

Fitch optymistycznie o polskiej gospodarce

- W poniedziałek złoty się osłabił wobec dolara, a USDPLN wzrósł do ok. 3,84. EURPLN pozostał stabilny w pobliżu 4,37, natomiast EURUSD zniżkował do 1,1370. Amerykańską walutę wspierały oczekiwania na podwyżki stóp Fed na obu pozostałych w tym roku posiedzeniach, podsycane rosnącymi cenami ropy i obawami inflacyjnymi. Wtorkowe dane nie powinny istotnie wpłynąć na nastroje rynkowe, oczekiwania dotyczące ścieżki stóp Fed i dolara. Bez dalszej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie i przy cenie ropy Brent poniżej 110 USD/b oczekiwana jest stabilizacja EURPLN w przedziale 4,36-4,38, a USDPLN w zakresie 3,8150-3,86. Rentowności krajowych SPW wzrosły wczoraj nawet o 11pb, a instrumenty pochodne wyceniały podwyżki stopy referencyjnej NBP łącznie o ponad 125pb do grudnia 2027. Bazowy scenariusz zakłada utrzymanie się w krótkim terminie dochodowości obligacji 2-letnich blisko 5,0%, a 10-letnich w okolicach 6,5%. Europejskie odczyty inflacji mogą ciężić rynkowi długu, choć przestrzeń do dalszego wzrostu krzywych dochodowości obligacji w państwach rozwiniętych wydaje się ograniczona.
- Najważniejszą dzisiejszą publikacją makro jest raport JOLTS obrazujący popyt na pracę w USA w sierpniu. Konsensus oczekuje, że popyt nie zmieni się istotnie w stosunku do lipca, co potwierdziłoby stabilizację rynku pracy. Ponadto z USA napłyną dane o cenach nieruchomości w lipcu oraz wskaźnik koniunktury konsumenckiej we wrześniu wg Conference Board.
- W Europie oczekiwana jest lekka poprawa wrześniowego wskaźnika koniunktury ESI względem sierpnia, co wynika z coraz lepszych oczekiwań co do perspektyw gospodarczych, szczególnie w sektorze przemysłowym. Jednocześnie wstępny odczyt wskazał na istotne pogorszenie nastrojów konsumenckich.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl
[X @PKO_Research](#)
centrumanaliz.pkobp.pl

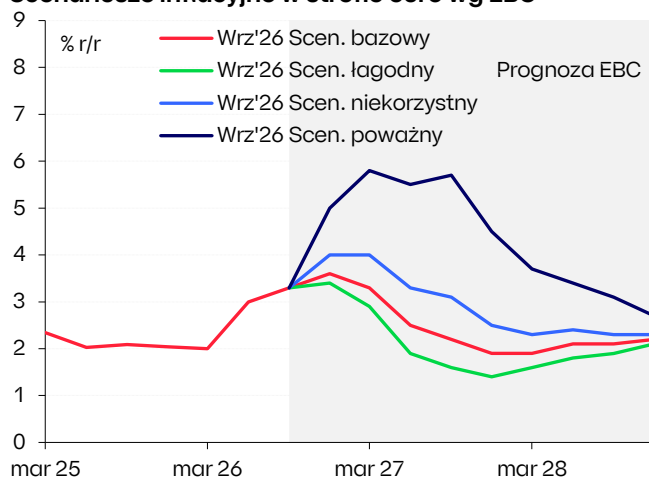
	Wartość	(%, pb)*
	2026-09-28	Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	156 882	-0,2
STOXX Europe 600	639	0,0
S&P500	7 684	-0,8
Waluty:		
EURPLN	4,37	-0,1
USDPLN	3,84	0,1
CHFPLN	4,62	0,0
EURUSD	1,14	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	5,00	-15
PL5Y	6,14	11
PL10Y	6,49	10
DE10Y	3,64	2
US10Y	5,24	6
Surowce:		
Ropa Brent	105	0,9
Złoto	4114	-4,0

