

Fed czeka na więcej informacji

- W środę złoty nieznacznie się osłabił wobec euro, ale umocnił wobec dolara: EURPLN wzrósł do 4,3990, USDPLN spadł do 3,9420, a EURUSD zwiększył do 1,1150. Naszym zdaniem dolarowi cięży mniej jastrzębi od oczekiwań przekaz konferencji K.Warsha, który nie zasygnalizował jednoznacznie podwyżki stóp Fed w grudniu. Presję nasiliły wyniki Alphabet i przecena spółek technologicznych. Jeśli spadki w sektorze AI się pogłębią, a sytuacja na Bliskim Wschodzie się nie poprawi, kursy EURPLN i USDPLN powinny pozostać na wysokich poziomach, choć USDPLN może zbliżyć się do 3,93–3,94. Silny popyt na aukcji MF i łagodniejsza retoryka Fed wsparły krajowe SPW, ale wpływ tych czynników równoważą drożące surowce energetyczne. Oczekujemy stabilizacji rentowności obligacji 5-letnich poniżej 6,00%, a 10-letnich w okolicach 6,40%. W czwartek EBC prawdopodobnie utrzyma stopy bez zmian. Istotny będzie przekaz dotyczący wsparcia rynku długu i perspektyw grudniowej podwyżki, której prawdopodobieństwo rynek wycenia na 80%. Bardziej stonowana retoryka mogłaby wesprzeć europejskie obligacje o krótkich terminach zapadalności.
- Dziś wydarzeniem dnia będzie posiedzenie Rady Prezesów EBC i konferencja Prezes Ch.Lagarde. Powszechnie oczekiwane jest utrzymanie stóp na dotychczasowym poziomie (stopa depozytowa 2,50%). Decydenci EBC coraz bardziej akcentują ostrożność w zacieśnianiu polityki pieniężnej i zwracają uwagę, że przed kolejnym ruchem należy ocenić wpływ dotychczasowych podwyżek na gospodarkę oraz skalę przenoszenia szoku energetycznego na inflację bazową i płace.
- W USA poznamy wstępne dane o PKB za 3q26, którego wzrost mógł przyspieszyć do 3,2% q/q saar wobec 2,2% q/q saar. Dynamika konsumpcji zgodnie z oczekiwaniami pozostanie solidna, co potwierdzą też dane o dochodach i wydatkach Amerykanów we wrześniu. Istotne również będą informacje o wrześniowej inflacji PCE, która w ujęciu bazowym mogła marginalnie wzrosnąć do 3,1% r/r z 3,0% r/r w sierpniu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

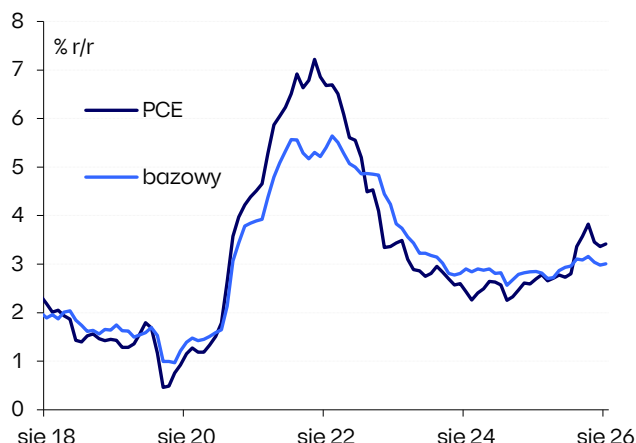
	Wartość 2026-10-28	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	160 349	0,1
STOXX Europe 600	644	0,1
S&P500	7 744	0,3
Waluty:		
EURPLN	4,40	0,1
USDPLN	3,94	-0,3
CHFPLN	4,76	0,0
EURUSD	1,12	0,3
Obligacje:		
PL2Y	5,00	5
PL5Y	6,06	5
PL10Y	6,48	5
DE10Y	3,38	3
US10Y	5,05	5
Surowce:		
Ropa Brent	115	1,3
Złoto	4067	0,2

