

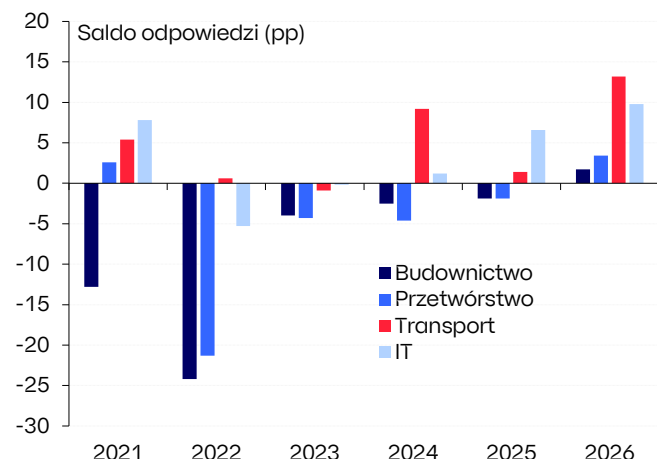
Inwestycje nie kończą się na 2026

- Globalna poprawa apetytu na ryzyko i lekko zniżkujące ceny ropy naftowej przyczyniły się w poniedziałek do wyraźnych wzrostów na rynkach akcji. Złoty nie wykorzystał jednak sprzyjającego ryzykownym aktywom otoczenia i ostatecznie nieco osłabił się względem koszyka głównych walut. Na rynkach FI uwagę zwracał wyraźny spadek rentowności obligacji Francji, związany z utrzymaniem jej ratingu przez Moody's. Słabiej zachowywały się natomiast obligacje Niemiec i USA, których na początku tygodnia nie wspierał już napływ kapitału do bezpiecznych przystani. **We wtorek**, przy pustym krajowym kalendarzu makroekonomicznym i mniej istotnych danych z rynków bazowych, **uwaga inwestorów będzie skupiona na cenach surowców energetycznych oraz zbliżających się posiedzeniach głównych banków centralnych. Po poniedziałkowej sesji nasze oczekiwania wobec EURPLN i USDPLN na najbliższe dni pozostają bez zmian. Widzimy ryzyko dalszego wzrostu USDPLN w kierunku 3,96, a jednocześnie zakładamy ograniczoną przestrzeń do dalszej wyżki EURPLN. Na krajowy rynek FI pewien wpływ może mieć perspektywa środowej aukcji regularnej, jednak ostatecznie oczekujemy stabilizacji rentowności 2-letnich polskich obligacji w pobliżu 4,80%, a 10-letnich w okolicach 6,40%.**
- Dziś poznamy szereg drugorzędnych danych z USA.** Obok doniesień z rynku nieruchomości będzie to **indeks zaufania konsumentów Conference Board**, który prawdopodobnie spadł m/m, wskazując na podobne trendy co indeks Uniwersytetu Michigan. **Zamówienia na dobra trwałe** według prognoz we wrześniu silnie odbiły po spadku w sierpniu.
- W strefie euro opublikowana zostanie podaż pieniądza M3 za wrzesień**, która wg konsensusu wzrosła o 3,6% r/r wobec 3,5% r/r w sierpniu. Ważny dla oceny perspektyw gospodarczych będzie wynik dynamiki kredytów inwestycyjnych.
- W kraju NBP opublikuje **Szybki Monitoring**, prezentujący aktualną sytuację sektora przedsiębiorstw.

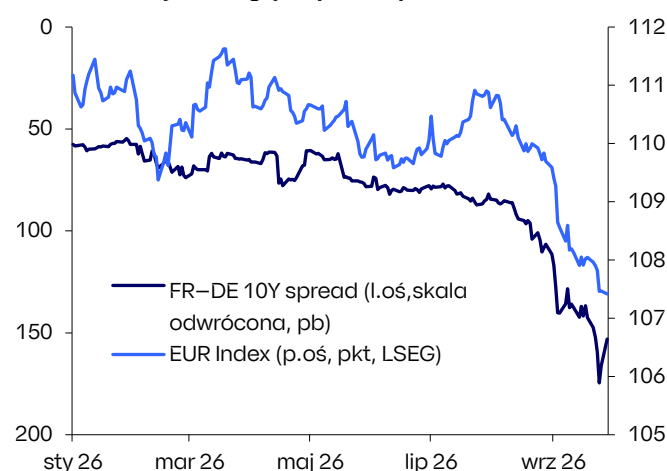
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- GER: Indeks klimatu biznesowego Ifo po raz kolejny pozytywnie zaskoczył.** W październiku wzrósł do 90,2 pkt, wobec oczekiwań na poziomie 89,9 pkt i 89,9 pkt we wrześniu. Poprawa indeksu wynikała z bardziej optymistycznych oczekiwań przedsiębiorstw, podczas gdy ocena bieżącej sytuacji pogorszyła

