

Francuskie ryzyko fiskalne – nowy czynnik presji na euro i waluty regionu

Francuskie ryzyko fiskalne coraz mocniej ciąży euro

Narastające obawy o stan finansów publicznych Francji i perspektywy konsolidacji fiskalnej przyczyniły się w ostatnich tygodniach do silnego wzrostu premii za ryzyko na francuskim rynku długu. Spread rentowności 10-letnich obligacji Francji (OAT) i Niemiec (Bund) rozszerzył się z ok. 85pb na początku września do blisko 140pb w połowie października. W tym samym okresie kurs EURUSD spadł z ok. 1,16 do ok. 1,12, osiągając 17-miesięczne minimum. Francuskie ryzyko fiskalne stało się tym samym jednym z czynników wywierających presję na euro, obok jastrzębiego zwrotu Fed, wysokich cen energii oraz globalnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Pogorszenie nastrojów wobec europejskich aktywów pośrednio ciążyło również walutom CEE, w tym złotemu, przede wszystkim w relacji do amerykańskiego dolara.

Dlaczego właśnie teraz? Globalny wzrost kosztów finansowania potęguje problemy Francji

Problemy fiskalne Francji nie są nowe, jednak pogorszenie perspektyw budżetowych i rynkowego otoczenia nasiliło obawy inwestorów o możliwość realizacji planów konsolidacji finansów publicznych. Po deficycie 5,1% PKB w 2025 francuski rząd podniósł jego prognozę na 2026 z 5% do 5,4% PKB, zakładając ograniczenie deficytu do 5% PKB w 2027. Jednocześnie dług publiczny ma wzrosnąć w relacji do PKB ze 115,7% w 2025 do 119,3 w 2026 i 121,7% w 2027. Dodatkowym źródłem niepewności pozostają trudności z uzyskaniem parlamentarnego poparcia dla reform fiskalnych przed wyborami prezydenckimi w 2027.

Obawy te nasiliły się w warunkach globalnego wzrostu kosztów finansowania. Drożące surowce energetyczne i związana z nimi presja inflacyjna zwiększyły oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, przyczyniając się do wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych. W takim otoczeniu rentowność 10-letnich OAT wzrosła z ok. 4,2% na początku września do ok. 4,8% w połowie października. Równocześnie Francja planuje zwiększyć emisję średnio- i długoterminowych obligacji z 310 mld EUR w 2026 do 340 mld EUR w 2027, głównie ze względu na rosnące potrzeby refinansowania zapadającego długu. W tym samym okresie prognozowane koszty odsetkowe długu całego sektora finansów publicznych mają wzrosnąć z 79,2 do 91,2 mld EUR, czyli o ok. 15%. Wyższe koszty obsługi i refinansowania długu będą utrudniać konsolidację fiskalną, a w połączeniu ze strukturalnymi problemami finansów publicznych Francji i niepewnością polityczną pomagają wyjaśnić skalę obecnej reakcji rynku.

Od francuskiego długu do rynku FX – mechanizmy transmisji

Wzrost premii za ryzyko francuskiego długu, widoczny w rozszerzeniu spreadu OAT–Bund, nie przekłada się automatycznie na osłabienie euro. Dla rynku FX kluczowe jest bowiem to, czy pogorszenie zaufania do francuskich obligacji skarbowych prowadzi również do ograniczenia zaangażowania inwestorów w aktywa całej strefy euro.

Jak dotąd napięcia w większym stopniu koncentrują się na Francji niż na pozostałych krajach strefy euro. Od 1 września spread BTP–Bund, czyli różnica rentowności 10-letnich obligacji włoskich i niemieckich, wzrósł o ok. 25pb, znacznie mniej niż spread OAT–Bund.

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)

