

CPN wraca i pozostanie do końca roku

- **Obawy o kondycję finansów publicznych Francji były w minionym tygodniu głównym czynnikiem negatywnie wpływającym na europejskie aktywa.** Spadły główne indeksy giełdowe w Europie, wyraźnie osłabiło się euro, a kurs EURUSD obniżył się pomimo ograniczenia rynkowych wycen skali i tempa podwyżek stóp Fed. To niekorzystne otoczenie ciążyło także złotemu, szczególnie w relacji do dolara. **Na rynkach FI nastroje były bardziej zróżnicowane. Rentowności krajowych SPW spadły**, czemu sprzyjały niższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI oraz perspektywa obniżenia dynamiki cen po ponownym uruchomieniu programu CPN. Na rynkach bazowych **Bundy wspierał przepływ kapitału w kierunku bezpieczniejszych aktywów**, związany z kontynuacją wyprzedaży francuskich obligacji. Rentowności UST pozostały natomiast na wysokich poziomach. **W nadchodzącym tygodniu widzimy przestrzeń do przynajmniej korekcyjnego osłabienia dolara, co mogłoby skierować USDPLN w stronę 3,86–3,88, przy utrzymaniu EURPLN w przedziale 4,36–4,39.** Na rynkach FI oczekujemy podwyższonej zmienności, jednak zakładamy, że pod koniec tygodnia rentowności obligacji w Europie i Polsce powinny kształtować się w pobliżu poziomów z piątkowego zamknięcia.
- **Najważniejszym wydarzeniem nadchodzącego tygodnia będzie posiedzenie RPP.** Choć rozpiętość prognoz co do zmian stóp NBP w perspektywie 12-18 miesięcy dawno nie była tak duża jak obecnie, to najbliższa decyzja nie budzi większych kontrowersji – stopy najpewniej nie zmienią się. W centrum uwagi znajdują się konferencja Prezesa NBP (czw.) i komentarze m.in. odnośnie do powrotu programu CPN, jego wpływu na trajektorię inflacji i oceny RPP co do fundamentalnej presji inflacyjnej. *Minutes* RPP (pt.) po wrześniowym posiedzeniu nie powinny być istotne.
- W środę poznamy **minutes z wrześniowego posiedzenia Fed**, ciekawe będzie sprawdzenie na ile decyzja Fed była zgodna z wolą prezesa K. Warsha, a na ile „wymuszona” przez innych członków Komitetu. Równie ważne będą **minutes EBC** (czw.). Dodatkowo w tym tygodniu czekają nas m.in. dane o inflacji CPI w Czechach i na Węgrzech oraz przemysłu w Niemczech.
- **Z dzisiejszych danych potencjalnie największy wpływ może mieć wrześniowa inflacja PPI ze strefy euro, która mogła wzrosnąć o 8,1% r/r.** Ponadto poznamy europejskie indeksy koniunktury – Sentix i usługowy PMI.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

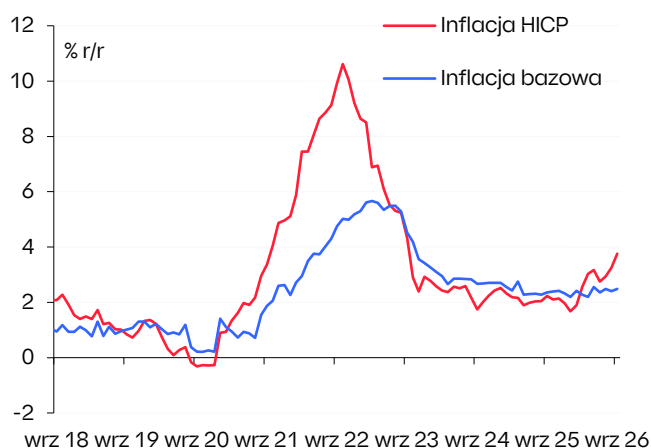
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-10-02	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	154 318	-0,3
STOXX Europe 600	631	0,7
S&P500	7 723	0,7
Waluty:		
EURPLN	4,38	0,1
USDPLN	3,89	0,1
CHFPLN	4,61	0,0
EURUSD	1,13	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,82	-2
PL5Y	5,92	-6
PL10Y	6,30	-6
DE10Y	3,45	-7
US10Y	5,28	4
Surowce:		
Ropa Brent	102	-0,1
Złoto	4142	-0,8

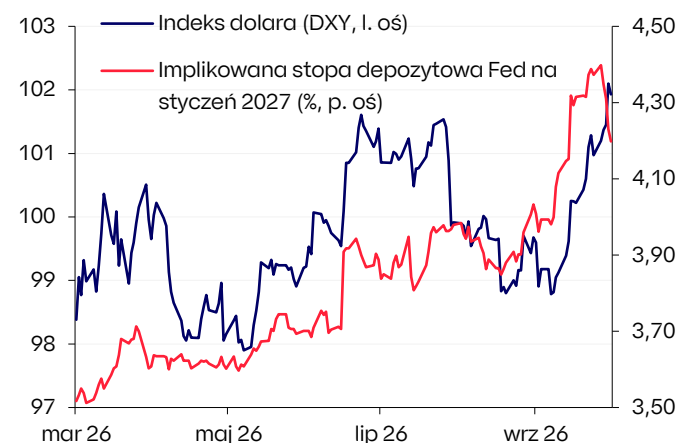
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Inflacja HICP w strefie euro jest najwyższa od trzech lat



