

Francja pod presją

- W poniedziałek złoty się osłabił wobec dolara: kurs USDPLN wzrósł do ok. 3,90, przy stabilnym EURPLN blisko 4,37 i niższe EURUSD do 1,1210. Wspólnej walucie ciążył wzrost premii za ryzyko polityczne i fiskalne Francji, związany z zamieszkami i rosnącymi obawami o możliwość przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej. Presję na złotego łagodził spadek cen ropy, choć notowania Brenta utrzymały się blisko 110 USD/b. We wtorek istotne będą wrześniowe dane z Polski oraz indeks ZEW, którego oczekiwane pogorszenie może utrzymać presję na euro. Bez istotnych zmian cen ropy EURPLN powinien ustabilizować się w środkowej części przedziału 4,35-4,39, a USDPLN wahać się w zakresie 3,88-3,91. Bilans ryzyka dla obu par jest przesunięty w stronę wyższych poziomów. Rentowności krajowych SPW w poniedziałek wzrosły, w ślad za tendencjami na rynkach globalnych. Wycenom długu szkodziły eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, proinflacyjny wpływ wysokich cen surowców energetycznych oraz problemy fiskalne Francji. W krótkim terminie bilans ryzyka pozostaje przesunięty w stronę nieco wyższych dochodowości polskich obligacji.
- Dziś uwagę przyciągną dane z Niemiec – indeks koniunktury ZEW za październik. W USA poznamy wrześniowe dane z rynku nieruchomości – wysokie oprocentowanie hipotek sprzyja jego dalszej stagnacji.
- W regionie CEE kluczowe będzie posiedzenie MNB – pomimo relatywnie niskiej inflacji nie oczekujemy zmiany stóp procentowych, przede wszystkim ze względu na niekorzystną sytuację rynkową i geopolityczną.
- Dziś poznamy pierwszą porcję krajowych danych za wrzesień. Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw powinny wskazać na obniżoną presję płacową (6,2% r/r) i utrzymujący się spadek zatrudnienia (−0,8% r/r). W danych o aktywności spodziewamy się spowolnienia produkcji przemysłowej do 3,3% r/r, a budowlanej do 1,3% r/r. Istotnie wzrosła inflacja PPI – wg nas do 5,5% r/r z 4,2% r/r w sierpniu, głównie za sprawą cen w przetwórstwie naftowym.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

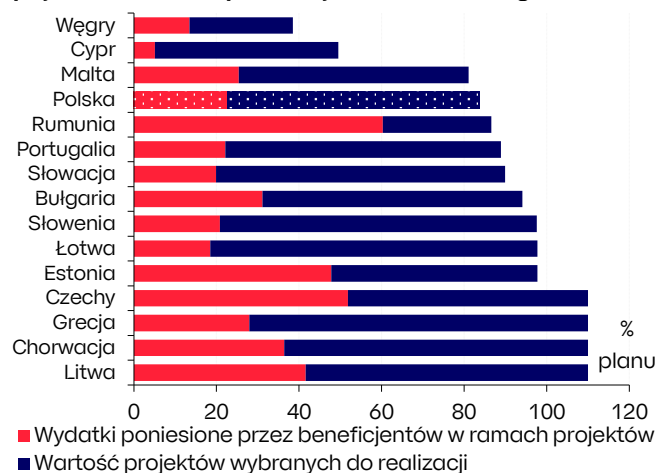
	Wartość 2026-10-19	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	158 738	-0,9
STOXX Europe 600	640	-0,8
S&P500	7 691	0,4
Waluty:		
EURPLN	4,37	0,0
USDPLN	3,90	0,3
CHFPLN	4,71	-0,1
EURUSD	1,12	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,75	5
PL5Y	6,02	8
PL10Y	6,38	5
DE10Y	3,45	4
US10Y	5,14	4
Surowce:		
Ropa Brent	110	-0,3
Złoto	4140	-0,6