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

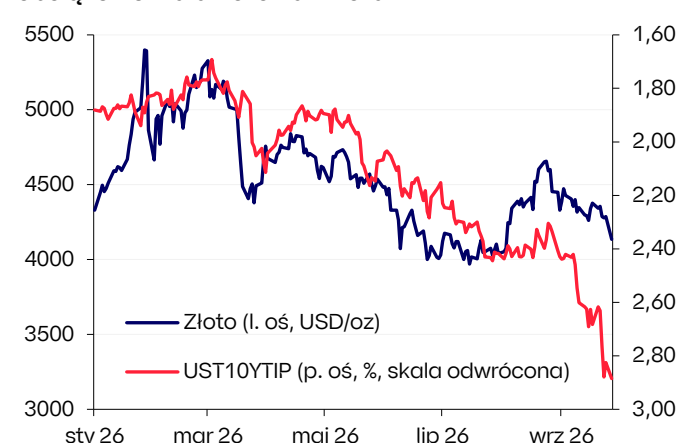
- ŚWIAT:** D.Trump odrzucił irańską propozycję otwarcia cieśniny Ormuz i wznowienia rozmów o programie nuklearnym w ciągu siedmiu dni w zamian m.in. za zniesienie amerykańskiej blokady morskiej i części sankcji. Rozmowy nie zostały jednak zerwane – Katar i Pakistan kontynuują mediację, a Waszyngton oczekuje przede wszystkim konkretnych ustępstw Teheranu w programie nuklearnym. Pojawiały się sygnały, że w zamian USA

Scenariusze inflacyjne w strefie euro wg EBC



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

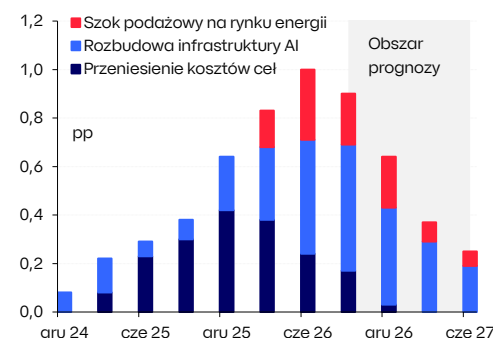
Wzrost realnych rentowności pozostaje głównym obciążeniem dla notowań złota



mogłyby złagodzić sankcje i odblokować część irańskich aktywów, choć D.Trump zaprzeczył, by złożył Iranowi taką ofertę. **Teheran nie spodziewa się porozumienia przed listopadowymi wyborami do Kongresu** i po głosowaniu widzi wysokie ryzyko ponownej eskalacji. Jednocześnie nie doszło do nowego dużego bezpośredniego starcia USA–Iran, ale utrzymywała się wysoka aktywność militarna w regionie, m.in. izraelskie uderzenia w południowym Libanie i walki z Huti w Jemenie.