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

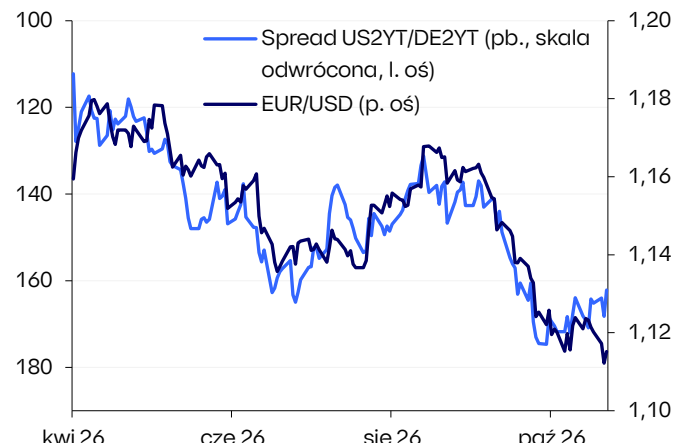
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- USA:** Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku pozostawił stopy na niezmiennym poziomie, a docelowy poziom stopy *fed funds* wynosi nadal 3,75-4,00%. Zgodna z oczekiwaniami decyzja została podjęta

Inflacja w USA od ponad 5 lat jest wyższa od 2-procentowego celu



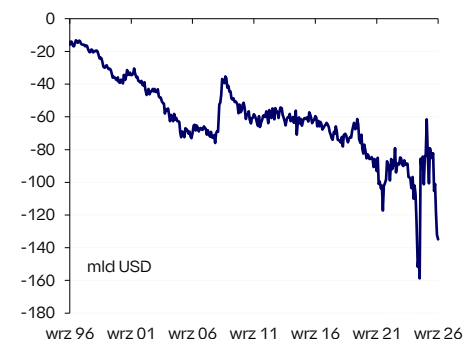
Zawężający się spread pomiędzy krótkoterminowymi obligacjami Niemiec i USA hamuje spadki kursu EURUSD



stosunkiem głosów 10 do 2 – L.Cook i B.Hammack opowiedziały się za podwyżką o 25pb. Komunikat po posiedzeniu ponownie zawierał ocenę, że inflacja pozostaje podwyższona. Jednocześnie oceniono jednak, że zgromadzenie kolejnych danych pozwoli Komitetowi określić kurs polityki pieniężnej, który zapewni terminowy powrót inflacji do wyznaczonego przez Komitet celu na poziomie 2%. Powtórzono też zapewnienie, że Komitet doprowadzi do stabilności cen. Podczas konferencji prasowej K.Warsh wielokrotnie podkreślał, że inflacja jest zbyt wysoka, i zapowiedział przywrócenie stabilności cen, zaznaczając, że cel inflacyjny Fed na poziomie 2% nie jest w żaden sposób elastyczny. Przewodniczący Rezerwy Federalnej przyznał, że warunki kredytowe zaostrzyły się dla części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, m.in. po tym jak w ubiegłym miesiącu bank centralny podniósł stopy procentowe. K.Warsh zaznaczył jednak, że nie jest skłonny określić tych warunków jako restrykcyjne. W jego ocenie zaostrzenie sprzyja osiągnięciu dłuższego i bardziej trwałego okresu stabilności cen. Dodał, że cieszy go postęp osiągnięty w krótkim czasie, jednak przyznał, że stabilność cen nie została jeszcze przywrócona. Zawarta w komunikacie ocena sytuacji w amerykańskiej gospodarce była pozytywna. Odnotowano, że aktywność rośnie w szybkim tempie (we wrześniu tempo wzrostu było oceniane jako solidne). Jednocześnie wzrost produktywności pozostaje silny, a nakłady inwestycyjne wysokie. Wzrost zatrudnienia nadąga za wzrostem zasobów siły roboczej, a stopa bezrobocia zmieniła się jedynie nieznacznie. Mediana prognoz członków FOMC zaprezentowana w ubiegłym miesiącu wskazywała na możliwość podwyżki stóp w grudniu. K.Warsh nie podjął się jednak oceny, czy nastroje wśród jego kolegów się zmieniły. Podkreślił jednak, że jest przeciwnikiem tego, by z góry przesądzać decyzje na kolejnych posiedzeniach. Zasugerował też, że również w kolejnym miesiącu nie dostarczy swoich prognoz do wykresu dot-plot. Przewodniczący FOMC zapowiedział zmiany w kalendarzu posiedzeń Komitetu w kolejnych latach. Posiedzenia nadal będą odbywały się 8 razy w roku, jednak w 2027 jedno z nich będzie przeznaczone na kluczową w jego ocenie strategiczną refleksję, obejmującą dłuższy horyzont czasowy i nie zakończy się decyzją w sprawie stóp ani publikacją komunikatu. Docelowo od 2028 dwa posiedzenia FOMC będą niedecyzyjne. **Wynik październikowego posiedzenia FOMC wpisuje się w scenariusz zakładający jeszcze jedną podwyżkę stóp w tym roku.**

