

Konsolidacja fiskalna w Polsce

- W środę złoty umocnił się wobec euro i dolara, a kursy EURPLN i USDPLN spadły odpowiednio w pobliżu 4,3550 oraz 3,8750. Krajowej walucie sprzyjały poprawa globalnych nastrojów inwestycyjnych, stabilny dolar oraz wyhamowanie wzrostu cen ropy Brent, które ograniczyło bieżącą presję na PLN. Pozytywny sentyment wobec krajowych aktywów potwierdzał również **WIG**, który **ustanowił nowe historyczne maksima powyżej 160 tys. pkt.** Na krajowym rynku FI rentowności SPW wzrosły o 2–8pb pod wpływem ponownej przeceny francuskiego długu, gdzie dochodowość 10-letnich OAT sięgnęła 5%, a spread względem Bundów rozszerzył się do 160 pb. W czwartek uwagę krajowych inwestorów przyciągnęły dane o wrześniowej sprzedaży detalicznej oraz aukcja MF z ofertą 8–14 mld PLN. **Oczekiwany przez nas wzrost sprzedaży powyżej konsensusu, mógłby lekko wesprzeć złotego, natomiast solidny popyt na aukcji sprzyjałby krajowym obligacjom.** Przestrzeń do dalszej aprecjacji PLN i spadku rentowności SPW ograniczają jednak utrzymujące się wysokie ceny ropy oraz obawy fiskalne dotyczące Francji, dodatkowo wzmacniane niepewnością przed piątkowym przeglądem jej ratingu przez Moody's. Dlatego **nie oczekujemy trwałego zejścia EURPLN poniżej 4,35 oraz USDPLN poniżej 3,86 do końca tygodnia.** Na rynku FI bilans ryzyka pozostaje przesunięty w stronę wyższych rentowności, choć udana aukcja MF mogłaby przejściowo poprawić nastroje
- Dziś w Polsce istotne będą dane o sprzedaży detalicznej, która wg nas we wrześniu wzrosła o 4,3% r/r**, silniej niż w sierpniu (3,8% r/r) i mocniej niż zakłada konsensus (3,6%r/r). Solidnie wzrosty obserwujemy także po stronie **podatku M3** (PKOe: 11,7% r/r, kons.: 11,5% r/r vs 11,3% r/r w sierpniu).
- W strefie euro** interesujące będą wstępne wskaźniki koniunktury konsumenckiej za październik (kons.: -16,8pkt. vs -16,5 pkt. we wrześniu).
- W USA** cotygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych zapewne pokażą stabilizację liczby nowych wniosków na poziomie ok. 200 tys.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

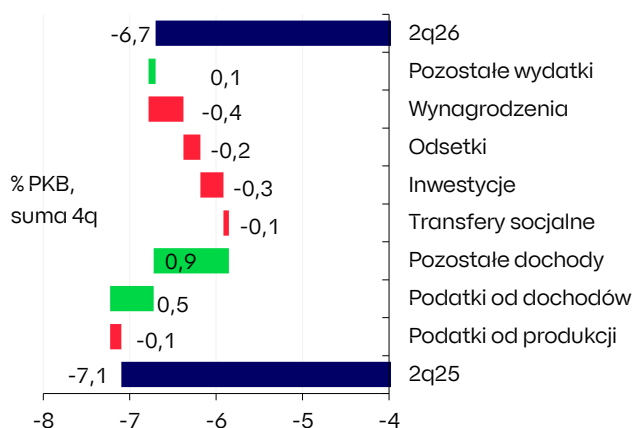
	Wartość 2026-10-21	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	160 446	1,4
STOXX Europe 600	644	0,9
S&P500	7 757	0,6
Waluty:		
EURPLN	4,35	-0,2
USDPLN	3,88	-0,2
CHFPLN	4,70	-0,3
EURUSD	1,12	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,80	2
PL5Y	6,11	8
PL10Y	6,48	7
DE10Y	3,42	2
US10Y	5,15	3
Surowce:		
Ropa Brent	109	0,0
Złoto	4140	0,4