Wiele firm planuje zwiększyć niż ograniczyć nakłady inwestycyjne w 2027



Lepsze względem konsensusu dane makro i uspokojenie obaw fiskalnych mogą wspierać przecenione euro



	Wartość 2026-10-26	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	158 712	0,9
STOXX Europe 600	641	0,8
S&P500	7 677	0,7
Waluty:		
EURPLN	4,40	0,0
USDPLN	3,94	0,3
CHFPLN	4,75	0,1
EURUSD	1,12	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,81	6
PL5Y	5,96	-7
PL10Y	6,42	-1
DE10Y	3,36	1
US10Y	4,99	0
Surowce:		
Ropa Brent	116	-0,8
Złoto	4016	0,5

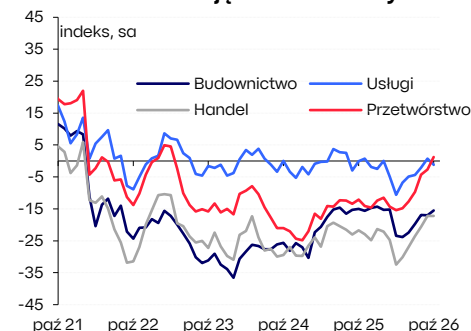
się. Indeks oczekiwań wzrósł do 91,6 pkt z 90,4 pkt we wrześniu, przewyższając prognozy na poziomie 90,0 pkt. Z kolei wskaźnik oceny bieżącej sytuacji obniżył się do 88,8 pkt z 89,5 pkt, wobec oczekiwanych 89,9 pkt. **W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury była widoczna przede wszystkim w przemyśle przetwórczym (+3,9 pkt m/m), gdzie wyraźnie poprawiły się zarówno oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwania.** Poprawę odnotowano również w budownictwie (+1,5 pkt m/m), natomiast pogorszenie nastąpiło w sektorze usług (-1,9 pkt m/m), choć pozytywnie wyróżniały się firmy świadczące usługi IT. W handlu oceny koniunktury nie zmieniły się. Nieprzerwany wzrost indeksu Ifo od kwietnia wskazuje na stopniową poprawę perspektyw niemieckiej gospodarki, choć pogorszenie oceny bieżącej sytuacji sugeruje, że ożywienie pozostaje nierównomierne.

- **EUR:** Państwa UE sąsiadujące z Rosją utrzymują najwyższe wydatki na obronność w relacji do PKB w całej Unii. Według danych Eurostatu, w 2025 wydatki Estonii wyniosły 4,2% PKB, Polski 3,4% PKB, Łotwy 3,3% PKB, a Litwy 2,7% PKB. Te kraje przodują również w inwestycjach związanych z obronnością – Polska i Estonia ex aequo przeznaczają na ten cel 1,6% PKB, co obejmuje m.in. zakupy uzbrojenia i infrastruktury wojskowej. Dla Polski oznacza to wzrost inwestycji obronnych o 1,3% PKB w porównaniu z 2021. Dane potwierdzają kluczowy udział Polski i całej wschodniej flanki UE we wzmacnianiu bezpieczeństwa Unii.

WYDARZENIA KRAJOWE:

