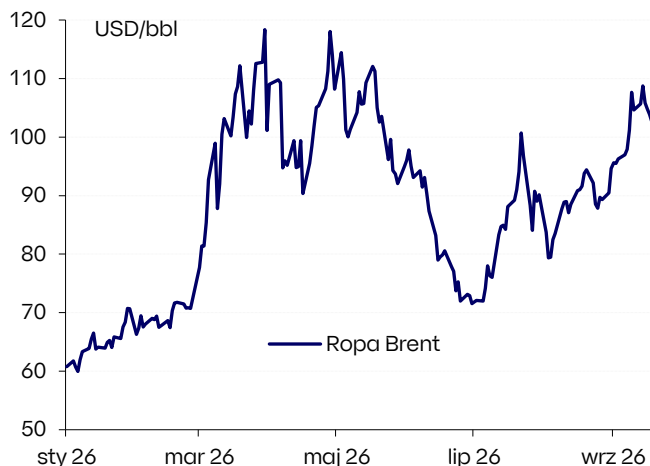
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- USA:** A.Goolsbee (Chicago Fed, z prawem głosu w FOMC) stwierdził, że częstsze i bardziej trwale szoki podażowe nie mogą być już traktowane jako przejściowe. Fed powinien zatrzymać ich wpływ na inflację poprzez podwyżki stóp proc., nawet jeśli oznacza to spowolnienie wzrostu gospodarczego, wzrostu płac i zatrudnienia. A.Goolsbee pozostaje jednak optymistą co do możliwości powrotu inflacji do celu 2%, pod warunkiem braku przegrzania popytu. Bankier potwierdził, że jest otwarty na obniżki stóp, jeśli dane jednoznacznie potwierdzą wygasanie presji inflacyjnej, ale obecnie oczekuje dowodów, że wzrost inflacji nie będzie miał trwałego charakteru.
- GER:** F.Merz (kanclerz Niemiec) zapowiedział kontynuację reform mimo słabego wyniku CDU w wyborach regionalnych. Poinformował, że ma poparcie

Krajowa produkcja budowlano-montażowa rośnie mocno r/r, ale jej impet słabnie



Spadek ceny ropy Brent w pobliże 100 USD/b wsparł krajowe obligacje skarbowe oraz złotego



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

władz partii i chce utrzymać koalicję z SPD. Podkreślił, że rząd zamierza przyspieszyć reformy emerytalną, ochrony zdrowia i podatkową, jednocześnie lepiej odpowiadając na obawy społeczne.

- **GER:** Od 1 października do końca grudnia stawka podatku energetycznego od benzyny i oleju napędowego zostanie obniżona o 0,14 EUR/l, co wraz z VAT ma obniżyć ceny paliw o około 0,17 EUR/l. Rząd planuje sfinansować ulgę (jej szacowany koszt to 2,5 mld EUR) poprzez nałożenie podatku od nadmiarowych zysków na koncerny energetyczne. Decyzja jest reakcją na rekordowe ceny paliw, które w ostatnich dniach przekraczały 2,28 EUR/l. Niższe podatki na paliwa, w połączeniu ze stabilizacją cen ropy na rynkach globalnych, częściowo ograniczą wzrost cen paliw w największej gospodarce strefy euro, co z kolei zmniejszy presję inflacyjną oraz ograniczy przenoszenie wysokich cen paliw na inne kategorie towarów i usług.
- **CZE:** Walkę z wysokimi cenami paliw wznowił także czeski rząd, który ogłosił, że ponownie wprowadzi limit cen paliw oraz opodatkuje rafinerie. Limity cenowe wejdą w życie 1 października, na miesiąc z możliwością przedłużenia i będą aktualizowane codziennie. Podatek od nadzwyczajnych zysków rafinerii ma obowiązywać w latach 2026-27.
- **USA:** D.Trump proponuje utworzenie funduszu, który miałby pomóc państwu Bliskiego Wschodu w odbudowie infrastruktury energetycznej zniszczonej podczas trwającego konfliktu a także wspierać uniezależnienie od transportu ropy i gazu przez cieśninę Ormuz. Fundusz o nazwie Partnership for Allied Trust and Construction miałby mieć wartość 10 mld USD, a środki pochodziłyby z wpłat USA (5 mld USD) oraz Arabii Saudyjskiej, Zjednoczonych Emiratów Arabskich, Kataru, Bahrajnu, Kuwejtu, Omanu, Iraku i Jordanii.