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

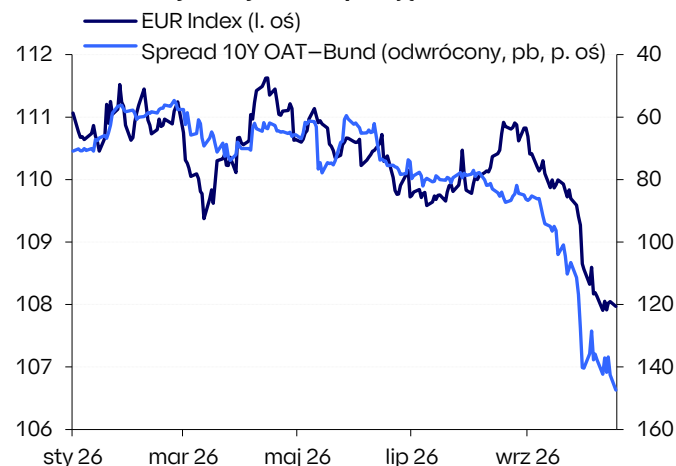
- FRA:** Rząd znajduje się pod silną presją w związku z trwającymi zamieszkami i niepokojami społecznymi. Prezydent E.Macron nie przyjął jednak dymisji

Tempo realizacji projektów finansowanych z funduszu spójności w Polsce pozostaje niższe niż w regionie



Źródło: CohesionData, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Ponowny wzrost francuskiej premii za ryzyko polityczne i fiskalne zaczyna wywierać presję na euro



ministra spraw wewnętrznych, L.Nuneza. Obecna fala demonstracji zaczęła się 17 września od protestu uczniów liceów przeciwko brakom kadrowym i ogólnym złym warunkom w edukacji. Trwający kryzys jest wywołany m.in. niezadowoleniem z wysokich kosztów życia, pogarszającej się jakości usług publicznych i nierówności ekonomicznych. Sygnalizowane przez protestujących problemy przypominają te zgłaszane przez ruch „żółtych kamizelek” z 2018. Dodatkowym czynnikiem są wymuszane przez trudną sytuację na rynku obligacji plany konsolidacji fiskalnej, które wzbudzają obawy o dalsze pogorszenie jakości i zakresu usług publicznych. Przedstawiony 1 października rządowy projekt budżetu na 2027 zakłada 43 mld EUR (1,4% PKB) nowych oszczędności, których źródłem ma być głównie ograniczanie tempa wzrostu wydatków publicznych, zamrożenie waloryzacji części emerytur i świadczeń społecznych oraz zmniejszenie ulg podatkowych i składowych. Ostateczna skala konsolidacji fiskalnej będzie zdecydowanie mniejsza ze względu na automatyczny wzrost innych wydatków, w szczególności emerytalnych, zdrowotnych oraz kosztów obsługi długu. Deficyt fiskalny w 2027 ma się obniżyć tylko o 0,4% PKB, do 5,0% PKB, ale deficyt strukturalny pierwotny (bez kosztów obsługi długu, skorygowany o cykl koniunkturalny) o 0,8% PKB. Niezadowolenie społeczne koncentruje się wśród gospodarstw o niższych dochodach i pozycji społecznej, pracowników sektora publicznego i mieszkańców słabiej rozwiniętych regionów.

- **CHN: Ludowy Bank Chin (PBoC) zapowiedział możliwość zastąpienia 7-dniowej stopy operacji reverse repo stopą jednodniową jako głównym instrumentem polityki pieniężnej.** Nowa stopa, ustalona w czerwcu na 1,25%, jest niższa od obecnej stopy bazowej (1,40%), co mogłoby oznaczać faktyczne złagodzenie polityki pieniężnej bez tradycyjnej obniżki stóp. P.Gongsheng (prezes PBoC) zapowiedział również stopniowe odchodzenie od stóp *Loan Prime Rate* (1- i 5-letniej) na rzecz jednodniowej stopy rynku międzybankowego jako punktu odniesienia przy ustalaniu oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz instrumentów finansowych. **Zmiany mają zwiększyć skuteczność transmisji polityki pieniężnej i zbliżyć chiński system do rozwiązań stosowanych przez główne banki centralne.**