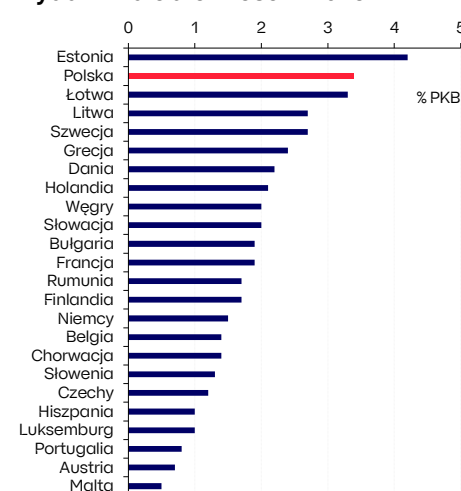
- **POL:** Koniunktura gospodarcza w październiku poprawiła się względem września, co opisaliśmy w [Dzienniku](#) na podstawie wstępnej publikacji GUS. Szczegółowe dane wskazują, że poprawa koncentruje się głównie w branżach, które dotychczas zmagaly się z problemami. **W ostatnich miesiącach utrzymuje się ożywienie w przetwórstwie żywności** (m.in. za sprawą otwierania nowych rynków zbytu, np. dzięki trwającym rozmowom z importerami żywności z Azji), **rafinacji ropy** (odbudowa po szoku naftowym) **oraz motoryzacji.** W najnowszej edycji badania GUS przedstawił również wyniki dotyczące inwestycji przedsiębiorstw – ich realizacji w 2026 oraz planów na 2027. Realizację inwestycji w 2026 deklarowało 54,7% firm z przetwórstwa przemysłowego, 52,7% przedsiębiorstw transportowych i magazynowych oraz 38,7% firm budowlanych. Odsetki te były wyższe niż w prognozach z 2025, co sugeruje, że w trakcie 2026 przedsiębiorstwa częściej uruchamiały wcześniej niepewne lub odłożone projekty. Perspektywy inwestycyjne na przyszły rok są optymistyczne. **We wszystkich głównych branżach (przemysł, budownictwo, usługi) odsetek firm planujących wzrost inwestycji jest wyższy niż w 2025.** Szczególnie wyraźna poprawa planów widoczna jest w transporcie, a w budownictwie i przetwórstwie przedsiębiorstwa po raz pierwszy od lat zakładają wzrost nakładów. Główną barierą dla inwestycji pozostają wysokie ceny energii, a w budownictwie ponad połowa firm wskazuje również na wysokie koszty materiałów. Przedsiębiorstwa utrzymują aktywność inwestycyjną, jednak wysokie koszty realizacji projektów, finansowania i energii zwiększają ryzyko odkładania nowych przedsięwzięć w 2027.
- **POL:** Senacka Komisja Budżetu i Finansów Publicznych chce przywrócić podwyżkę CIT z 19% do 22% dla dużych firm oraz zrezygnować z corocznej waloryzacji progów PIT. Według Ministerstwa Finansów rezygnacja z podwyżki CIT oznaczałaby ubytek dochodów budżetowych o 6,2 mld PLN w 2027, dlatego Senat dąży do zachowania neutralności budżetowej reformy.
- **POL:** Podczas Polsko-Niemieckiego Forum Gospodarczego K.Reiche (minister gospodarki Niemiec) podkreśliła rosnące znaczenie wzajemnych inwestycji. Oba kraje zadeklarowały zacieśnienie współpracy gospodarczej i poprawę konkurencyjności europejskiego przemysłu poprzez deregulację, obniżenie kosztów energii oraz rozwój nowych technologii, m.in. w energetyce, sektorze kosmicznym i AI.

Indeks klimatu biznesowego Ifo w Niemczech w ujęciu sektorowym



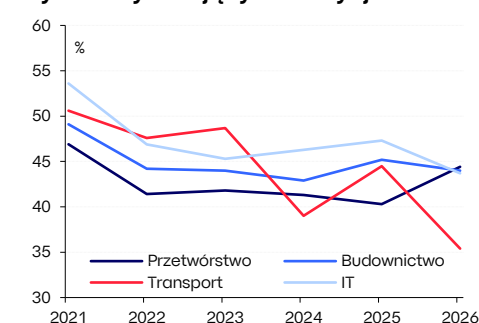
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wydatki na obronność w 2025



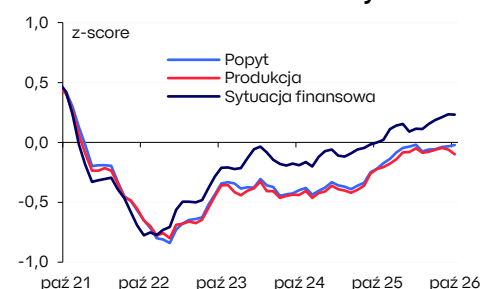
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Udział firm wskazujących popyt jako czynnik stymulujący inwestycje



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Składowe indeksy koniunktury *