WYDARZENIA KRAJOWE:

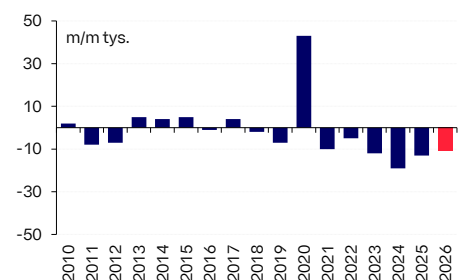
- **POL:** H.Peters (główny analityk Moody's na Polskę) ocenił, że istotna konsolidacja fiskalna przed wyborami w 2027 będzie trudna, a dodatkowym czynnikiem ryzyka są wydatki przedwyborcze i impas między rządem a prezydentem. Po wyborach konieczne będzie szybkie rozpoczęcie konsolidacji, ponieważ jej dalsze odkładanie może w późniejszym terminie wymusić gwałtowne dostosowanie wynikające z krajowych reguł fiskalnych, z negatywnym wpływem na wzrost gospodarczy. **Moody's zakłada, że reguły te doprowadzą do stabilizacji długu publicznego na poziomie 70-75% PKB, natomiast ich złagodzenie lub zwiększanie zadłużenia poza ich zakresem mogłoby wywołać negatywną presję na rating.** Pozytywnie na ocenę ratingową wpłynęłyby trwała konsolidacja fiskalna, spadek zadłużenia oraz reformy zwiększające produktywność i perspektywy wzrostu gospodarczego.
- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu wyniosło 9259,54 PLN i wzrosło o 5,6% r/r, wyraźnie słabiej od prognoz, wobec 6,8% r/r w lipcu. Wynagrodzenia wróciły do trendu hamowania po silnym wzroście w lipcu, podbijanym przez dodatkowe wypłaty. **Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami i w takim samym tempie jak w lipcu.** W ujęciu miesięcznym przeciętne zatrudnienie obniżyło się o ok. 13 tys. etatów, tj. o 0,2% m/m. Najgłębszy spadek odnotowano w górnictwie, gdzie zatrudnienie zmniejszyło się o 9,1% r/r. Dane potwierdzają stopniowe schłodzenie presji płacowej bez oznak gwałtownego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Jest to korzystny sygnał dla RPP, ponieważ stabilizacja dynamiki płac była wskazywana przez Prezesa NBP A.Głapińskiego jako jeden z warunków obniżek stóp w 2027. Więcej w Makro Flash: [Presja płacowa gaśnie](#).
- **POL:** Produkcja budowlano-montażowa w sierpniu odrobiła straty po słabym lipcu. W minionym miesiącu wzrosła o 6,7% r/r przy oczekiwaniach na poziomie 6,5% r/r i po spadku o 2,3% r/r w lipcu. Dynamika roczna była najwyższa od grudnia 2023 – to efekt przesunięcia rozliczeń części projektów między lipcem a sierpniem. **Produkcja w inżynierii lądowej i wodnej w sierpniu wzrosła o 29% r/r, najsilniej od początku 2019.** Dynamika prac inwestycyjnych przyspieszyła do 19,3% r/r, a skala spadku prac remontowych wyhamowała do -20,8% r/r. Więcej w Makro Flash: [Lipcowe pogłoski o śmierci budownictwa były mocno przesadzone](#).

Zannualizowany impet wynagrodzeń



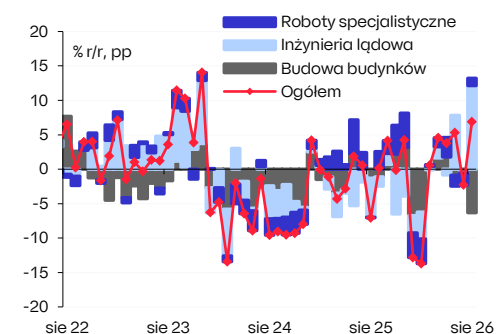
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zmiana zatrudnienia w sierpniu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dekompozycja dynamiki rocznej produkcji budowlano-montażowej