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

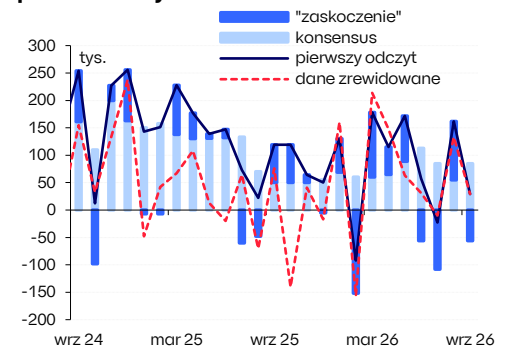
Dolar (jeszcze) nie zareagował na obniżenie rynkowej wyceny ścieżki stóp Fed.



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

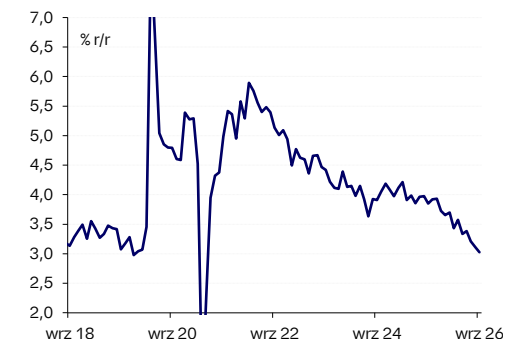
- USA: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym (NFP) we wrześniu rozczarowało i wzrosło o 29 tys. m/m (kons. 85 tys., PKOe.: 94 tys.).** W dół zrewidowano dane za lipiec i sierpień (łącznie o 60 tys.), co w szczególności skutkowało spadkiem zatrudnienia w lipcu (o 10 tys. m/m). W strukturze branżowej pozytywnie wyróżniały się odnotowujące wzrosty liczby etatów budownictwo i przetwórstwo – branże korzystające m.in. na rosnących nakładach na AI i rozbudowie fabryk w USA (pozytywny efekt cel). Rozczarowały natomiast branże, które w poprzednich kwartałach odpowiadały za znaczną część wzrostu liczby etatów – opieka zdrowotna i społeczna (23 tys. m/m) oraz rozrywka i HoReCa (10 tys. m/m). Zwiększył się przyrost zatrudnienia w handlu i transporcie dzięki odbiciu w handlu detalicznym (o 5,8 tys. m/m wobec spadku o 5,1 tys. m/m miesiąc wcześniej) oraz w transporcie i magazynowaniu (do 7,6 tys. m/m z 3,3 tys. m/m). Z kolei w sektorze publicznym zatrudnienie spadło (-17 tys. m/m po wzroście o 44 tys. m/m miesiąc wcześniej). Jedną z przyczyn wahliwości w tym segmencie w ostatnich miesiącach była edukacja (choć sam wrzesień był „standardowy”). **Średnia 3-miesięczna zmiana NFP, eliminująca część wahliwości, wskazuje na ustabilizowanie wzrostu liczby etatów na poziomie 51 tys. m/m.** Badanie wskazało również na silniejsze od oczekiwań hamowanie dynamiki wynagrodzeń godzinowych (3,0% r/r vs 3,1% r/r w sierpniu), wbrew oczekiwaniom niewielkiego wzrostu (kons.: 3,2% r/r). W konsekwencji wrzesień był najpewniej szóstym z rzędu miesiącem ze spadkiem realnych wynagrodzeń. Pozytywnym czynnikiem było utrzymanie się średniej liczby przepracowanych godzin na poziomie 34,4, najwyższym od 2024 (poza sierpniem 2026). **Stopa bezrobocia wzrosła do 4,2% z 4,1%, wobec oczekiwanej stabilizacji, ale zmiana liczby bezrobotnych była niewielka.** Drugi miesiąc z rzędu rosła stopa aktywności zawodowej wśród osób w wieku 16+ – we wrześniu do 61,8%, choć nadal pozostaje niższa niż 62,4% odnotowane w grudniu 2025. **Raport NFP za wrzesień, chociaż słabszy od oczekiwań, nie zmienia istotnie naszego spojrzenia na amerykański rynek pracy, który nadal prezentuje się stabilnie.** Jednocześnie nie jest, jak na razie, źródłem żadnej presji inflacyjnej.
- EUR: Inflacja HICP w strefie euro wzrosła silniej od oczekiwań. Wstępny odczyt we wrześniu to 3,8% r/r przy oczekiwaniach na poziomie 3,6% r/r i 3,2% r/r w sierpniu.** Najwyższą dynamiką cen w ujęciu rocznym charakteryzowała się energia 18,8% r/r (wobec 14,3% r/r w sierpniu). Istotny wkład wykazały również usługi z tempem wzrostu na poziomie 3,2% r/r (wzrost z 3,0% r/r w sierpniu). Presja cenowa w kategorii żywność, alkohol i wyroby tytoniowe przyspieszyła do 1,4% r/r z 1,1% r/r w sierpniu, natomiast w przypadku nieenergetycznych dóbr przemysłowych występowała lekka dezinflacja – wskaźnik spadł do poziomu 1,1% r/r wobec 1,2% r/r w poprzednim miesiącu. **Inflacja bazowa bez żywności, energii i używek pozostaje jednak na stabilnym poziomie od maja tego roku.** We wrześniu inflacja bazowa w strefie euro zgodnie z oczekiwaniami wyniosła 2,5% r/r wobec 2,4% r/r w poprzednim miesiącu. Ponadto, spadł impet inflacji bazowej (% m/m saar, śr. 3m), co w dalszym ciągu wskazuje na niewielkie cenowe efekty drugiej rundy. Najwyższa inflacja HICP w strefie euro we wrześniu wystąpiła na Litwie (6,1% r/r) i w Bułgarii (5,6% r/r), ale wartości powyżej 5% r/r pojawiły się także w Grecji, Hiszpanii, Luksemburgu i na Cyprze. **Wysoka inflacja HICP uprawdopodobnia październikową podwyżkę stóp EBC o 25pb,** która jest wpisana w nasz scenariusz bazowy. Rynki wyceniają jednak kolejną „pełną” podwyżkę o 25pb dopiero w lutym 2027.
- EUR: O.Rehn (Bank Finlandii) stwierdził, że wysokie ceny energii przybliżają realizację scenariusza inflacyjnego, który EBC określa jako poważny.** Jednak wysokie długoterminowe stopy procentowe ograniczają zakres, w jakim szok energetyczny może przełożyć się na inne ceny oraz płace w gospodarce. **J.Nagel (Bundesbank) ocenił, że gospodarka Niemiec pozostaje na ścieżce wzrostu, a w 2026 może on wynieść ok. 1%.** Podkreślił, że 1h26 stał pod znakiem zaskakującej poprawy po trzech latach stagnacji. Źródłami tego ożywienia

Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA



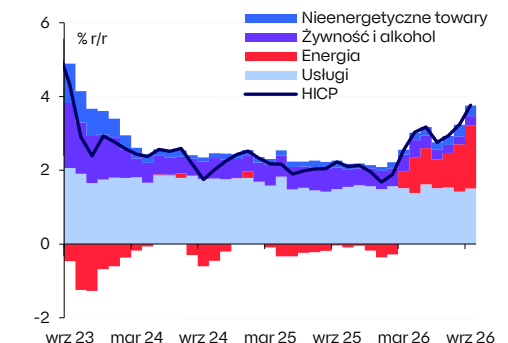
Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Dynamika roczna przeciętnych płac godzinowych w USA



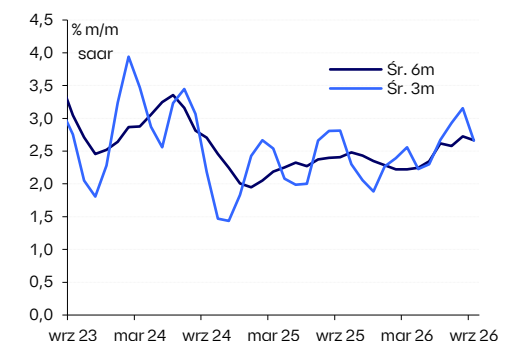
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja w strefie euro silnie rośnie



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Impet inflacji bazowej w strefie euro

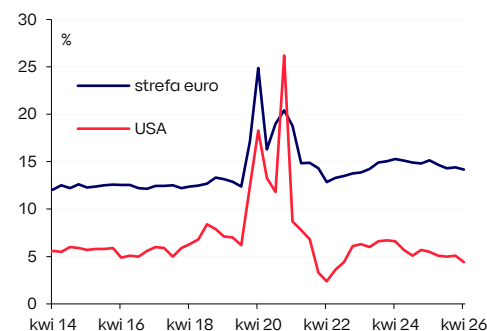


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

były wg niego rządowy pakiet fiskalny, wydatki na zbrojenia, inwestycje infrastrukturalne jak i mocny globalny popyt wspierający niemiecki eksport. Jednocześnie podkreślił, że potencjalny wzrost PKB pozostaje niski (0,4% w 2026, ok. 3-4 razy mniej niż dekadę temu). J.Nagel wskazał na trzy czynniki odpowiedzialne za hamowanie potencjału gospodarki – przejście na emeryturę pokolenia „baby-boomers”, niskich inwestycji korporacyjnych i niski wzrost produktywności.