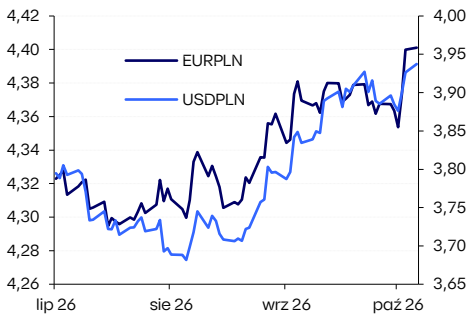


Źródło: GUS, PKO Bank Polski. * Indeksy po normalizacji wokół średniej długookresowej. Indeksy szacowane jako średnia ważona dla przetwórstwa, budownictwa i usług.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w poniedziałek w niewielkim stopniu osłabił się do euro i uległ wyraźniejszej deprecjacji do dolara. Kurs EURPLN podniósł się do 4,4050, a USDPLN zwiększył do okolic 3,94. Na rynkach bazowych EURUSD obsunął się do 1,1180.
- **Krajowa waluta na początku tygodnia nie wykorzystwała sprzyjającego ryzykownym aktywom otoczenia i pomimo wzrostów na rynkach akcji oraz zmniejszenia obaw fiskalnych związanych z Francją złoty względem koszyka głównych walut finalnie nieco osłabił się.** Na rynkach bazowych pomimo poprawy sentymentu względem europejskich aktywów, niższych przez większość europejskiej części sesji cen ropy naftowej i pozytywnego zaskoczenia ze strony odczytu Indeksu instytutu Ifo z Niemiec, kurs EURUSD finalnie nieco się obniżył. Było to wynikiem mocniejszej aprecjacji dolara, którego wspierał napływ kapitału na amerykański rynek akcji, głównie do przecenionych ostatnio akcji spółek związanych z AI. Przepływ ten wsparły medialne doniesienia o aktualności tegorocznego giełdowego debiutu spółki Anthropic, który według doniesień mediów ma się odbyć w drugiej połowie listopada br. Dodatkowo aprecjacja dolara mogły wspierać obawy inwestorów dotyczące wzrostu rynkowych wycen skali podwyżek stóp Fed, na które mogą wpływać oczekiwane przez ekonomistów mocne dane o inflacji PCE i wzroście PKB USA za 3q26, które poznamy w czwartek.
- We wtorek krajowe kalendarium makro jest puste, a na rynkach bazowych uwagę inwestorów może zwrócić indeks zaufania konsumentów Conference Board z USA, gdzie oczekiwany jest jego spadek do najniższego od 2014 poziomu. Taki odczyt może rodzić obawy inwestorów o hamowanie konsumpcji i pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego USA. **W naszej opinii złoty we wtorek pozostanie pod dominującym wpływem czynników globalnych, wśród których ceny ropy naftowej i apetyt na ryzyko pozostaną tymi głównymi. Po poniedziałkowych notowaniach nasze oczekiwania względem kursów EURPLN i USDPLN w horyzoncie najbliższych sesji nie zmieniły się. Widzimy ryzyko kontynuacji wzrostu USDPLN w kierunku 3,96, a jednocześnie zakładamy ograniczoną przestrzeń do kontynuacji wzrostów EURPLN.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej na początku tygodnia rentowności krajowych SPW zmieniły się w zakresie -7/+6pb. **W Europie uwagę zwracało wyraźne umocnienie francuskich papierów, wspierane utrzymaniem ratingu kredytowego Francji przez agencję Moody's. Sytuacja fundamentalna kraju oraz szersze otoczenie rynkowe nie uległy jednak istotnej zmianie. Krótkoterminowo lekko negatywnie na krajowy rynek długu może oddziaływać perspektywa zbliżającej się środowej aukcji regularnej.** Ministerstwo Finansów poinformowało w poniedziałek, że zaoferuje obligacje o wartości 8-12 mld PLN. Podniesienie dolnej granicy przedziału o 1 mld PLN może wskazywać, że resort oczekuje utrzymania solidnego popytu obserwowanego podczas ostatnich przetargów.
- Nie zakładamy, aby zaplanowane na wtorek publikacje makroekonomiczne istotnie zmieniły nastroje rynkowe. Dane o podaży pieniądza M3 w strefie euro, a także indeks zaufania konsumentów i dane z rynku nieruchomości w USA powinny mieć neutralny wpływ na notowania. **Uwaga inwestorów będzie zatem koncentrować się na nadchodzących posiedzeniach głównych banków centralnych, które pozwolą lepiej ocenić perspektywy dalszego wzrostu kosztu pieniądza w największych gospodarkach świata do końca 2026.** Do decyzji Fed, którą poznamy w środę wieczorem, oczekujemy finalnie ograniczonych zmian rentowności, choć w tym okresie może utrzymywać się podwyższona zmienność. **Głównymi czynnikami ryzyka pozostaną sytuacja geopolityczna oraz presja na wzrost cen surowców energetycznych, która nie znikła podczas poniedziałkowej sesji. We wtorek oczekujemy stabilizacji rentowności 2-letnich polskich obligacji w pobliżu 4,80%, a 10-letnich w okolicach 6,40%.**