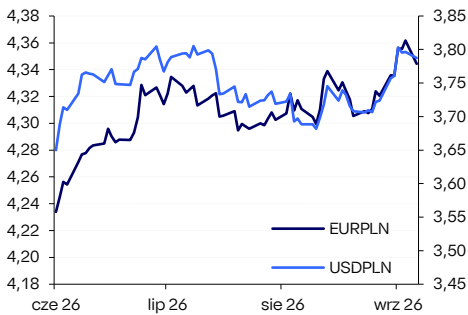


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty umocnił się wobec euro i dolara, a kursy EURPLN i USDPLN spadły odpowiednio w pobliże 4,3440 oraz 3,787. Na bazowych rynkach FX dolar lekko się umocnił, a kurs EURUSD zszedł w pobliże 1,1460.
- Reakcja złotego na piątkową obniżkę ratingu Polski przez Moody's była marginalna, gdyż decyzja nie była dla rynku dużym zaskoczeniem, a nowy rating A3 zrównał się z poziomem ocen S&P i Fitch. Złotemu sprzyjała w trakcie sesji poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych oraz spadek ceny ropy Brent w pobliże psychologicznego poziomu 100 USD/b, związany z częściową odbudową dostaw z Arabii Saudyjskiej oraz wzrostem nadziei na postęp dyplomatyczny w sprawie wojny na Bliskim Wschodzie. Dodatkowe wsparcie płynęło z rynków akcji, gdzie główne indeksy w Europie i USA wyraźnie rosły, a warszawski WIG osiągnął nowe historyczne maksimum. Zmiany na głównych parach ze złotym nie były jednak na tyle duże, aby zanegować krótkoterminowe trendy wzrostowe utrzymujące się od początku ubiegłego tygodnia.
- We wtorek uwagę krajowych uczestników rynku przyciągnie publikacja sierpniowej sprzedaży detalicznej w Polsce. Zakładany przez nas wzrost jej dynamiki w cenach stałych, poprzez wsparcie perspektyw solidnego wzrostu PKB w 2026, powinien sprzyjać złotemu od strony fundamentalnej. Dodatkowo, jeśli pozytywne nastroje na światowych rynkach akcji się utrzymają, a Brent spadnie wyraźnie poniżej 100 USD/b, powinno to sprzyjać dalszemu umiarkowanemu umocnieniu krajowej waluty. W takim scenariuszu EURPLN mógłby zejść w pobliże 4,34 lub nieco niżej, a USDPLN w okolice 3,77-3,78.
- W poniedziałek rentowności krajowych SPW spadły o 10-14pb. Na rynkach bazowych dochodowości niemieckich obligacji zniżkowały o ok. 6-7pb, a amerykańskich Treasuries zmieniły się w zakresie -3/+1pb.
- Głównym czynnikiem, który poprawił nastroje na globalnych rynkach FI, były spadające ceny ropy naftowej, przesuwające w dół oczekiwania inflacyjne oraz rynkowe wyceny ścieżek stóp banków centralnych. Warto dodać, że krajowe kontrakty FRA zniżkowały o 2-14pb, ale rynek nadal wyceniał wzrost stóp NBP łącznie o ok. 100pb do połowy 2027. Spadkowi cen ropy sprzyjały medialne doniesienia o większym, niż wynikało z oficjalnych danych, przepływie saudyjskiej ropy przez cieśninę Ormuz oraz o możliwym spotkaniu prezydentów USA i Iranu przy okazji rozpoczynającego się 22 września w Nowym Jorku Zgromadzenia Ogólnego ONZ. Krajowe obligacje wspierał również niższy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w sierpniu. Odczyt ten potwierdził spadkowy trend dynamiki płac i ograniczył obawy o wystąpienie wtórnych efektów inflacyjnych. Finalnie skala spadku rentowności była znacząca, jednak nie doszło do przełamania istotnych poziomów w obrębie obowiązujących trendów.
- We wtorek, przy relatywnie ubogim kalendarium makro, ceny ropy naftowej pozostaną głównym czynnikiem wpływającym na oczekiwania inflacyjne i notowania obligacji skarbowych. Dotychczasowe przesunięcia cen na rynkach w dużej mierze odzwierciedlały oczekiwania na deeskalację na Bliskim Wschodzie, a skala tych ruchów jest już spora. Kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku FI będzie więc wymagała kolejnych sygnałów potwierdzających, że proces deeskalacji jest realny lub faktycznie postępuje. W naszej opinii ewentualny spadek notowań Brent poniżej psychologicznego poziomu 100 USD/b mógłby przedłużyć pozytywny trend na rynkach FI, choć zdecydowanie bardziej istotne techniczne wsparcia dla ww. gatunku ropy znajdują się dopiero w strefie 91-96 USD/b.