centrumanaliz.pkobp.pl

Andrzej Kiedrowicz

Strateg

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

tel. 722 020 635

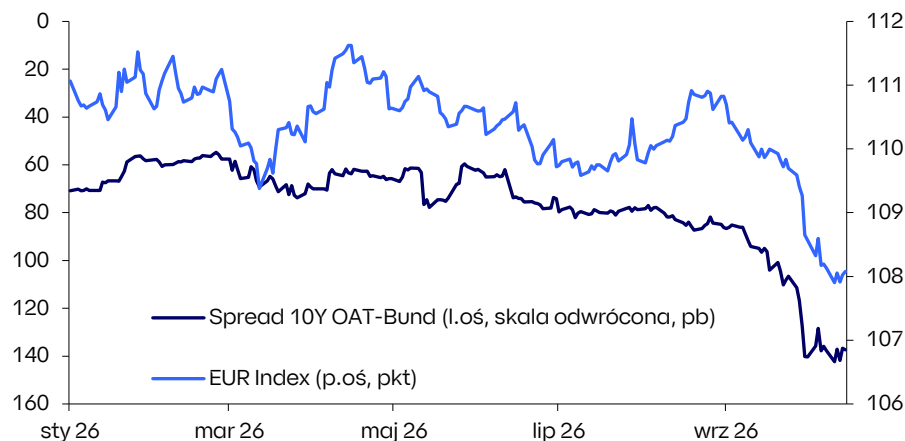
Tomasz Marek

Strateg

tomasz.marek@pkobp.pl

tel. 785 065 512

Wykres 1. EUR Index a spread 10Y OAT–Bund



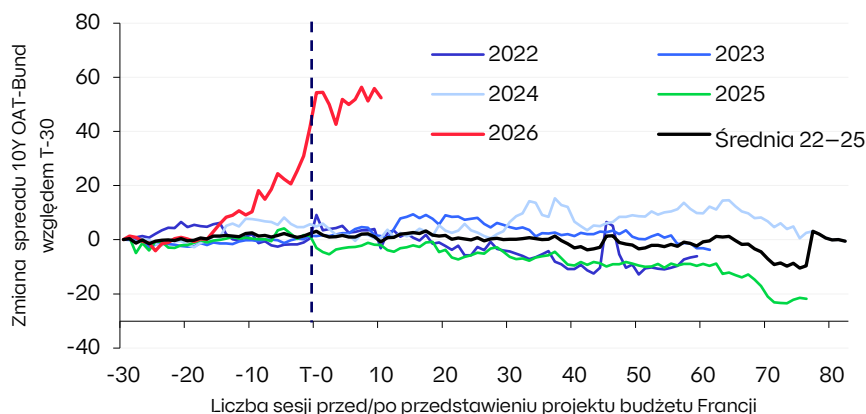
Źródło: LSEG

Sam przepływ kapitału z francuskich obligacji do uznawanych za bezpieczniejsze papierów niemieckich nie wymaga sprzedaży euro, ponieważ obie inwestycje są denominowane w tej samej walucie. Presja na wspólną walutę pojawia się przede wszystkim wtedy, gdy inwestorzy ograniczają ekspozycję na aktywa strefy euro i przenoszą kapitał poza nią. W takim otoczeniu euro może tracić wobec USD, CHF czy JPY, a spadkom EURUSD w obecnym epizodzie sprzyjał dodatkowo rozszerzający się dyferencjał bieżących i oczekiwanych stóp Fed i EBC. Na waluty Europy Środkowo-Wschodniej napięcia te oddziałują pośrednio, poprzez pogorszenie globalnego sentymentu i towarzyszące mu umocnienie dolara. W konsekwencji presja na wzrost USDPLN jest zazwyczaj wyraźniejsza, podczas gdy kierunek EURPLN zależy od względnej skali osłabienia złotego i euro. Od 1 września złoty stracił względem euro około 1%, do czego przyczyniły się m.in. jastrzębi zwrot Fed i pogorszenie globalnych nastrojów. Jednak od początku października, kiedy obawy dotyczące Francji wyraźnie się nasiliły, kurs EURPLN pozostaje w trendzie bocznym pomimo przyspieszenia spadków EURUSD. Pokazuje to, że presja na europejskie waluty nie musi przekładać się na ich jednakowe osłabienie.

Czy obecna reakcja jest wyjątkowa? Francuskie budżety na tle historii

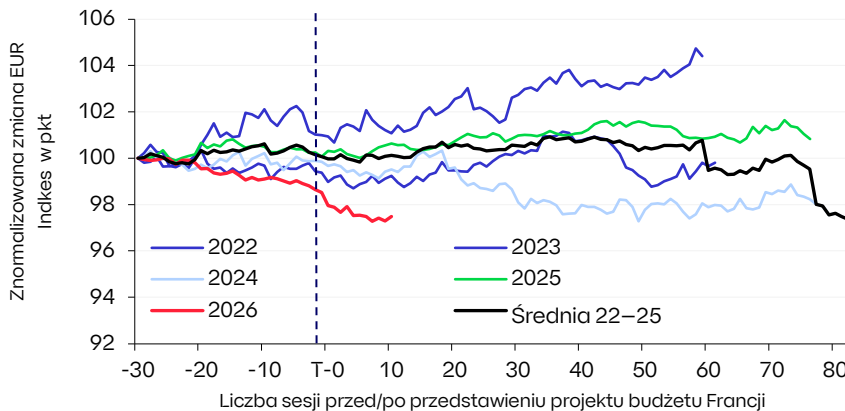
Porównanie zachowania spreadu OAT–Bund 10Y i indeksu euro w okresach procedowania francuskich budżetów w latach 2022–2026 wskazuje na wyjątkową skalę obecnej reakcji rynku. Punktem odniesienia jest wspólne okno od 30 sesji przed przedłożeniem projektu budżetu do szóstej sesji po jego publikacji, co pozwala porównać bieżący, niezakończony proces z poprzednimi latami.