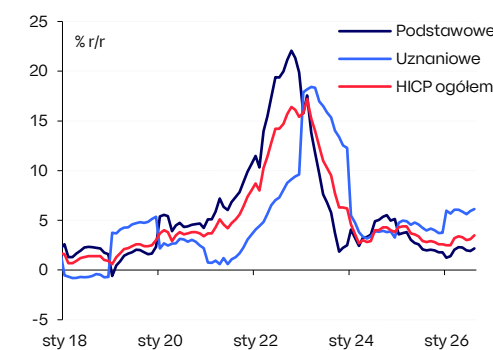
- **EUR: Prezeska EBC Ch.Lagarde oceniła, że gospodarka strefy euro pozostaje odporna na szok energetyczny.** Po solidnym wzroście PKB w 2q26, w 3q26 aktywność prawdopodobnie utrzymała wysoką dynamikę, wspierana przez przemysł, zwiększone wydatki publiczne na obronność i infrastrukturę oraz odbicie konsumpcji. Ch.Lagarde wskazała, że wzrost inflacji do 3,2% r/r w sierpniu (wobec 2,9% r/r w lipcu) wynikał głównie z wyższych cen energii, podczas gdy inflacja bazowa obniżyła się (do 2,4% r/r z 2,5% r/r), a dynamika płac spowolniła w 2q26 do 3,3% r/r. **Według Prezesa nie widać na razie oznak utrwalania się szoku energetycznego w płacach.** EBC prognozuje inflację na poziomie 3,0% w 2026, 2,5% w 2027 i 2,1% w 2028, przy czym czynniki ryzyka skierowane są w górę dla inflacji i w dół dla wzrostu PKB. Wrześniową podwyżkę stóp o 25pb Ch.Lagarde określiła jako „umiarkowaną reakcję”, mającą ograniczyć ryzyko utrwalenia się wyższej inflacji.
- **USA: L.Cook (członkini zarządu Fedu) oceniła, że rozwój AI w krótkim terminie zwiększa presję inflacyjną w USA** poprzez silny popyt inwestycyjny, a także efekt majątkowy związany ze wzrostem cen akcji. W średnim okresie wzrost produktywności wynikający z AI powinien działać dezinflacyjnie, choć efekt ten prawdopodobnie będzie umiarkowany i może pojawić się z opóźnieniem. Jednocześnie AI może prowadzić do przejściowego wzrostu bezrobocia spowodowanego niedopasowaniem kwalifikacji, na co polityka pieniężna ma ograniczony wpływ. **L.Cook w najbliższych miesiącach oczekuje utrzymania dalszej presji inflacyjnej** związanej z inwestycjami w AI, wyższymi cenami ropy oraz zakłóceniami w łańcuchach dostaw na Bliskim Wschodzie. Kolejne decyzje Fed będą zależeć od reakcji gospodarki na dotychczasowe zacieśnienie polityki pieniężnej oraz napływających danych dotyczących inflacji i sytuacji na rynku pracy.
- **USA/CHN: USA i Chiny uzgodniły listy towarów o wartości po 30 mld USD, które mogą zostać objęte niższymi cłami.** USA wskazały 77 grup chińskich produktów, m.in. zabawki, AGD i sprzęt sportowy, a Chiny ponad 1600 pozycji z USA, głównie produktów rolnych, choć bez soi. Preferencje objęłyby ok. 30% eksportu USA do Chin i 10% eksportu Chin do USA. Jest to główny konkretny efekt spotkania D.Trumpa i Xi Jinpinga, jednak wysokość niższych celi i termin ich wprowadzenia nie zostały jeszcze ustalone. Rozejm handlowy między państwami przedłużono do 10 stycznia.
- **UK: Analiza BoE wskazuje, że wskaźnik inflacji CPI, choć dobrze odzwierciedla koszty życia, nie zawsze jest optymalnym miernikiem do ustalania stóp procentowych.** W strefie euro podczas recesji ok. 95% zmian w konsumpcji i zatrudnieniu dotyczy sektorów dóbr i usług uznaniowych (takich, których konsumpcję można łatwo odłożyć w czasie). Jednocześnie około 86% wahań inflacji pochodzi z sektorów dóbr podstawowych, które są mało wrażliwe na zmiany stóp procentowych. Zacieśnienie polityki pieniężnej wpływa przede wszystkim na sytuację w sektorach uznaniowych, zatrudniających wielu pracowników bez znaczących oszczędności. Autorzy rekomendują, aby banki centralne silniej reagowały na inflację dóbr uznaniowych niż na inflację CPI ogółem. Takie podejście pozwala ograniczyć koszty walki z inflacją o ok. 9,4% i zbliża działania banku centralnego do optymalnych rozwiązań. Praca nie ma na celu propozycji rezygnacji z celu inflacyjnego CPI, lecz lepsze dostosowanie wskaźnika sterującego stopami procentowymi do rzeczywistego kanału transmisji polityki pieniężnej.