Waluty



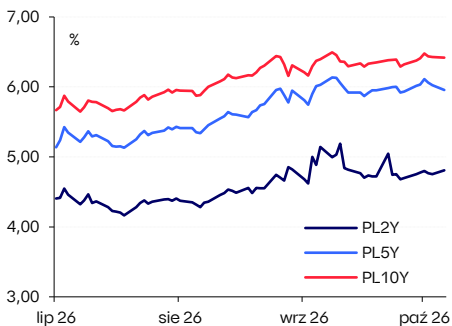
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



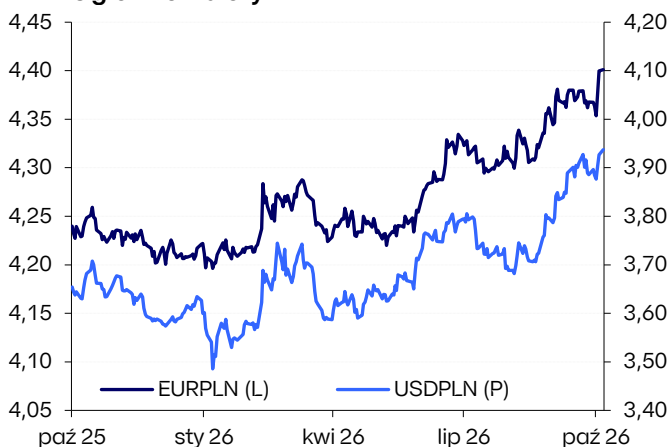
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

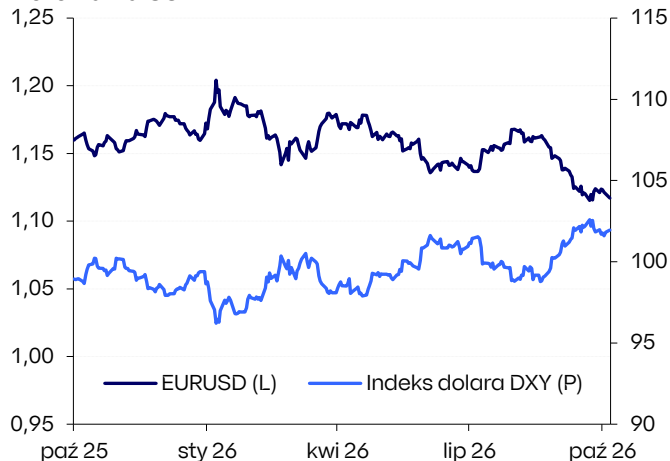
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