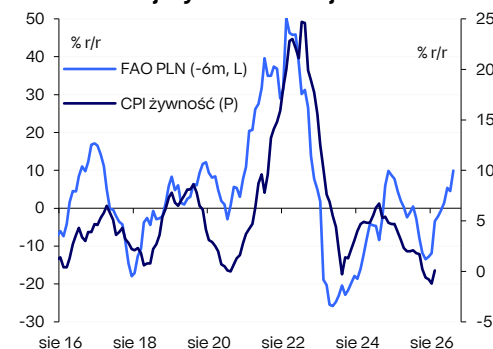
- **ŚWIAT: Prezydent Francji E.Macron oświadczył, że państwa G7 uwolnią ze strategicznych rezerw do 100 mln baryłek ropy i oleju napędowego w ciągu czterech miesięcy.** W nocy z czwartku na piątek E.Macron omawiał kwestie wysokich cen paliw z prezydentem D.Trumpem, który naciskał na uwolnienie rezerw przez państwa europejskie. Decyzję pochwalił D.Trump, który w piątek wieczorem poinformował, że nie wprowadzi i nigdy poważnie nie rozważał wprowadzenia zakazu eksportu z USA oleju napędowego. Na Bliskim Wschodzie rząd Jemenu ogłosił rozpoczęcie ofensywy przeciwko Huti, którzy z kolei poinformowali o przeprowadzeniu ataków na obiekty saudyjskiego koncernu naftowego Aramco.
- **EUR: Stopa oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro w 2q26 obniżyła się nieznacznie do 14,2% z 14,4% w 1q26,** co umożliwiło wzrost konsumpcji w tempie szybszym niż wzrost dochodów do dyspozycji (odpowiednio 1,3% r/r i 1,1% r/r). Stopa oszczędności w ostatnich kwartałach stopniowo spada, choć pozostaje na wyższym poziomie niż przed wybuchem pandemii. Stopa oszczędności w strefie euro pozostaje również istotnie wyższa niż w USA, choć tendencje w obu gospodarkach są w ostatnich kwartałach podobne (niewielki trend spadkowy).
- **USA: Zamówienia w przemyśle w sierpniu wzrosły o 0,1% m/m po wzroście o 0,8% m/m w lipcu (rewizja z 0,9% m/m).** W sierpniu wahlwe kategorie nie miały istotnego wpływu na wskaźnik (poza transportem, gdzie zamówienia spadły o 0,7% m/m po wzroście o 1,2% m/m w lipcu).
- **ŚWIAT: Indeks globalnych cen żywności FAO we wrześniu wzrósł o 5,8% r/r w USD, a po przeliczeniu na PLN o 4,0% r/r.** W ciągu miesiąca indeks wzrósł o 1,5% w USD i o 3,0% w PLN. Indeks pozostaje w trendzie wzrostowym, co wskazuje na narastającą presję inflacyjną w segmencie żywnościowym. Silnie rosły ceny zbóż (5,1% m/m i o 17,2% r/r; wszystkie dalsze dynamiki w USD), głównie ze względu na ograniczenia logistyczne w regionie Morza Czarnego oraz niekorzystne warunki pogodowe i pogorszenie perspektyw podaży w Ameryce Północnej. Ceny zbóż były również podbijane przez wysokie koszty nawozów, paliw i frachtu morskiego. Mocno drożały też oleje roślinne (0,9% m/m oraz 18,3% r/r), przede wszystkim za sprawą wzrostu cen oleju palmowego, który z nawiązką kompensował spadek cen oleju słonecznikowego (mimo zaburzeń logistycznych w regionie Morza Czarnego). Ceny mięsa spadły natomiast o 1,1% m/m i pozostały bez zmian w ujęciu rocznym. Nabiał z kolei potaniał o 0,1% m/m i 19,1% r/r, głównie za sprawą niższych cen serów. **Rosnący od trzech miesięcy indeks FAO oraz prognozy kontynuacji tego trendu przemawiają za prognozą wyższej dynamiki cen detalicznych żywności w Polsce.** Historyczna zależność wskazuje, że krajowe ceny żywności reagują na zmiany globalnych cen z opóźnieniem. Globalnymi czynnikami ryzyka, które mogą podbijać ceny żywności, są skutki prognozowanego bardzo silnego El Nino na przełomie 2026/2027 oraz wysokie koszty nawozów, paliw i frachtu. W Polsce inflację żywnościową mogą dodatkowo podbijać niższe zbiory warzyw i owoców, będące efektem susz i przymrozków w sezonie 2026.
- **USA: Prezydent D.Trump w ramach kampanii wyborczej obiecał wypłatę czeku o wartości 5000 USD dla każdego dorosłego mieszkańca USA, ale tylko jeśli Republikanie wygrają wybory połówkowe do Kongresu.** Wcześniejsze zapowiedzi wypłaty „czeków” przez D.Trumpa w zdecydowanej większości nie były ostatecznie realizowane. Wypłata świadczenia w takiej wysokości kosztowałaby ok. 1,2 bln USD, wymagałaby zgody Kongresu i znacząco pogorszyłaby wskaźniki fiskalne USA. Dla porównania, obecny dług federalny przekracza 40 bln USD, a wydatki rządu federalnego w 2026 są planowane na poziomie ok. 7,4 bln USD.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro i USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Globalne ceny surowców rolnych wg FAO na tle inflacji żywnościowej CPI w Polsce