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- EUR:** Według zrewidowanych danych rocznych deficyt fiskalny strefy euro w 2025 stanowił 3,0% PKB, a dług publiczny 87,7% PKB wobec 86,6% PKB w 2024. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2q26 wzrósł do 3,3% PKB z 3,2% PKB w 1q26 (sa). Jednocześnie dług publiczny

Rosnące dochody gospodarstw domowych i firm oraz środki z UE są głównym źródłem poprawy salda fiskalnego w Polsce



Źródło: Eurostat, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Utrzymujący się popyt na polskie akcje wyniósł WIG na nowe historyczne szczyty, sprzyjając umocnieniu złotego



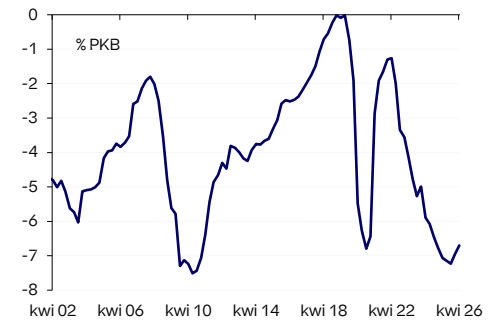
zwiększył się do 88,8% PKB z 88,4% PKB kwartał wcześniej, a w ujęciu r/r wzrósł o 1,5pp. Na koniec 2q26 najbardziej zadłużone były Grecja (140,8% PKB), Włochy (139,9% PKB) i Francja (119,1% PKB). Zagrożeniem dla perspektyw fiskalnych strefy euro są rosnące wydatki na obronność, koszty obsługi długu oraz słabe tempo wzrostu gospodarczego. Istotnym źródłem ryzyka pozostaje sytuacja we Francji, gdzie wysokie zadłużenie i niepewność polityczna utrudniają konsolidację fiskalną, zwiększając presję na rentowności obligacji.

- **EUR: M.Kazāks (EBC, Bank Łotwy) ocenił, że dalsze podwyżki stóp procentowych mogą być konieczne, jeśli inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu.** Zastrzegł jednak, że EBC powinien zachować ostrożność, ponieważ niedawny wzrost rentowności obligacji już prowadzi do zacieśnienia warunków finansowych, co może osłabić wzrost gospodarczy i ograniczyć presję inflacyjną. Bankier zwrócił również uwagę, że kondycja gospodarki i rynku pracy nie jest na tyle silna, aby sprzyjać ponownemu znaczącemu przyspieszeniu wzrostu plac.

WYDARZENIA KRAJOWE:

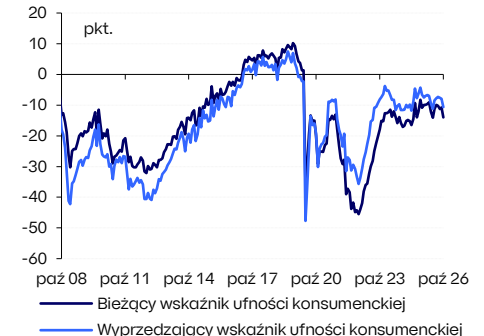
- **POL: Deficyt sektora GG (definicja UE) w 2q26 spadł do 6,7% PKB z 7,0% PKB w 1q26 (w ujęciu płynnego roku) oraz wobec 7,2% PKB w 2025 (rewizja z 7,3% PKB w wyniku rewizji w górę PKB).** Po odsezonowaniu deficyt w 2q26 wyniósł 5,9% PKB wobec 5,2% PKB w 1q26. **Za poprawę salda odpowiadają dochody, które wzrosły o 9% r/r, a w relacji do PKB do 44,2% z 43,9% w 1q26.** Sprzyja temu dobra koniunktura gospodarcza – łączne wpływy z PIT i CIT wzrosły aż o 16% r/r. Dochody z VAT zwiększyły się o 2,6% r/r (mimo programu CPN). Stronę dochodową wspierają również środki z UE, które jednocześnie napędzają inwestycje publiczne. Te wzrosły o 15% r/r, głównie dzięki wykorzystaniu funduszy z KPO, choć ich dynamikę ograniczały mniejsze dostawy sprzętu obronnego (najpewniej z USA). **Wydatki ogółem zwiększyły się o 6,3% r/r, a ich relacja do PKB pozostała stabilna, na poziomie 50,9%.** Na stabilnym poziomie utrzymały się wydatki socjalne (17,4% PKB) i na płatności odsetkowe (2,6% PKB). **W 2h26 deficyt prawdopodobnie ponownie się pogłębi, ale rosną szanse, że cały 2026 zamknie się deficytem poniżej 7% PKB.** W opublikowanej dziś [notyfikacji fiskalnej](#) MF utrzymało prognozę deficytu na ten rok na poziomie 7,1% PKB (z ustawy budżetowej), co powstrzymuje nas przed nadmiernie optymistyczną oceną poprawy sytuacji fiskalnej w bieżącym roku. Wynik za 2q26 ogranicza jednak obawy, w tym m.in. agencji ratingowych (najbliższy przegląd ratingu to S&P 6 listopada), dotyczące dalszego pogłębiania się deficytu.
- **POL: Nastroje konsumenckie w październiku pogorszyły się.** Źródłem pesymizmu była głównie sytuacja gospodarcza kraju, ale pozytywnym sygnałem widocznym w badaniu był spadek oczekiwań inflacyjnych w reakcji na wznowienie programu CPN. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się do -14,0 pkt. (o 3,2 pkt. względem września). Najgłębsze spadki odnotowano dla ocen sytuacji ekonomicznej kraju, w mniejszym stopniu obniżyły się oceny obecnej możliwości dokonywania zakupów oraz bieżącej i przyszłej oceny sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Z kolei wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej pogorszył się o 2,7 pkt. w stosunku do poprzedniego miesiąca i ukształtował się na poziomie -10,6 pkt. **Oczekiwanie inflacyjne w horyzoncie 12-mies. obniżyły się nieznacznie – wskaźnik spadł o 0,9 pkt.** W październiku zmniejszył się odsetek konsumentów oczekujących utrzymania wzrostu cen co najmniej na obecnym poziomie i jednocześnie wzrósł odsetek oczekujących niższej inflacji.
- **POL: Wpływy budżetowe z podatku od nadmiarowych zysków koncernów paliwowych wyniosą ok. 5,2 mld PLN,** wynika z odpowiedzi Ministerstwa Finansów. Wcześniej, w OSR, podawano kwotę ok. 4 mld PLN. Wzrost wynika z wydłużenia okresu opodatkowania od marca do grudnia 2026 na cały 2026.

Saldo sektora GG w Polsce



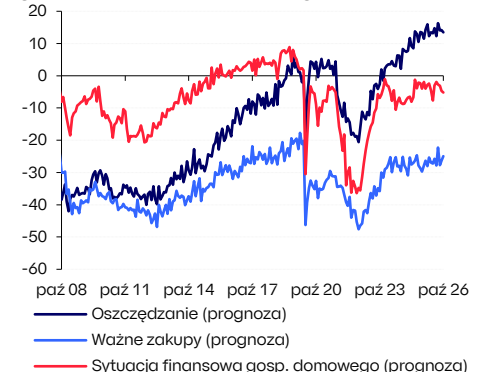
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wskaźniki ufności konsumenckiej



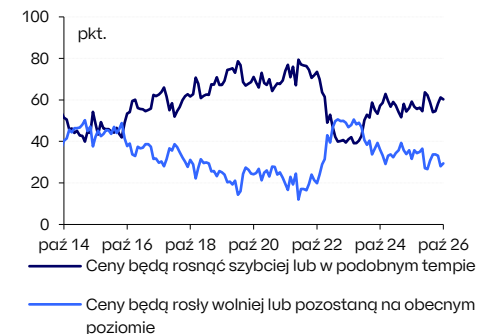
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wskaźniki zakupów i sytuacji gospodarstwa domowego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Struktura oczekiwań inflacyjnych