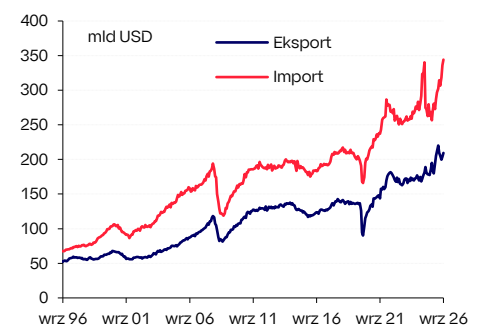
- **USA: Deficyt w handlu towarami we wrześniu wzrósł o 2,1% m/m do 134,9 mld USD, osiągając najwyższy poziom od marca 2025 i przekraczając oczekiwania (130,2 mld USD).** Za pogłębienie deficytu odpowiadał przede wszystkim silny wzrost importu dóbr kapitałowych (+7,5% m/m), w tym komputerów, półprzewodników i sprzętu telekomunikacyjnego, związany z boorem inwestycyjnym w AI i rozbudową centrów danych. Wartość importu była najwyższa w historii, wyższa nawet niż w okresie bezpośrednio poprzedzającym wprowadzenie cel przez D.Trumpa. Dane wskazują na silnie ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 3q26.
- **UK: Opublikowany projekt budżetu na 2027 nie zaskoczył.** Zakłada on stopniową konsolidację fiskalną przy jednoczesnym wsparciu gospodarstw domowych dotkniętych wysokimi cenami energii. Według nowych prognoz wzrost PKB w 2027 wyniesie 1,0% wobec wcześniej oczekiwanych 1,6%, a deficyt sektora publicznego zmniejszy się z 4,2% PKB w bieżącym roku fiskalnym do 3,4% PKB w kolejnym. Rząd zapowiedział m.in. dodatkowe opodatkowanie banków, zamrożenie akcyzy na paliwa i obniżenie rachunków za energię. Budżet zakłada również wypłatę 100 funtów dla 20 mln gospodarstw domowych od stycznia 2027, w celu pomocy w najzimniejszych miesiącach. Pomoc zostanie sfinansowana przez nałożenie dodatkowej daniny na banki. Biuro Odpowiedzialności Budżetowej opublikowało prognozy, z których wynika, że gospodarka brytyjska w 2027 ma rozwijać się wolniej niż wcześniej zakładano (1,0% vs wcześniejsza prognoza 1,6%) wobec 1,2% oczekiwanego wzrostu w 2026. W kolejnych latach oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki PKB do ok.1,6-1,8%.

Saldo handlowe USA



Źródło: US Census Bureau, PKO Bank Polski.

Eksport i import towarów w USA



Źródło: US Census Bureau, PKO Bank Polski.