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **RUS/UKR:** Rzecznik Kremla D.Pieskow poinformował, że Rosja dąży do całkowitego wstrzymania dostaw broni i paliw dla Ukrainy przez Morze Czarne. Od lipca Rosja i Ukraina nasiliły wzajemne ataki na statki i infrastrukturę na Morzu Czarnym, co zwiększa presję na ceny transportowanych tamtędy surowców (głównie zbóż). Według NYT Rosja planuje zimą odłączenie od sieci trzech działających elektrowni atomowych w Ukrainie oraz dalsze ataki na infrastrukturę energetyczną, ciepłowniczą i wodociągową. Według W.Zeleńskiego USA planują zorganizowanie trójkonnego spotkania do końca października.
- **GER:** Poparcie dla kanclerza F.Merza w sondażu DeutschaIndstrend spadło do poziomu 10% z 13% odnotowanych na początku września. Był to najniższy wynik poparcia społecznego dla kanclerzy Niemiec w niemal 30 letniej historii badania.
- **ROM:** Agencja S&P utrzymała bez zmian długoterminowy rating w walucie obcej („BBB–”) i jego perspektywę (negatywną). Przed decyzją istniały obawy, że agencja ze względu na przedłużającą się niestabilność polityczną (brak rządu od maja 2026), zagrażającą kontynuacji konsolidacji fiskalnej, zdecyduje się na obniżenie ratingu do poziomu nieinwestycyjnego (tzw. „śmieciowego”). Decyzja nastąpiła m.in. po tym jak w zeszłym tygodniu po raz trzeci nie udało się powołać nowego rządu. Agencja podkreśla, że mimo niestabilności politycznej konsolidacja trwa, a dzięki działaniom legislacyjnym ad-hoc udało się odblokować ok. 90% środków z KPO. S&P podkreśliła, że przedłużający się kryzys polityczny może skutkować obniżeniem ratingu.
- **BRA:** Prawicowy senator Flavio Bolsonaro (syn byłego prezydenta Jaira Bolsonaro) wygrał I turę wyborów prezydenckich w Brazylii, a w II turze zmierzy się z obecnym prezydentem Lułą. F.Bolsonaro uzyskał ponad 47% głosów, a Lula 45%. Druga tura planowana jest na 25.10 i wg analityków jej wynik pozostaje otwarty. F.Bolsonaro zapowiada uszczuplenie administracji publicznej, cięcia podatkowe, zacieśnienie relacji z USA i walkę z przestępczością.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Prezes NBP A.Głapiński ocenił w opublikowanej 2.10 treści wystąpienia z 30.09 (przed ogłoszeniem powrotu programu CPN), że perspektywa obniżek stóp wyraźnie się oddaliła, a nastawienie RPP stało się zdecydowanie bardziej jastrzębie („jest nastrój zimowy, taki jastrzębi”). W ocenie A.Głapińskiego występuje efekt zarażania szokiem podażowym, inne główne banki centralne podnoszą stopy, a NBP, podobnie jak wcześniej inne banki centralne, zakładał normalizację sytuacji i uspokojenie konfliktu na Bliskim Wschodzie, jednak scenariusz ten się nie zrealizował. Prezes wielokrotnie wskazywał na obawy przed „efektem zarażania” i przeniesieniem się szoku podażowego z rynku paliw na inne kategorie cen. **Wskazywał przy tym na możliwość podwyżek stóp procentowych.** Podkreślił, że zadaniem RPP jest niedopuszczenie do utrwalenia podwyższonej inflacji, choć RPP będzie również uwzględniać negatywny wpływ wyższych stóp na aktywność gospodarczą oraz wzrost kosztów obsługi długu. Prezes podkreślił znaczenie niezależności NBP, własnej waluty i gotówki oraz zapowiedział dalsze zwiększanie zasobów złota do 700 ton. W jego ocenie głównymi wyzwaniami dla Polski są wysokie ceny energii, starzenie się ludności, słabość gospodarki europejskiej, konkurencja Chin oraz konieczność przyspieszenia inwestycji w AI i energetykę.
- **POL:** Rząd opublikował rozporządzenie obniżające stawkę VAT na paliwa z 23% do 8% oraz obniżające stawkę podatku akcyzowego do poziomów analogicznych jak w pierwszym programie CPN. Rozporządzenie ma obowiązywać do 31 grudnia 2026. Regulacje weszły w życie w piątek, co oznacza, że już od piątku detaliczne ceny paliw obniżyły się. **Według oceny skutków regulacji obu rozporządzeń rozwiązanie ma kosztować budżet 5,24 mld PLN (średnio ok. 1,7 mld PLN miesięcznie),** z czego obniżenie stawki akcyzy 2,1 mld PLN (w tym 1,4 mld PLN w 2026), a niższa stawka VAT 3,24 mld PLN (w tym 2,12 mld PLN w 2026). Minister wskazał, że zgodnie z OSR MF oczekuje wpływów z tytułu podatku od nadzwyczajnych zysków koncernów

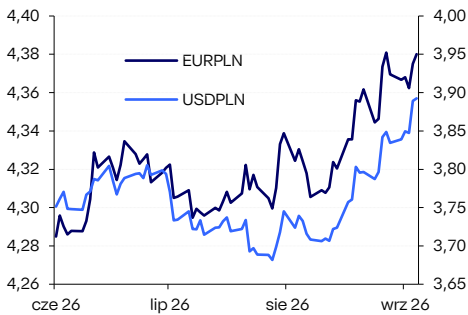
paliwowych na poziomie 4 mld PLN. To oznacza, że wprowadzenie pakietu CPN nie będzie neutralne dla sektora publicznego. M.Motyka poinformował również, że nie ma przesłanek do uruchamiania krajowych rezerw diesla.