Wkład wybranych czynników do inflacji bazowej CPI w USA



Źródło: Alpine Macro, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w Polsce wg podziału na dobra podstawowe i uznaniowe*



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *szacunki PKO BP.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Fitch podwyższył prognozę wzrostu PKB Polski w 2026 do 3,5% z 3,3%, a w 2027 do 3,0% z 2,9%.** Wzrost mają wspierać przede wszystkim inwestycje

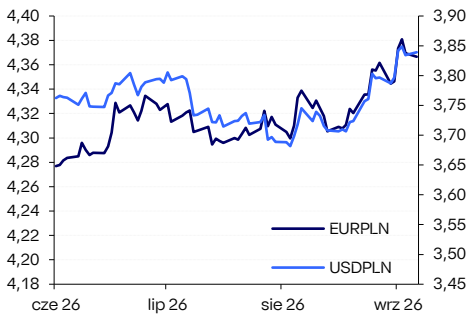
związane ze środkami z UE, których wyhamowanie obniży dynamikę PKB w 2027. Konsumpcja pozostanie relatywnie mocna, choć słabnący rynek pracy i wolniejszy wzrost płac realnych ograniczą jej dynamikę. Fitch oczekuje inflacji CPI na poziomie 3,7% na koniec 2026 i 3,0% w 2027. Ze względu na podwyższoną inflację, napięcia na Bliskim Wschodzie i wysoką inflację usług **agencja nie oczekuje dalszych obniżek stóp w 2026, a w 2027 zakłada jedną obniżkę o 25pb do 3,50%.**