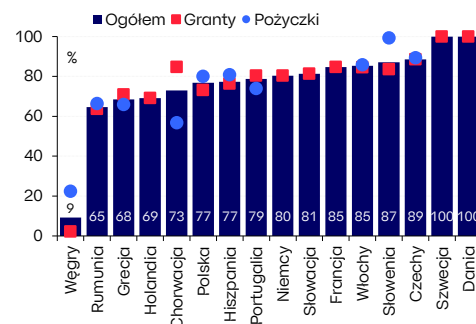
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: P.Litwiniuk (RPP) stwierdził, że obecnie nie widzi przesłanek do podwyżek stóp procentowych.** Kluczowe będzie ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, których na razie nie dostrzega. Według niego istotna dla dalszych decyzji RPP będzie również listopadowa projekcja NBP. Jeśli wskaże ona na powrót inflacji do celu w 2h27 i w 2028, utrzymanie stóp bez zmian pozostanie jego scenariuszem bazowym. Ryzykiem dla inflacji pozostają – przedłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie, wzrost cen żywności i energii oraz polityka Fed i EBC. Z kolei wygasanie środków z KPO może ograniczać wzrost gospodarczy, a wysokie koszty obsługi długu i wydatki obronne zmniejszają przestrzeń do ekspansji fiskalnej w roku wyborczym. W ocenie członka RPP czynniki pro- i antyinflacyjne obecnie częściowo się równoważą. Podobną ocenę przedstawił **M.Zarzecki (RPP) stwierdzając, że podwyżka stóp procentowych w listopadzie jest mało prawdopodobna, choć nie można jej wykluczyć.** Wskazał czynniki, które mogłyby skłonić RPP do zacieśnienia polityki pieniężnej – utrzymywanie się inflacji bazowej powyżej 3,5% r/r przez dwa miesiące, przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń powyżej 7% r/r, osłabienie EURPLN powyżej 4,50, zniesienie limitów cen paliw lub istotne podwyżki taryf energetycznych w 2027. Spełnienie dwóch z tych warunków uzasadniałoby rozważenie jednorazowej podwyżki stóp o 25pb, a trzech mogłoby przemawiać za serią podwyżek lub większym jednorazowym ruchem. Dodał również, że postępowanie dotyczące postawienia A.Głapińskiego przed Trybunałem Stanu stwarza ryzyko podważania ważności decyzji RPP, co osłabia wiarygodność polityki pieniężnej.
- **POL: W ramach polityki spójności UE na lata 2021-27 podpisano do tej pory 32 tys. umów o dofinansowanie projektów o wartości 301,8 mld PLN, które wykorzystują 71,3% dostępnej puli środków.** Z kolei BGK w ramach wydatków

z unijnej perspektywy finansowej 2021-27 wypłacił beneficjentom ok. 95,3 mld PLN. Więcej o postępach w wypłatach i realizacji funduszu spójności oraz KPO pisaliśmy w piątkowym [CEE Macro Weekly](#) (w języku angielskim). Pomimo obserwowanego w ostatnich miesiącach przyspieszenia wydatkowania funduszy unijnych Polska nadal pozostaje regionalnym maruderem pod względem skali ich wykorzystania. Częściowo wynika to z opóźnionego uruchomienia KPO, którego środki do 2023 były zablokowane w związku ze sporem wokół reform wymiaru sprawiedliwości, a także z ograniczeń administracyjnych i podaźowych związanych z kumulacją projektów finansowanych równoległe z KPO i standardowych funduszy UE.

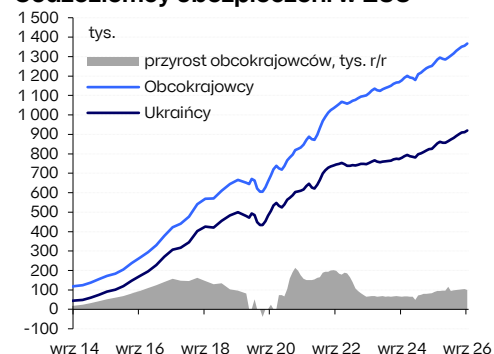
- **POL:** Liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS we wrześniu wzrosła do 1,367 mln (+ 7,9% r/r), a liczba Ukraińców ubezpieczonych w ZUS do 919,8 tys. (+ 9,6% r/r). Liczba ubezpieczonych w ZUS (ogółem) na koniec czerwca wyniosła 16,282 mln osób, co oznacza, że cudzoziemcy stanowili już ok. 8,5% ogółu ubezpieczonych.
- **POL:** Szef gabinetu Prezydenta P.Szefermaker poinformował, że Prezydent ponownie skierował do kontrasygnaty Premiera postanowienia o powołaniu czterech członków zarządu NBP.

Wypłaty dla państw członkowskich w ramach KPO (% dostępnej alokacji)*



Źródło: Komisja Europejska, PKO Bank Polski. * wypłaty z Komisji Europejskiej do państw członkowskich, a nie do beneficjentów końcowych. Etykiety danych pokazują odsetek całkowitej alokacji.