Wykres 2. Spread 10Y OAT–Bund na tle historycznej średniej



Źródło: LSEG, T-0 – data przedstawienia projektu budżetu Francji

Wykres 3. Indeks euro na tle historycznej średniej



Źródło: LSEG, T-0 – data przedstawienia projektu budżetu Francji

Od 20 sierpnia do 9 października 2026 spread zwiększył się z 85,9 do 136,2pb, czyli o 50,3pb, a indeks euro obniżył się o 2,43%. Dla lat 2022–2025 średnia zmiana spreadu w analogicznym oknie wyniosła jedynie +0,9pb, a indeks euro wzrósł średnio o 0,14%. Co istotne, w bieżącym epizodzie spread rozszerzył się aż o 54,3pb w okresie przed prezentacją budżetu 1 października. Od tego dnia do 9 października spread zawęził się o 4pb, mimo dalszego spadku indeksu euro o 0,4%. Oznacza to, że gwałtowna zmiana wycen francuskich obligacji nie była wyłącznie bezpośrednią reakcją na treść projektu, lecz w znacznej mierze poprzedziła jego ogłoszenie. Badanie nie pozwala jednak przypisać całego osłabienia euro problemom Francji, gdyż na rynek równolegle wpływały zmiany oczekiwań dotyczących stóp Fed i EBC, cen energii oraz globalnego apetytu na ryzyko. Mimo tego obecny epizod wyraźnie odbiega od doświadczeń z wcześniejszych czterech lat.

Co dalej? Scenariusze i najważniejsze wydarzenia

W naszej opinii perspektywy francuskiego ryzyka fiskalnego zależą przede wszystkim od przebiegu dalszych prac nad budżetem na 2027 oraz zmian globalnego otoczenia rynkowego. Osiągnięcie kompromisu w mocno podzielonym parlamencie pozostaje niepewne. Po rozpatrzeniu około 1,8 tys. poprawek komisja finansów Zgromadzenia Narodowego odrzuciła 9 października część dochodową projektu. Według wstępnych szacunków przyjęte wcześniej poprawki mogłyby zwiększyć przyszłoroczny deficyt publiczny o około 0,4 pkt proc. PKB względem planu rządowego. Od 13 października pierwotny projekt rządu jest rozpatrywany na posiedzeniach plenarnych parlamentu. Dla dalszej reakcji rynków istotne będzie zatem zarówno osiągnięcie kompromisu budżetowego, jak i to, czy globalne otoczenie sprzyjać będzie obniżeniu kosztów finansowania długu. Na tym tle zarysowują się dwa scenariusze.

Scenariusz stabilizacji. Postęp prac budżetowych i wypracowanie wiarygodnego kompromisu mogłyby ograniczyć premię za ryzyko francuskiego długu. Sprzyjać temu powinno oczekiwane przez nas stopniowe wygasanie napięć geopolitycznych i spadek cen surowców energetycznych. Mniejsza presja inflacyjna ograniczałaby oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych, wspierając spadek rentowności obligacji i obniżenie kosztów finansowania długu. Wraz z zawężeniem spreadu OAT–Bund zmniejszałoby to presję na euro, sprzyjając odbiciu EURUSD. Wpływ na EURPLN byłby mniej jednoznaczny, ponieważ poprawa nastrojów wspierałaby również złotego.

Scenariusz eskalacji. Zagrożeniem pozostaje przedłużający się impas budżetowy, który w dwóch poprzednich latach opóźnił przyjęcie budżetu do lutego, a także ewentualne obniżki ratingu Francji lub jego perspektyw jeszcze w 2026 (patrz kalendarium). Utrzymanie wysokich cen energii i rentowności obligacji dodatkowo utrudniałoby konsolidację fiskalną. W takim otoczeniu możliwy byłby ponowny wzrost spreadu OAT–Bund i nasilenie presji na osłabienie euro względem dolara. Z kolei EURPLN mógłby

zwyżkować, gdyby pogorszenie globalnego sentymentu silniej obciążało złotego niż euro.

Ważnym czynnikiem w dłuższym horyzoncie będą wybory prezydenckie w kwietniu i maju 2027. Kampania wyborcza może ograniczać gotowość polityków do niepopularnych działań oszczędnościowych, a niepewność dotycząca przyszłej polityki fiskalnej i relacji z UE podtrzymywać podwyższoną premię za ryzyko. Nawet przyjęcie budżetu na 2027 nie musi zatem oznaczać trwałego wygaszenia napięć.

Kalendarium najważniejszych wydarzeń we Francji:

- 20 października – głosowanie nad częścią dochodową budżetu w Zgromadzeniu Narodowym;
- 23 października – przegląd ratingu Moody's;
- 17 listopada – planowane głosowanie nad całością projektu budżetu w Zgromadzeniu Narodowym;
- 27 listopada – przegląd ratingu S&P;
- grudzień – dalsze prace parlamentarne i zasadniczy termin przyjęcia budżetu;
- W dalszej perspektywie: 18 kwietnia i 2 maja 2027 – zaplanowane dwie tury wyborów prezydenckich.

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 Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

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

Materiał został ukończony 16 października 2026 roku o godz. 09:00.

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dążył do wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.