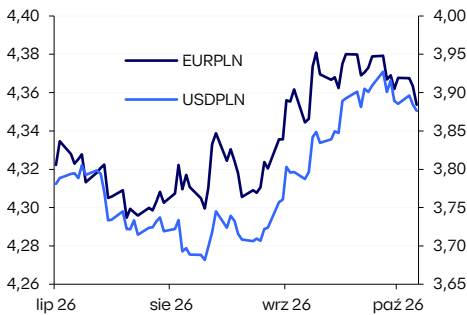


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty umocnił się wobec euro i dolara**, a kursy EURPLN i USDPLN spadły odpowiednio w pobliżu 4,3550 oraz 3,8750. Na bazowych rynkach FX dolar pozostawał relatywnie stabilny, a EURUSD utrzymał się w pobliżu 1,1230.
- Wobec braku istotnych publikacji makroekonomicznych notowania złotego kształtowały głównie tendencje na rynkach zagranicznych. W trakcie sesji widoczna była umiarkowana poprawa nastrojów inwestycyjnych, co znalazło odzwierciedlenie we wzrostach na większości europejskich giełd, w tym na warszawskiej GPW, gdzie **WIG ustanowił nowe historyczne maksima. Złotemu sprzyjał również brak wyraźniejszego umocnienia dolara oraz wyhamowanie wzrostów cen ropy Brent**. Na rynku euro utrzymywała się natomiast ostrożność związana z sytuacją fiskalną Francji, której 10-letnie obligacje znalazły się pod ponowną presją, a ich rentowności wzrosły w okolice 24-letnich maksimów.
- W czwartek głównym wydarzeniem na krajowym rynku będzie publikacja wrześniowej sprzedaży detalicznej. **Oczekujemy jej wzrostu o 4,3% r/r w cenach stałych, wyraźnie powyżej konsensusu, co wspierałoby ocenę kondycji krajowej konsumpcji i mogłoby sprzyjać złotemu**. Z kolei popołudniowe dane z USA, przy odczytach zbliżonych do oczekiwań, nie powinny istotnie zmienić bieżących tendencji na rynku dolara. **Przestrzeń do dalszej aprecjacji PLN ograniczają jednak wysokie ceny ropy, podwyższona premia za ryzyko fiskalne Francji oraz niepewność przed piątkowym przeglądem jej ratingu przez Moody's**. Dlatego mimo możliwych prób dalszego umocnienia złotego za mało prawdopodobne uznajemy trwale zejście EURPLN poniżej 4,35 oraz USDPLN poniżej 3,86 do końca tygodnia.
- Na krajowym rynku stopy procentowej środowa sesja przyniosła wzrost krzywej dochodowości obligacji skarbowych. **Negatywny wpływ na wyceny papierów miała presja na wzrost rentowności obligacji francuskich, która pośrednio ciążyła europejskiemu rynkowi długu. W sektorze 10-letnim OAT osiągnęły 5%, z kolei spread w relacji do Bundów 160pb, czyli wzrósł do poziomu nienotowanego od 2011**. Póki co brakuje informacji, które miałyby zatrzymać tendencję wzrostową, tym bardziej w środowisku utrzymujących się wysokich cen surowców energetycznych. Biorąc pod uwagę negatywne otoczenie rynkowe, krótkoterminowo utrzymuje się większe prawdopodobieństwo wzrostu krzywych dochodowości.
- Najciekawszym wydarzeniem w kraju w czwartek będzie **regularna aukcja obligacji skarbowych organizowana przez Ministerstwo Finansów. Oferta wyniesie między 8 a 14 mld PLN. Spodziewać się można znacznego zainteresowania ze strony inwestorów, podobnie jak na ostatnich przetargach**. Podczas dwóch ostatnich aukcji popyt przekraczał 20 mld PLN i przy jego prawdopodobnym utrzymaniu resort finansów nie powinien mieć trudności z plasowaniem emisji o maksymalnej wartości. **Potencjalna informacja o solidnym popycie powinna wesprzeć krajowy rynek długu**. Publikacja mocnych wrześniowych danych o sprzedaży detalicznej (konsensus zakłada wzrost w ujęciu realnym o 3,6% r/r wobec 3,8%) może wspierać utrzymywanie się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce w kolejnych miesiącach. Kalendarz publikacji danych na świecie nie zawiera informacji, które potencjalnie mogłyby zmienić nastroje rynkowe. **Publikacja lepszych od oczekiwań wyników finansowych przez największe spółki w USA (Meta, Tesla) może z kolei ograniczać przepływ kapitału w kierunku bezpiecznych przystani, co byłoby argumentem za nieco wyższymi rentownościami obligacji na rynkach bazowych**.