- **POL: Minister energii M.Motyka nie spodziewa się radykalnych podwyżek cen nośników energii i oczekuje odpowiedzialności od grup energetycznych, które wkrótce będą składały wnioski taryfowe do URE.** Nowe taryfy zarówno na gaz, jak i prąd dla gospodarstw domowych będą obowiązywały od 1 stycznia 2027.
- **POL: Imigranci ekonomiczni i uchodźcy w 1q26 odpowiadali za ok. 20-25% rynku najmu mieszkań, najemcy indywidualni za ok. 40-45%, a studenci za 25-30%** – wynika z badania NBP wśród pośredników najmu nieruchomości. W 1q26 udział osób fizycznych z Ukrainy i Białorusi w strukturze nabywców mieszkań wyniósł 11%.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W minionym tygodniu złoty osłabił się, kurs EURPLN wzrósł w okolice 4,3850, a USDPLN zwyżkował do 3,8950, czemu na rynkach bazowych towarzyszył spadek EURUSD do 1,1260.
- Krajowa waluta pozostawała przede wszystkim **pod wpływem czynników globalnych, a słabe euro i mocny dolar tworzyły niekorzystne otoczenie dla walut EM**. Euro ciążyły narastające obawy o sytuację fiskalną Francji, które ponownie nasiliły się przy okazji prezentacji projektu jej budżetu na 2027. Wzrost premii za ryzyko był szczególnie widoczny na rynku francuskich obligacji, gdzie mocno rozszerzył się spread względem Bundów, pogarszając sentyment do europejskich aktywów i wspólnej waluty, a pośrednio także do walut regionu CEE, w tym złotego. Dolar wspierały natomiast perspektywy relatywnie solidnego wzrostu gospodarczego w USA oraz dodatnie carry. Jednocześnie silna przecena euro, które ma ok. 57% udziału w DXY, mechanicznie podbijała indeks dolara. **Do piątkowej publikacji miesięcznych danych z rynku pracy USD pozostawał odporny na wyraźny spadek oczekiwań dotyczących dalszych podwyżek stóp Fed**. Po słabym raporcie NFP, który pokazał wzrost zatrudnienia jedynie o 29 tys., prawdopodobieństwo wzrostu stóp Fed do grudnia br. łącznie o 50pb względem poziomu po wrześniowym posiedzeniu spadło według FedWatch do ok. 18%, z ok. 52% jeszcze kilka dni wcześniej.
- W nadchodzącym tygodniu **widzimy przestrzeń do przynajmniej korekcyjnego osłabienia dolara**, który naszym zdaniem nie odzwierciedlił zmiany wycen ścieżki stóp Fed. **Jednocześnie złagodzenie obaw wokół francuskich finansów publicznych zwiększałoby szanse na odbicie euro i EURUSD**. Przy braku eskalacji na Bliskim Wschodzie otoczenie globalne mogłoby więc stać się bardziej sprzyjające walutom EM. Zakładamy, że horyzoncie najbliższych dni kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,36–4,39, a USDPLN może cofnąć się w kierunku strefy 3,86–3,88.
- Na krajowym rynku FI w ostatnim tygodniu krzywa dochodowości obligacji obniżyła się o 10–15pb. W całym 4q26 oczekujemy dalszego jej spadku w segmencie 2-letnim do 4,70%, 5-letnim do 5,70% oraz 10-letnim do 6,10%. Zakładamy tym samym lekkie wypłaszczenie krzywej dochodowości, a za najatrakcyjniejsze uznajemy papiery średnio- i długoterminowe. Jednocześnie oczekujemy utrzymania wysokich spreadów asset swap w sektorze 5-letnim w pobliżu 75pb, a w 10-letnim w okolicach 100pb.
- Niemniej w najbliższych dniach **tendencja ta może zostać przyhamowana z powodu zbliżającego się posiedzenia RPP**. Chociaż zmiana stóp jest mało prawdopodobna, inwestorzy mogą obawiać się, że A.Głapiński zaostriży retorykę, dopuszczając scenariusz podwyżek stóp procentowych jeszcze w tym roku. Taki scenariusz mogłby wzmacniać ostatnie wypowiedzi prezesa opublikowane przez bank centralny. Notowania kontraktów FRA wskazują na podwyżkę stóp o 25pb do końca 2027. Według wycen rynkowych ryzyko takiego scenariusza rośnie w listopadzie, przy okazji publikacji projekcji inflacyjnej NBP. Obawy te powinny chłodzić niższy wstępny odczyt wrześniowej inflacji i informacja o wprowadzeniu przez rząd mechanizmów obniżających ceny paliw, co sprzyja korektom w dół prognoz inflacyjnych.
- Istotny wpływ na wyceny obligacji na świecie będzie miał dalszy przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie**. Dostępne informacje wskazują, że **USA wzmacniają swoją obecność wojskową w regionie**, a w Jemenie może dojść do intensywnych walk pomiędzy siłami rządowymi a bojówkami Huti. Z kolei w Europie dodatkową presję na rynek długu w ostatnim tygodniu wywierały obawy o kondycję finansów publicznych Francji. **Zapowiada to niespokojny najbliższy tydzień z wysoką zmiennością notowań, jednak zakładamy, że pod koniec tygodnia rentowności obligacji w Europie i w Polsce powinny utrzymać się na obecnych poziomach**.