- **POL:** Popyt na kredyt ze strony gospodarstw domowych w sierpniu nadal był wysoki. Według danych BIK wartość nowych kredytów mieszkaniowych wzrosła o 51,1% r/r i ponownie przekroczyła 13 mld PLN. Silnie rosły także kredyty ratalne (nowa sprzedaż +22,1% r/r wartościowo), choć ich średnia kwota obniżyła się o 16,1% r/r. Wartość nowych kredytów gotówkowych zwiększyła się o 12,0% r/r, głównie za sprawą finansowania wysokokwotowego i konsolidacji zadłużenia. Jakość portfela kredytowego pozostaje stabilna, a BIK nie dostrzega sygnałów istotnego wzrostu ryzyka kredytowego w segmencie gospodarstw domowych.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty w poniedziałek nie zmienił się w relacji do euro, natomiast osłabił wobec dolara.** Kurs EURPLN pozostał w okolicy 4,37, a USDPLN wzrósł w pobliżu 3,84. Na rynkach bazowych **EURUSD zniżkował** do 1,1370.
- Na początku nowego tygodnia **ponownie to globalnie mocny dolar decydował o trendach na rynku FX**, a złoty w dużej mierze podążał za zmianami na rynkach bazowych. **Amerykańską walutę wspierały oczekiwania, że Fed będzie kontynuował podwyżki stóp na obu pozostałych w tym roku posiedzeniach.** Taki scenariusz wzmacniały rosnące ceny ropy, związane z brakiem sygnałów deeskalacji na Bliskim Wschodzie i podtrzymujące obawy inflacyjne. W efekcie umocnienia dolara kurs EURUSD naruszył minima z ubiegłego tygodnia i znalazł się na najniższych poziomach od końca czerwca br. W przypadku głównych par z PLN skala zmian była jednak zbyt mała, aby doszło do ustanowienia nowych lokalnych ekstremów, dlatego **obraz trendów EURPLN i USDPLN nie uległ istotnej zmianie.**
- Wtorkowe kalendarium makro jest rozbudowane, szczególnie w USA, jednak **najważniejsze publikacje poznamy dopiero w drugiej części tygodnia.** Z tego względu wpływ dzisiejszych danych na oczekiwania dotyczące ścieżki stóp Fed, dolara i szerzej nastroje rynkowe powinien być ograniczony. Uważamy, że **zachowanie złotego będzie ponownie zależało przede wszystkim od geopolityki, w tym tej z naszego regionu, oraz dalszego trendu dolara.** Nadal zakładamy, że w krótkim terminie znaczna część negatywnych czynników została już na rynku FX uwzględniona w wycenach. Jeżeli zatem nie dojdzie do dalszej eskalacji na Bliskim Wschodzie, a ceny Brent utrzymają się poniżej 110 USD/b, nie widzimy obecnie nowych impulsów, które mogłyby wywołać kolejny wyraźny ruch kierunkowy EURPLN i USDPLN. Przy takich założeniach **nadal oczekujemy stabilizacji kursów odpowiednio w przedziałach 4,36-4,38 oraz 3,8150-3,86.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej poniedziałkowa sesja przyniosła silny wzrost krzywej dochodowości obligacji, sięgający 11pb. W efekcie instrumenty pochodne zaczęły dyskontować podwyżkę stopy referencyjnej NBP o ponad 125pb w perspektywie grudnia 2027. Podobnie jak w ostatnich dniach, **negatywnie na wyceny papierów oddziaływały rosnące ceny surowców energetycznych na rynkach towarowych.** Ich wzrostowi sprzyjał brak sygnałów wskazujących na możliwość rozpoczęcia rozmów pokojowych między Iranem a USA, a także konfrontacyjna retoryka obu stron. Podczas wtorkowej sesji otoczenie rynkowe może pozostać niesprzyjające. Oznacza to, że **rentowności 2-letnich obligacji powinny utrzymywać się w pobliżu 5,0%, a 10-letnich w okolicach 6,5%.**
- Za takim scenariuszem krótkoterminowo przemawiają również publikacje danych makroekonomicznych. Lekko negatywny wpływ na globalny rynek długu może mieć dzisiejsza publikacja wstępnych danych o inflacji w Europie. Inwestorzy poznają m.in. odczyty z Hiszpanii, Belgii i Islandii. Choć nie dotyczą one największych gospodarek europejskich, pozwolą lepiej ocenić skalę możliwego wzrostu presji inflacyjnej w regionie będącego konsekwencją rosnących cen energii. Wskaźnik HICP dla całej strefy euro zostanie opublikowany dopiero 2 października, a konsensus zakłada jego wzrost we wrześniu do 3,6% r/r wobec 3,2% r/r w sierpniu. **Poza pierwszymi odczytami inflacyjnymi lekko negatywnie na rynek może oddziaływać również poranna podwyżka stóp procentowych w Australii (o 25pb do 4,60%).** Naszym zdaniem skalę negatywnych reakcji może jednak ograniczać fakt, że krzywe dochodowości obligacji w państwach rozwiniętych znajdują się już na wysokich poziomach, a przestrzeń do ich dalszego wzrostu wydaje się ograniczona.

Waluty



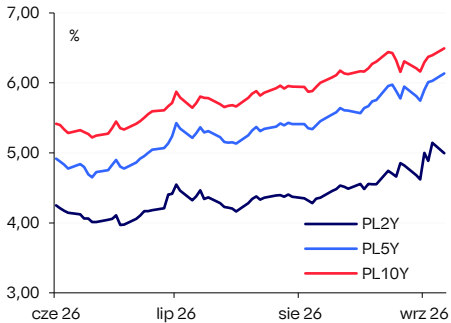
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	4q26	1q27
EURPLN	4,33	4,34
USDPLN	3,77	3,81
CHFPLN	4,56	4,52
EURUSD	1,15	1,14
EURCHF	0,95	0,96

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



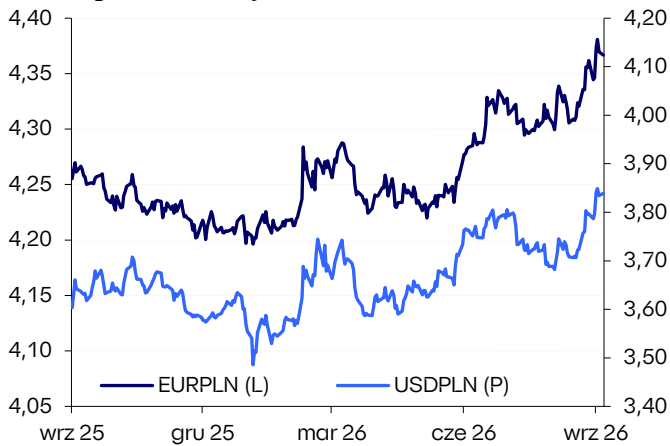
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