Waluty



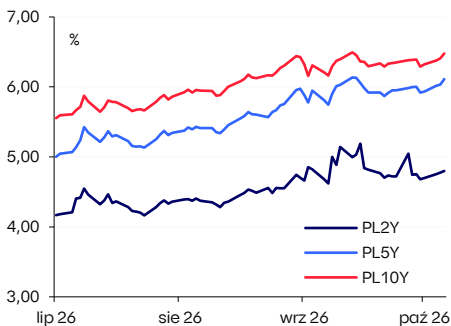
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



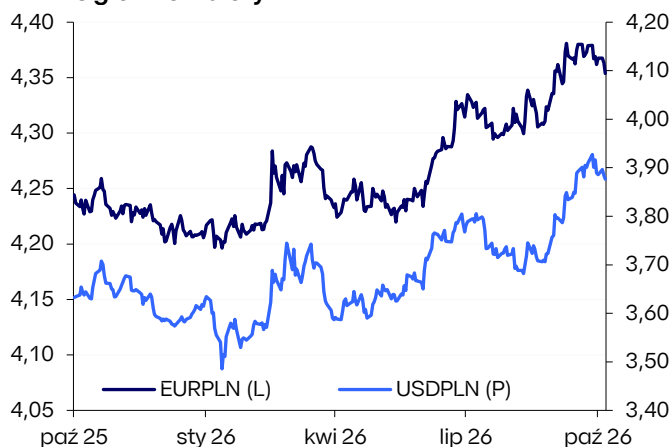
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

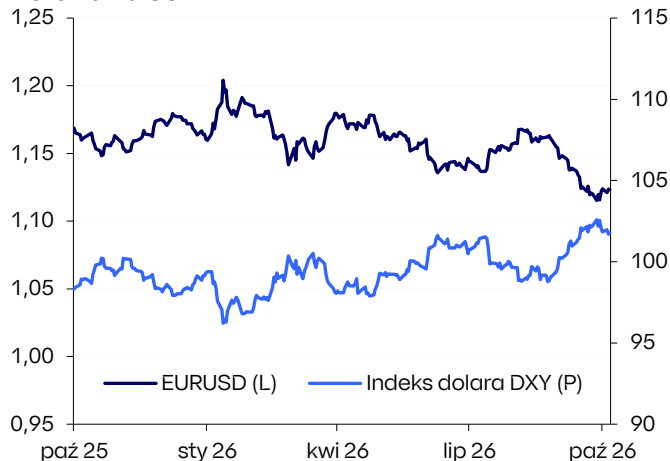
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