Waluty



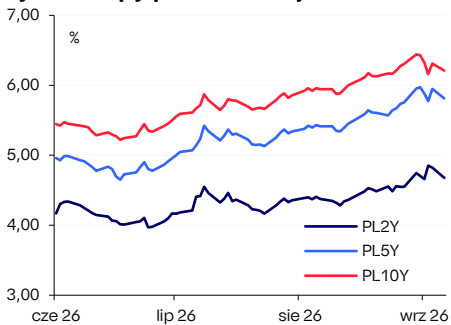
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe*

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

*w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



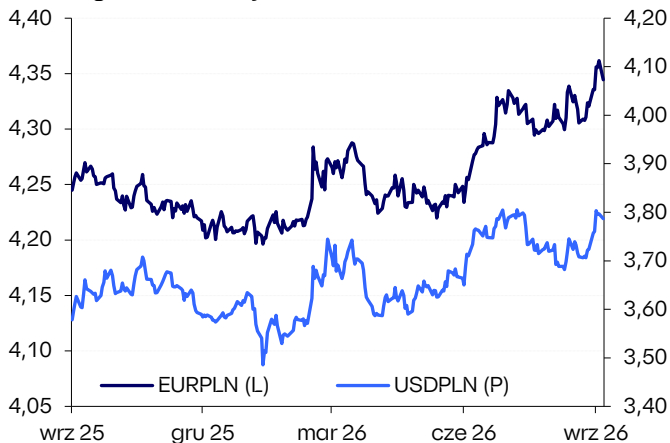
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

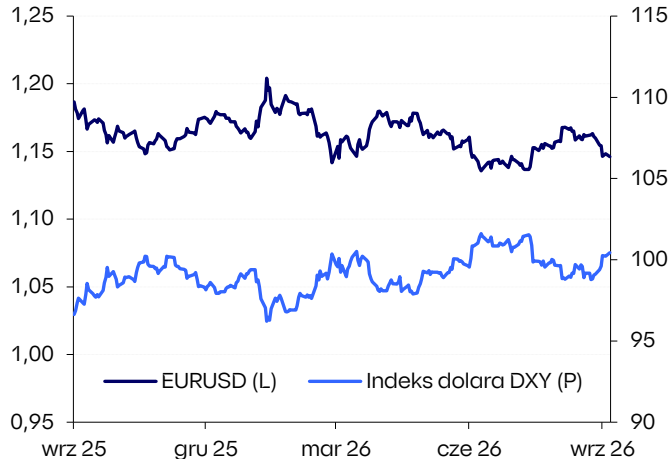
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