Waluty



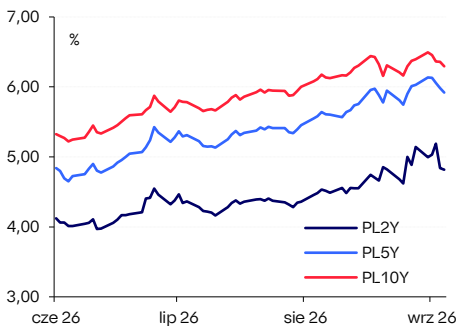
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	4q26	1q27
EURPLN	4,34	4,35
USDPLN	3,77	3,82
CHFPLN	4,52	4,48
EURUSD	1,15	1,14
EURCHF	0,96	0,97

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



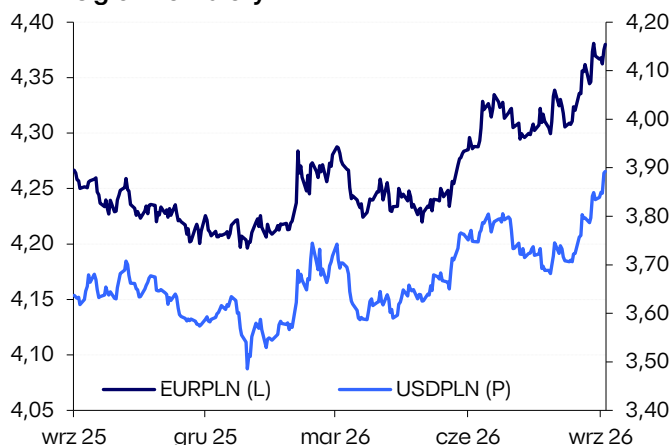
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

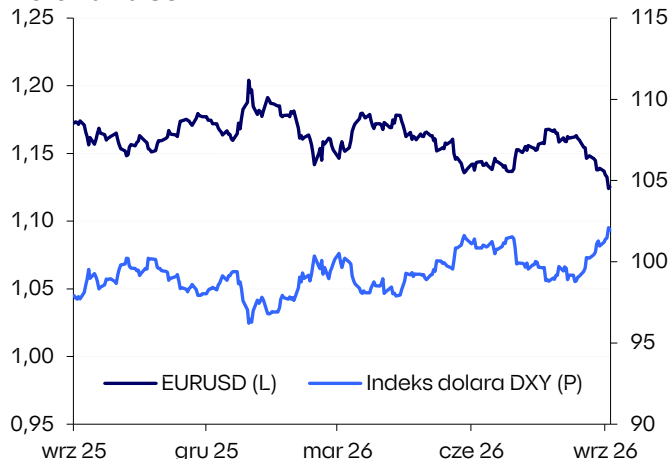
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