Cudzoziemcy ubezpieczeni w ZUS

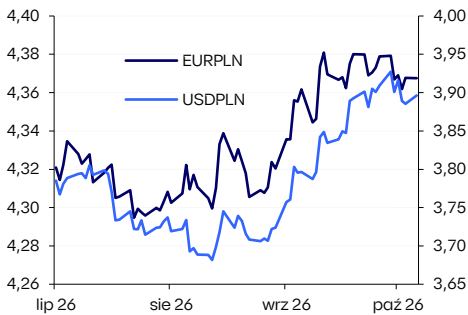


Źródło: ZUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty nie zmienił się względem euro, ale nieco osłabił wobec dolara. Kurs EURPLN zakończył dzień w pobliżu 4,37, a USDPLN wzrósł do ok. 3,90. Na rynkach bazowych EURUSD obniżył się do 1,1210.
- Wobec braku krajowych publikacji makro notowania złotego kształtowały przede wszystkim czynniki globalne. Ponowny wzrost premii za ryzyko polityczne i fiskalne Francji, związany z gwałtownymi zamieszkami i rosnącymi obawami o możliwość przeprowadzenia konsolidacji fiskalnej, ciążył euro. Na słabości wspólnej waluty zyskiwał dolar, którego umocnienie wywierało presję na waluty rynków wschodzących. W efekcie USDPLN przejściowo testował okolice 3,91. Presję na euro i złotego nieco łagodził poniedziałkowy spadek cen ropy, ograniczający obawy o dalszy wzrost kosztów energii, choć Brent utrzymał się blisko kilkumiesięcznych maksimów, w niewielkiej odległości od technicznego oporu na poziomie 110 USD/b. Obraz trendów głównych par z PLN pozostał jednak bez zmian – EURPLN znajduje się w konsolidacji w przedziale 4,35-4,39, natomiast USDPLN po teście strefy wsparć 3,86-3,88 próbuje kontynuować trend wzrostowy.
- We wtorek uwagę inwestorów przyciągnie pakiet wrześniowych danych z polskiej gospodarki, który pozwoli ocenić jej odporność na wysokie ceny energii i niepewność co do ich dalszego kształtowania się. Z kolei indeks ZEW pokaże, jak wysokie koszty energii oraz nasilające się obawy o rozprzestrzenienie problemów fiskalnych w strefie euro wpływają na nastroje niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych. Oczekiwane pogorszenie tego wskaźnika może utrzymać presję na euro. Przy założeniu braku istotnych zmian cen ropy naftowej spodziewamy się stabilizacji EURPLN w środkowej części przedziału 4,35-4,39 oraz wahań USDPLN w zakresie 3,88-3,91. W naszej opinii dla obydwu par bilans ryzyka jest jednak przesunięty w stronę wyższych poziomów.
- Na krajowym rynku stopy procentowej podczas poniedziałkowej sesji doszło do wzrostu krzywej dochodowości obligacji skarbowych w ślad za trendami globalnymi. Negatywny wpływ na wyceny papierów miała m.in. dalsza eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, która podtrzymuje wysokie notowania surowców energetycznych i pobudza globalne oczekiwania inflacyjne.
- Warto zwrócić uwagę, że mocniejsza przecena odnotowana została w przypadku francuskiego rynku długu. Inwestorzy wyraźnie niepokoją się odsuwającymi się w czasie perspektywami konsolidacji fiskalnej tego kraju w obliczu zbliżających się wyborów prezydenckich w kwietniu 2027. Spotkania ministra finansów Francji z inwestorami instytucjonalnymi, a także wypowiedzi głównych kandydatów, którzy deklarowali dyscyplinę fiskalną w kolejnych latach, uspokoiły sytuację jedynie krótkoterminowo. Na pierwszy plan wychodzą natomiast protesty przetaczające się przez francuskie, hiszpańskie i włoskie ulice. Ich skala spowodowała, że władze mniejszych i większych miast (m.in. Paryża, Lille czy Nicei) dyskutują o wprowadzeniu lub wręcz wprowadziły godzinę policyjną, a premier Sébastien Lecornu rozważa nawet ogłoszenie stanu wyjątkowego w celu opanowania sytuacji. Uczestnicy demonstracji zapowiadają ich kontynuację, co w krótkim terminie będzie generować presję na wzrost rentowności w Europie. Inwestorzy obawiają się również silnego poparcia, jakie w sondażach opinii publicznej uzyskuje Jean-Luc Mélenchon. Biorąc pod uwagę niestabilną sytuację rynkową oraz niesprzyjające otoczenie makroekonomiczne, bilans ryzyka krótkoterminowo przechyla się w stronę nieco wyższych rentowności polskich obligacji.