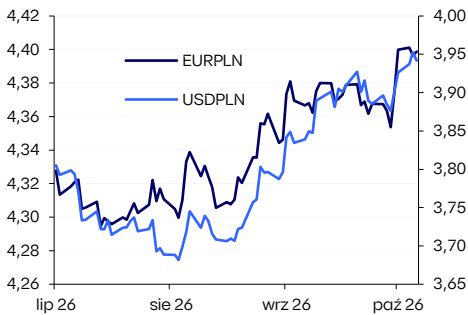
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Stopa oszczędności gospodarstw domowych wzrosła w 2q26 do 10,1% z 9,5% w 1q26, jak potwierdziły dane Eurostat. Są one spójne z opisanymi we wczorajszym [Dzienniku](#) rachunkami niefinansowymi GUS. Dla porównania w strefie euro stopa oszczędności w 2q26 spadła do 14,2% z 14,4%, pozostając jednak wyraźnie powyżej poziomu notowanego w Polsce.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty w środę nieznacznie się osłabił wobec euro, natomiast umocnił się do dolara.** Kurs EURPLN wzrósł do okolic 4,3990, a USDPLN spadł do 3,9420. Na rynkach bazowych **EURUSD** **zwyżkował** do 1,1150.
- Przy pustym krajowym kalendarium makro **notowania złotego kształtowała sytuacja na rynkach bazowych, gdzie dolar ostatecznie się osłabił. W naszej opinii zdecydował o tym przekaz konferencji K.Warsha, który okazał się nieco mniej jastrzębi, niż oczekiwano.** Prezes Fed wskazał, że wrześnieiowa podwyżka stóp zaczyna przynosić efekty, a przed kolejnymi decyzjami bank potrzebuje więcej danych, nie sygnalizując jednoznacznie kolejnej podwyżki już w grudniu. **Oslabienie dolara sprzyjało cofnięciu USDPLN od testowanej w ciągu dnia strefy oporu w okolicy 3,96. EURPLN również oddalił się od górnego ograniczenia średnioterminowego kanału wzrostowego, nie zbliżając się jednak do ważnego wsparcia na 4,3850. Dodatkowym źródłem presji na dolara stały się wyniki Alphabet.** Rozczarowanie przychodami oraz wysokimi kosztami inwestycji w AI sprawiło, że akcje spółki traciły w handlu posesyjnym nawet 11%, a spadki objęły również producentów półprzewodników. **Jeśli przecena ponownie nasili odpływ zagranicznego kapitału z amerykańskich akcji, może dodatkowo osłabić popyt na dolara.**
- Zakładamy, że czwartkowe posiedzenie EBC, na którym stopy prawdopodobnie pozostaną bez zmian, nie wpłynie istotnie na globalne nastroje, chyba że konferencja Ch.Lagarde przyniesie wyraźne jastrzębie lub gołębie sygnały. Dla rynku FX ważniejsze pozostaną ceny surowców energetycznych oraz globalny apetyt na ryzyko. Jeśli presja na spółki związane z AI utrzyma się, a sytuacja na Bliskim Wschodzie nie ulegnie poprawie, kursy EURPLN i USDPLN powinny pozostać na wysokich poziomach, choć ten drugi może przesunąć się bliżej 3,93–3,94.
- Na krajowym rynku stopy procentowej **środowa aukcja regularna organizowana przez Ministerstwo Finansów potwierdziła wysokie zainteresowanie instytucji finansowych polskimi obligacjami.** Jest to pozytywny sygnał wspierający wyceny papierów skarbowych w kolejnych miesiącach. **Wsparciem dla rynku długu może w najbliższym czasie okazać się też umiarkowane podejście Fed do polityki pieniężnej, który nie widzi konieczności szybkiego podwyższania stóp procentowych.** Taka retoryka spowodowała spadek rentowności amerykańskich papierów krótkoterminowych w środę, a rynek skorygował w dół oczekiwania odnośnie do skali podwyżek stóp Fed w 2027. Pozytywny wpływ tych czynników równoważy dalszy wzrost cen surowców energetycznych (ceny gazu TTF przekroczyły 100 EUR/MWh). W tym środowisku **można oczekiwać stabilizacji rentowności polskich obligacji w sektorze 5-letnim poniżej 6,00%, a 10-letnim w okolicach 6,40%.**
- **Najciekawszym wydarzeniem w czwartek będzie posiedzenie EBC.** Chociaż oczekiwane jest utrzymanie stóp procentowych bez zmian, kluczowe będą pytania dotyczące wsparcia dla europejskich papierów skarbowych w warunkach presji, jaką obserwujemy na rynku długu w październiku. Podczas pandemii COVID-19 bank centralny zaczął skupować aktywa, gdy spread pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji Włoch i Niemiec sięgał 2,5–3,0pp. Dla porównania, w przypadku Francji do tego poziomu w ostatnich dniach brakowało około 1pp (choć sytuacja fundamentalna jest odmienna). W centrum zainteresowania znajdzie się również perspektywa podwyżki stóp EBC w grudniu, której prawdopodobieństwo rynek wycenia na 80%. **EBC może zdecydować się na bardziej stonowany przekaz w kontekście sytuacji na europejskim rynku długu, zaostreżenia warunków monetarnych oraz ryzyka korekty w dół prognoz wzrostu gospodarczego.** Takie sygnały mogłyby wspierać krótkie instrumenty na europejskim rynku długu.