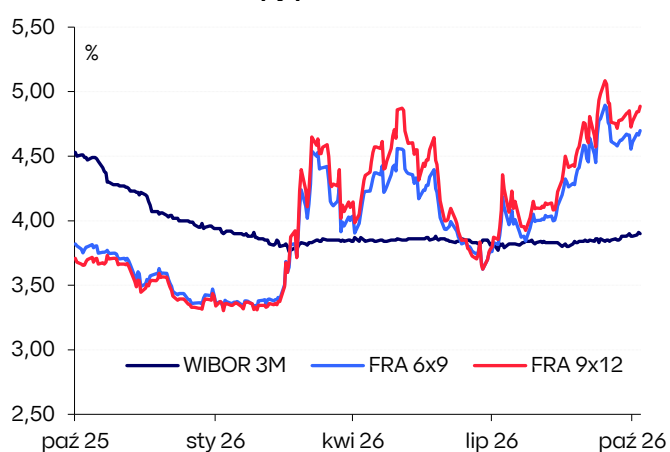
PLN vs główne waluty



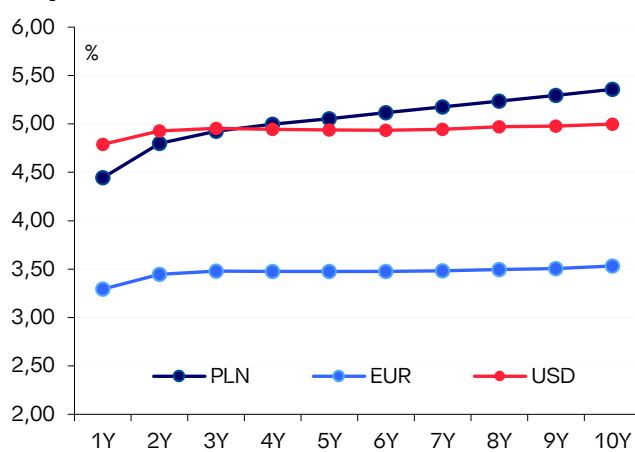
Notowania USD



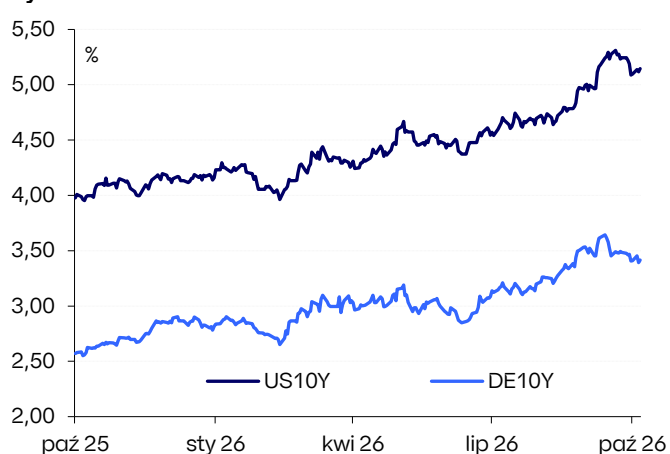
Krótkoterminowe stopy procentowe



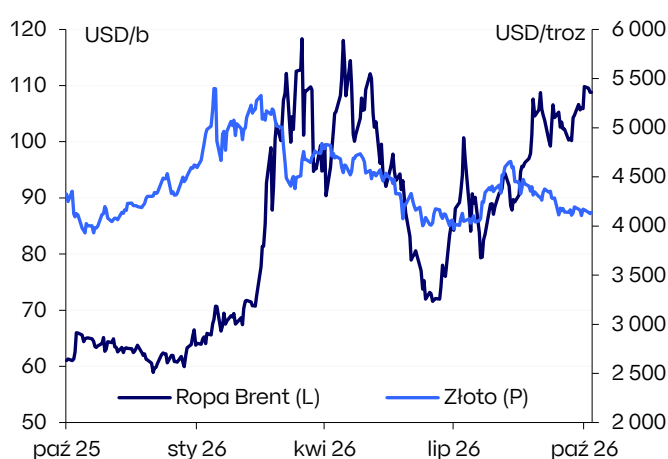
Krzywe IRS



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	--	6,7
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	9:30	% r/r	5,6	6,0	6,2	5,9
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (wrz.)	9:30	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
POL: Produkcja przemysłowa (wrz.)	9:30	% r/r	4,3	3,1	3,3	4,6
POL: Inflacja PPI (wrz.)	9:30	% r/r	4,8	5,7	5,5	6,1
POL: Produkcja budowlano-montażowa (wrz.)	9:30	% r/r	6,7	3,4	1,3	-9,0
GER: Indeks instytutu ZEW (paż.)	11:00	pkt.	34,7	30,0	--	28,1
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,50	5,50	5,50	5,50
USA: Rozpoczęte budowy domów (wrz.)	14:30	mln	1,288	1,305	--	1,221
USA: Pozwolenia na budowę (wrz., wst.)	14:30	mln	1,403	1,385	--	1,400
Środa, 21 października						
POL: Koniunktura konsumencka (paż.)	9:30	pkt.	-10,8	-11,0	-10,5	-14,0
EUR: Dług sektora GG (2q)	11:00	% PKB	88,4	--	--	88,8
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.