Waluty



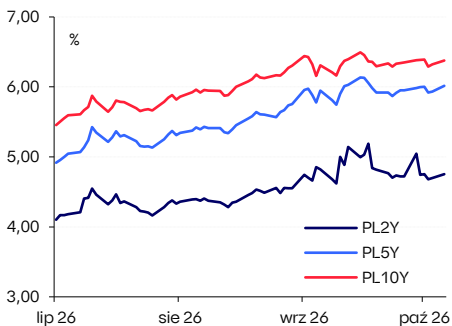
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



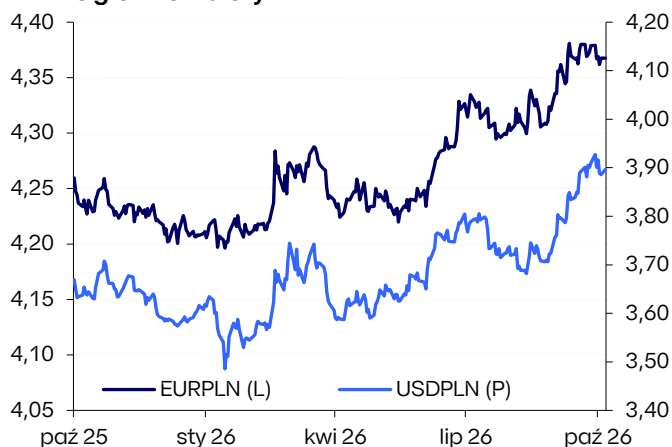
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

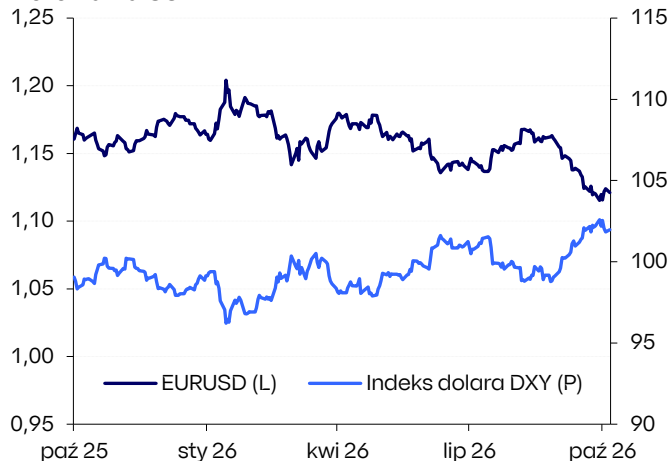
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