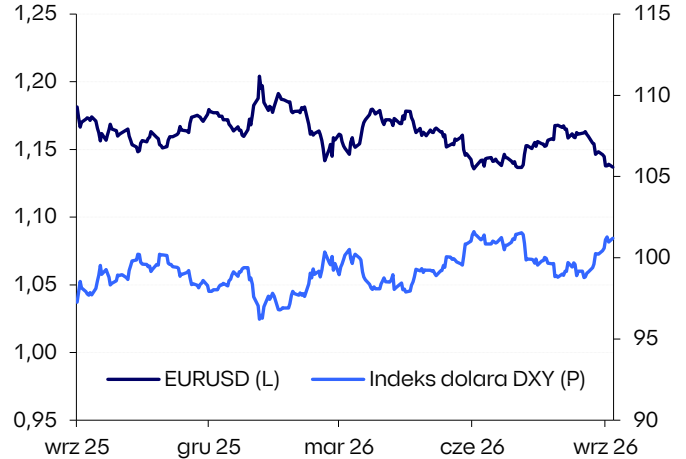
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,42	3,15
PL2Y	4,10	3,60
PL5Y	4,65	4,32
PL10Y	5,30	5,02

Źródło: PKO Bank Polski.

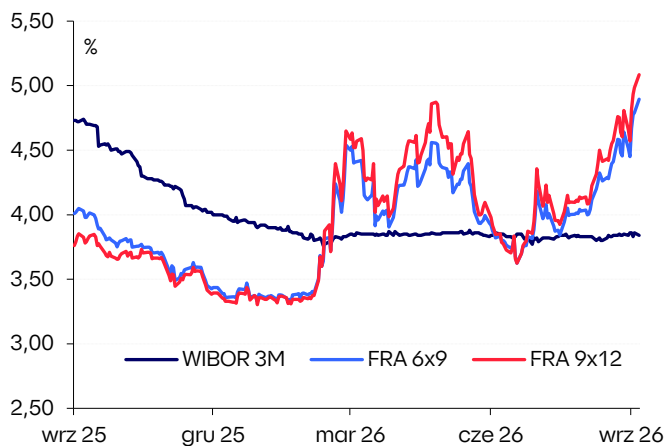
PLN vs główne waluty



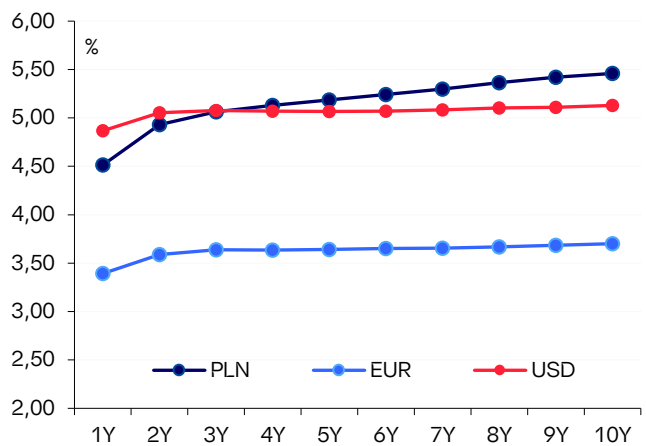
Notowania USD



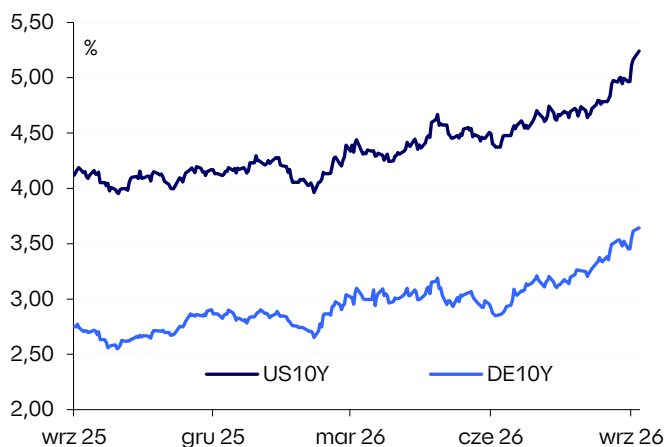
Krótkoterminowe stopy procentowe



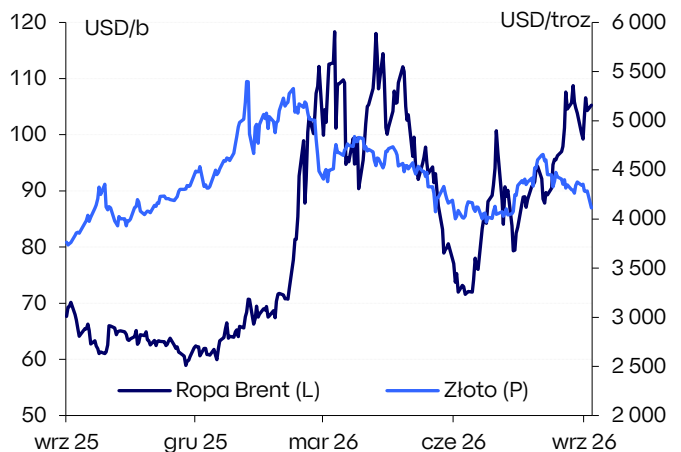
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 25 września						
EUR: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	3,4	3,5	--	3,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sie., wst.)	14:30	% m/m	0,9	-0,3	--	0,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., rew.)	16:00	pkt.	51,7	47,8	--	48,1
Wtorek, 29 września						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (wrz.)	11:00	pkt.	98,4	99,0	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz., rew.)	11:00	pkt.	-15,5	-16,5	--	--
USA: Ceny nieruchomości (lip.)	15:00	% r/r	2,1	2,2	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (wrz.)	16:00	pkt.	89,4	90,1	--	--
USA: Raport JOLTS (sie.)	16:00	mln	7,271	7,224	--	--
Środa, 30 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (wrz.)	3:45	pkt.	51,5	51,6	--	--
HUN: Saldo handlowe (sie.)	8:30	mln EUR	69	--	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	1,9	--	--
POL: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:30	% r/r	3,4	4,1	4,1	--
GER: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (sie.)	10:00	% r/r	5,0	--	--	--
GER: Inflacja CPI (wrz., wst.)	14:00	% r/r	2,9	3,2	--	--
USA: Raport ADP (wrz.)	14:15	tys.	38	72	--	--
USA: Dochody Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,4	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sie.)	14:30	% m/m	0,2	0,8	--	--
USA: Deflator PCE (sie.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sie.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	2,1	1,5	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-118,8	-113,5	--	--
Czwartek, 1 października						
POL: PMI w przetwórstwie (wrz.)	9:00	pkt.	48,3	48,0	48,8	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	9:55	pkt.	54,3	53,8	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	10:00	pkt.	52,7	52,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	197	199	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz., rew.)	15:45	pkt.	53,9	57,0	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (wrz.)	16:00	pkt.	54,6	55,0	--	--
Piątek, 2 października						
EUR: Inflacja HICP (wrz., wst.)	11:00	% r/r	3,2	3,6	--	--
EUR: Inflacja bazowa (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz.)	14:30	tys.	162	85	94	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,1	3,2	--	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (sie.)	16:00	% m/m	0,9	0,0	--	--

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 Rynkowych

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.