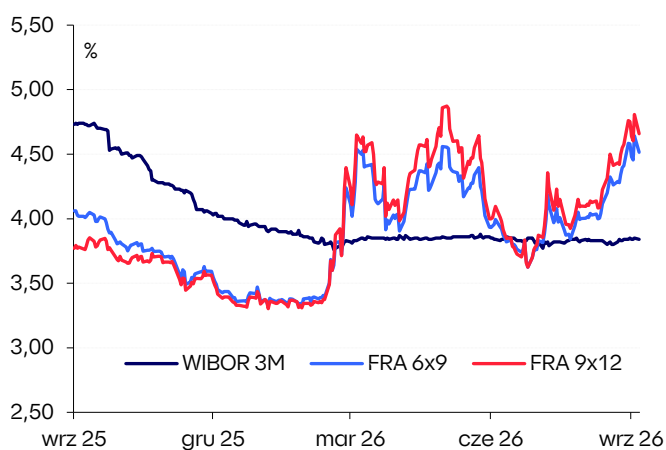
PLN vs główne waluty



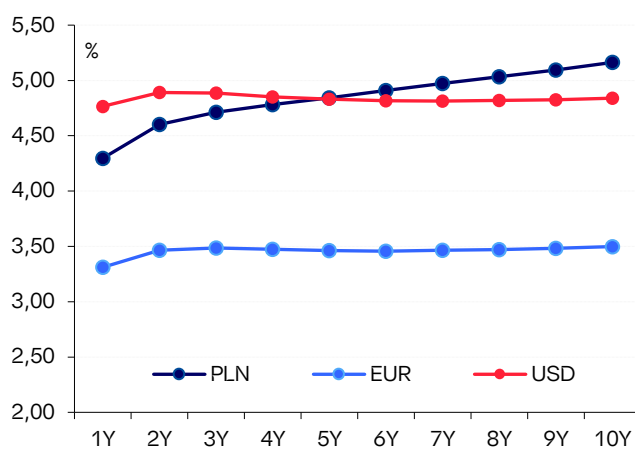
Notowania USD



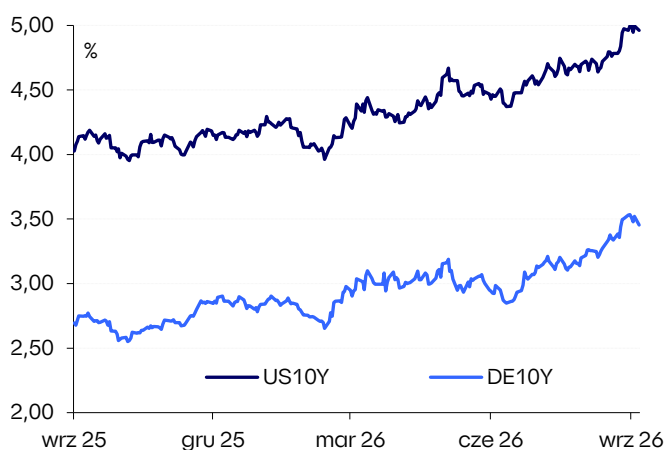
Krótkoterminowe stopy procentowe



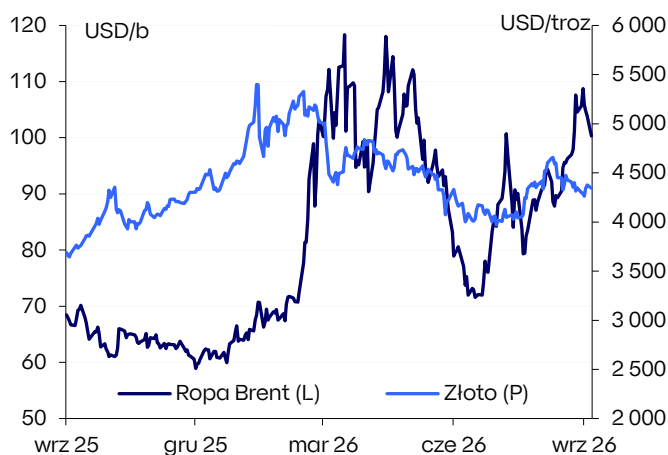
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 21 września						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	9:30	% r/r	6,8	6,6	6,5	5,6
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)	9:30	% r/r	-2,3	6,5	4,3	6,7
Wtorek, 22 września						
POL: Sprzedaż detaliczna (sie.)	9:30	% r/r	3,9	3,8	4,5	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie.)	14:00	% r/r	11,3	11,2	11,0	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,50	5,50	5,50	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., wst.)	16:00	pkt.	-15,5	-16,0	--	--
Środa, 23 września						
POL: Stopa bezrobocia (sie.)	9:30	%	5,8	5,8	5,8	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	9:30	pkt.	54,3	54,0	--	--
GER: PMI w usługach (wrz., wst.)	9:30	pkt.	49,7	50,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	10:00	pkt.	52,7	52,6	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,4	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., wst.)	15:45	pkt.	53,9	53,6	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (sie.)	--	% r/r	7,6	--	--	--
Czwartek, 24 września						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,50	4,50	--
GER: Indeks Ifo (wrz.)	10:00	pkt.	88,8	89,0	--	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-226,8	-256,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	196	200	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie.)	16:00	tys.	607	616	--	--
Piątek, 25 września						
HUN: Stopa bezrobocia (sie.)	8:30	%	4,5	4,6	--	--
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	8:30	mldn EUR	251	-25	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,5	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie., wst.)	14:30	% m/m	1,1	-0,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	51,7	47,5	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynekowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.