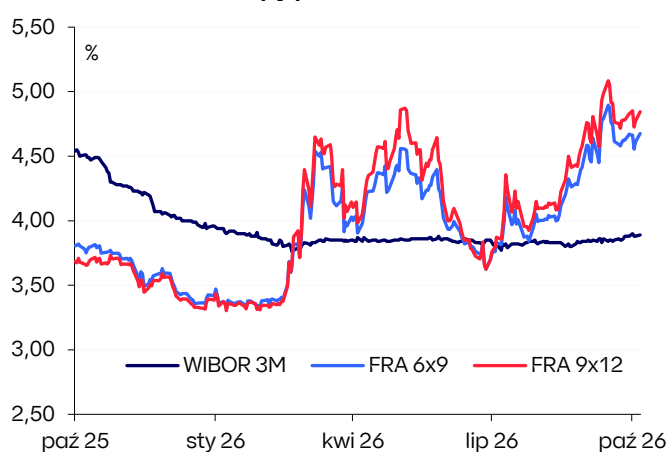
PLN vs główne waluty



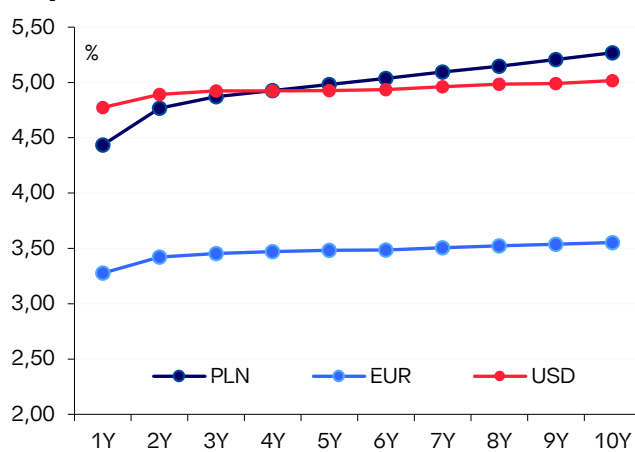
Notowania USD



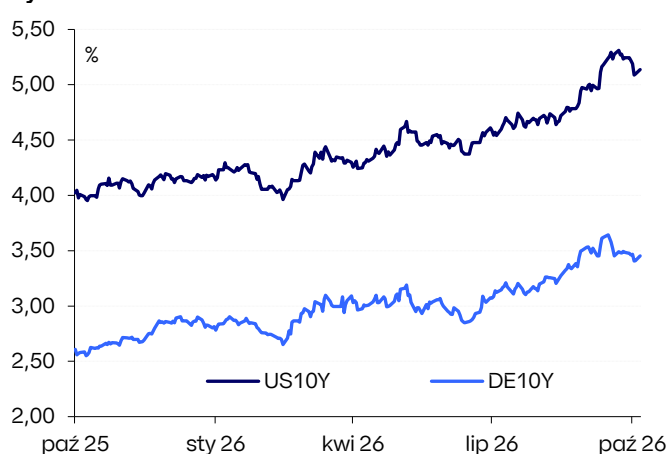
Krótkoterminowe stopy procentowe



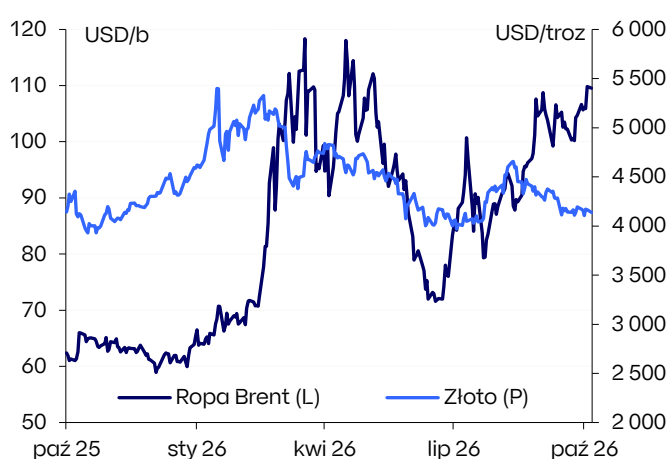
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 16 października						
EUR: Bilans handlowy (sie.)	11:00	mld EUR	5	--	--	6,8
EUR: Inflacja HICP (wrz., rew.)	11:00	% r/r	3,2	3,8	--	3,8
EUR: Inflacja bazowa (wrz., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,5
USA: Produkcja przemysłowa (wrz.)	15:15	% m/m	0,1	0,4	--	0,7
Poniedziałek, 19 października						
CHN: Wzrost PKB (3q)	4:00	% r/r	4,3	4,4	--	4,5
Wtorek, 20 października						
GER: Inflacja PPI (wrz.)	8:00	% r/r	4,6	5,6	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	9:30	% r/r	5,6	6,0	6,2	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (wrz.)	9:30	% r/r	4,3	3,1	3,3	--
POL: Inflacja PPI (wrz.)	9:30	% r/r	4,2	5,7	5,5	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (wrz.)	9:30	% r/r	6,7	3,4	1,3	--
GER: Indeks instytutu ZEW (paż.)	11:00	pkt.	34,7	30,0	--	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,50	5,50	5,50	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (wrz.)	14:30	mln	1,275	1,305	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (wrz., wst.)	14:30	mln	1,403	1,385	--	--
Środa, 21 października						
POL: Koniunktura konsumencka (paż.)	9:30	pkt.	-10,8	-11,0	-10,5	--
EUR: Dług sektora GG (2q)	11:00	% PKB	87,8	--	--	--
Czwartek, 22 października						
HUN: Stopa bezrobocia (wrz.)	8:30	%	4,7	4,7	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	9:30	% r/r	3,8	3,6	4,3	--
POL: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	14:00	% r/r	11,3	11,5	11,7	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	199	200	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paż., wst.)	16:00	pkt.	-16,5	-16,8	--	--
ROM: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	--	% r/r	8,3	--	--	--
Piątek, 23 października						
POL: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:30	%	5,8	5,8	5,8	--
GER: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	9:30	pkt.	53,9	53,5	--	--
GER: PMI w usługach (paż., wst.)	9:30	pkt.	52,9	53,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	10:00	pkt.	52,9	52,5	--	--
EUR: PMI w usługach (paż., wst.)	10:00	pkt.	53,0	52,5	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	15:45	pkt.	55,9	55,5	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paż., rew.)	16:00	pkt.	48,1	46,3	--	--

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 (Menedżerka Zespołu)	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](#)



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 Materialach. 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.