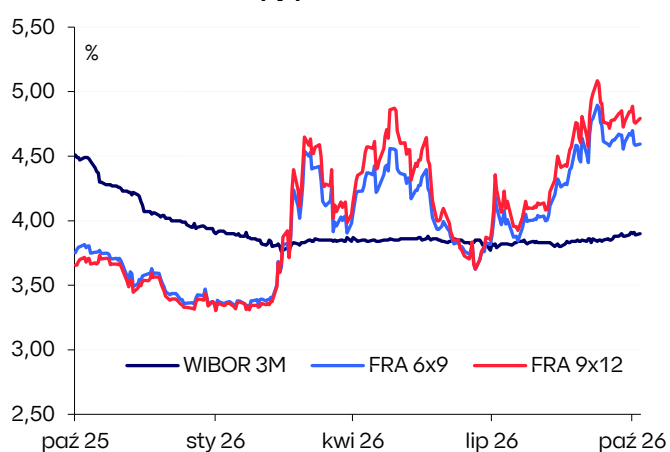
PLN vs główne waluty



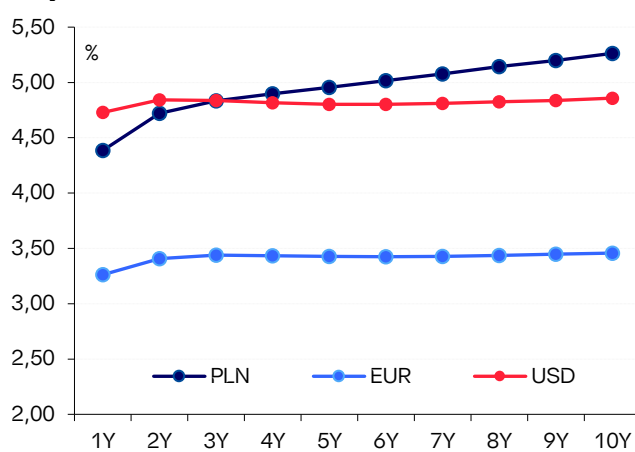
Notowania USD



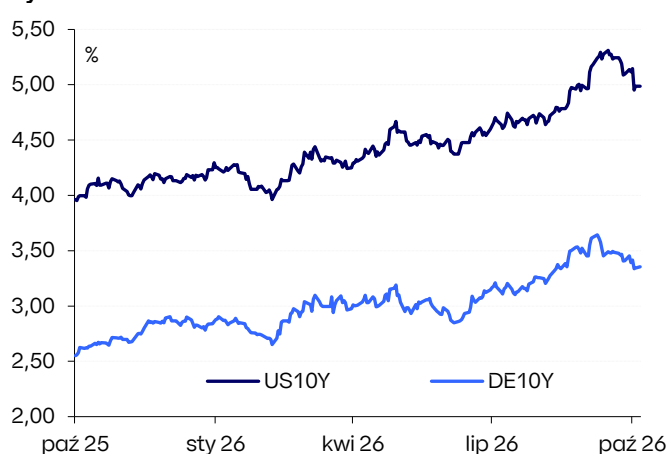
Krótkoterminowe stopy procentowe



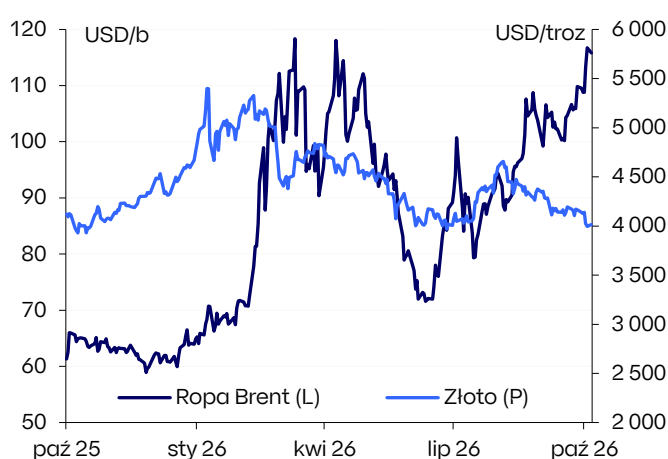
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 26 października						
GER: Indeks Ifo (paż.)	10:00	pkt.	89,9	89,9	--	90,2
Wtorek, 27 października						
EUR: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	3,5	3,6	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	13:30	% m/m	-0,1	1,9	--	--
USA: Ceny nieruchomości (sie.)	14:00	% r/r	2,47	2,65	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paż.)	15:00	pkt.	81,9	81,0	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (wrz.)	15:00	tys	684	650	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (wrz., rew.)	--	mln	1,4	1,4	--	--
Środa, 28 października						
USA: Bilans handlowy (wrz.)	13:30	mld USD	-132,6	-130,2	--	--
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	3,75-4,00	3,75-4,00	3,75-4,00	--
Czwartek, 29 października						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paż.)	11:00	pkt.	97,9	97,5	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paż., rew.)	11:00	pkt.	-16,5	-17,9	--	--
USA: Dochody Amerykanów (wrz.)	13:30	% m/m	0,2	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (wrz.)	13:30	% m/m	0,9	0,6	--	--
USA: Deflator PCE (wrz.)	13:30	% r/r	3,4	3,6	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (wrz.)	13:30	% r/r	3,0	3,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys	194	198	--	--
USA: Wzrost PKB (3q)	13:30	%q/q saar	2,2	3,2	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (3q)	13:30	%q/q saar	3,8	3,4	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,50	2,50	2,50	--
Piątek, 30 października						
HUN: Wzrost PKB (3q)	8:30	% r/r	1,7	1,8	--	--
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	1,8	1,6	--	--
POL: Inflacja CPI (paż., wst.)	9:30	% r/r	4,1	3,7	3,7	--
GER: Stopa bezrobocia (paż.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	5,5	--	--	--
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	1,0	1,1	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,2	1,0	--	--
GER: Inflacja CPI (paż., wst.)	14:00	% r/r	3,3	3,0	--	--
GER: Inflacja HICP (paż., wst.)	14:00	% r/r	3,3	3,1	--	--
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	1,25	1,25	1,50	--

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 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.