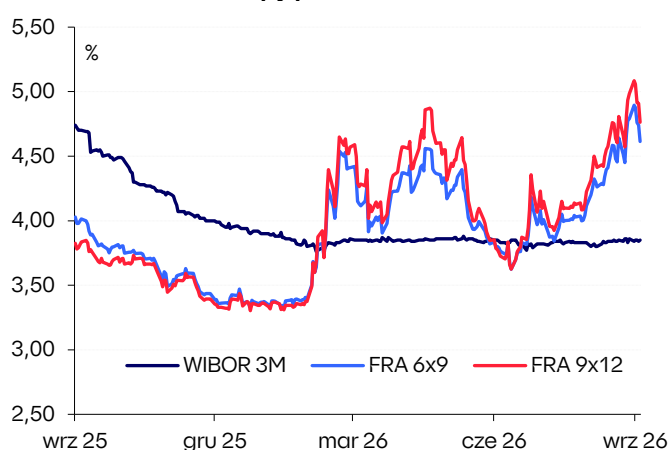
PLN vs główne waluty



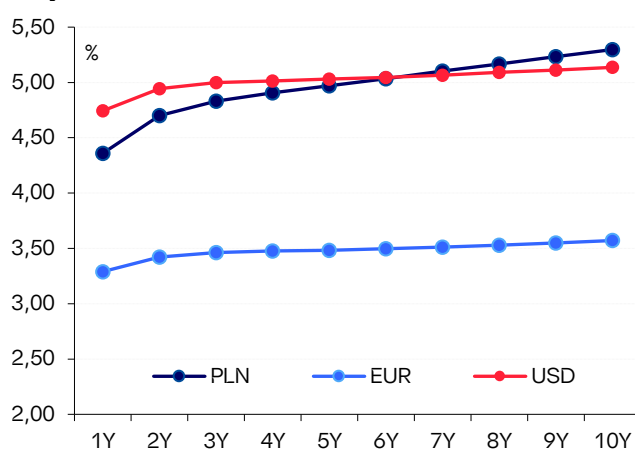
Notowania USD



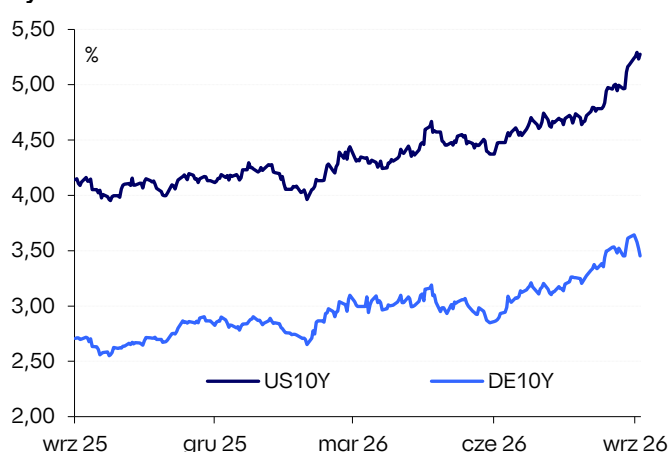
Krótkoterminowe stopy procentowe



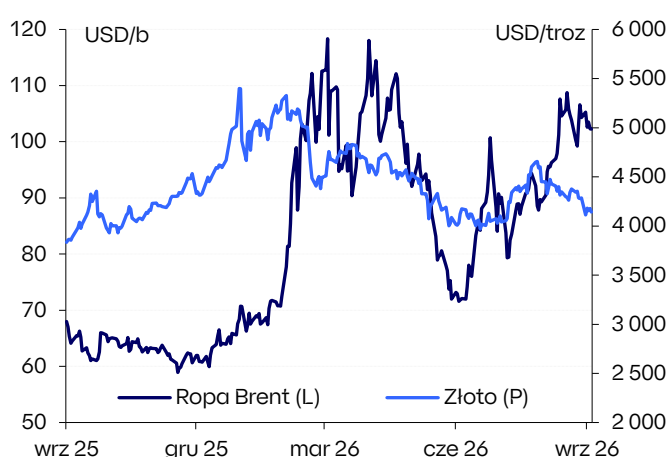
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 2 października						
EUR: Inflacja HICP (wrz., wst.)	11:00	% r/r	3,2	3,6	--	3,8
EUR: Inflacja bazowa (wrz., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,5
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz.)	14:30	tys.	133	85	94	29
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz.)	14:30	% r/r	3,1	3,2	--	3,0
USA: Stopa bezrobocia (wrz.)	14:30	%	4,1	4,1	--	4,2
USA: Zamówienia fabryczne (sie.)	16:00	% m/m	0,8	0,0	--	0,1
Poniedziałek, 5 października						
GER: PMI w usługach (wrz., rew.)	9:55	pkt.	49,7	52,9	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz., rew.)	10:00	pkt.	51,6	53,0	--	--
EUR: Indeks Sentix (paż.)	10:30	pkt.	5,1	4,5	--	--
EUR: Inflacja PPI (sie.)	11:00	% r/r	5,8	8,1	--	--
Wtorek, 6 października						
GER: Zamówienia fabryczne (sie.)	8:00	% m/m	2,5	-1,0	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (sie.)	8:00	% r/r	13,1	--	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:00	% r/r	-6,1	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:30	% r/r	4,7	3,7	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (sie.)	8:30	% r/r	4,9	4,4	--	--
CZE: Inflacja CPI (wrz., wst.)	9:00	% r/r	1,9	2,4	2,3	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (sie.)	11:00	% r/r	0,6	1,0	--	--
USA: Bilans handlowy (sie.)	14:30	mld USD	-88,6	-89,8	--	--
Środa, 7 października						
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% m/m	-1,1	0,5	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (sie.)	8:00	% r/r	-1,6	--	--	--
HUN: Inflacja CPI (wrz.)	8:30	% r/r	1,3	1,8	1,7	--
CZE: Produkcja przemysłowa (sie.)	9:00	% r/r	0	--	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	3,75	3,75	--
Czwartek, 8 października						
GER: Eksport (sie.)	8:00	% m/m	-0,8	0,8	--	--
GER: Import (sie.)	8:00	% m/m	-5,7	2,8	--	--
CZE: Stopa bezrobocia (wrz.)	10:00	%	5,0	5,1	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	197	200	--	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	--
Piątek, 9 października						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	-1,2	-0,4	--	--
POL: Minutes RPP	14:00	--	--	--	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paż., wst.)	16:00	pkt.	48,1	47,7	--	--

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.