Waluty



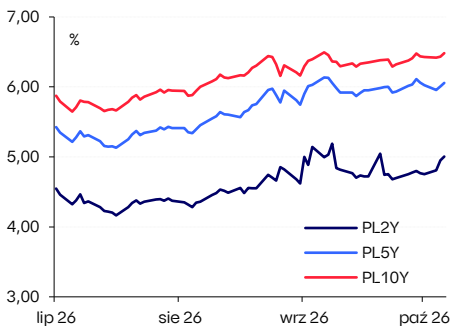
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



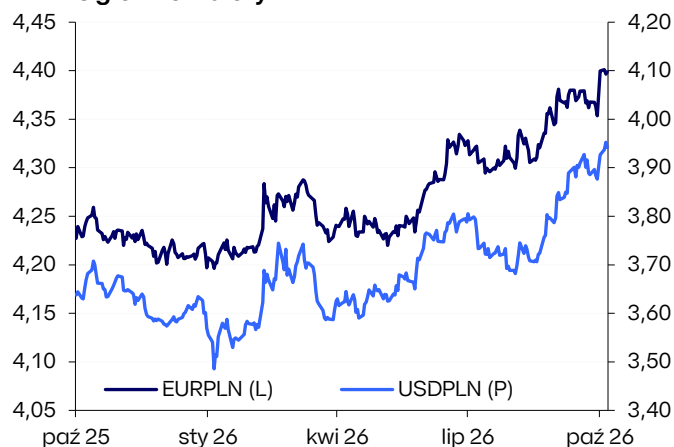
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

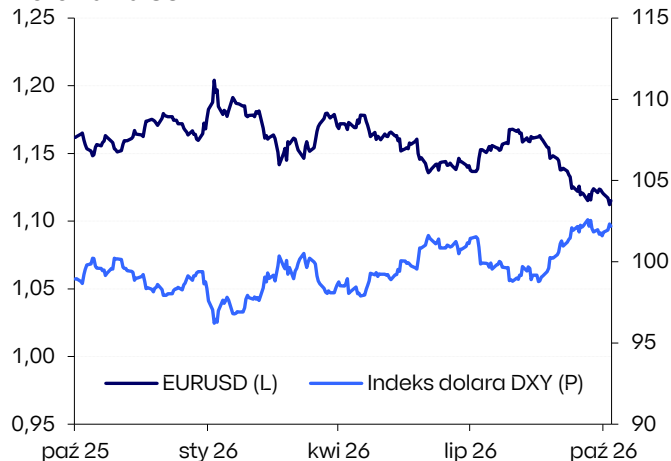
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

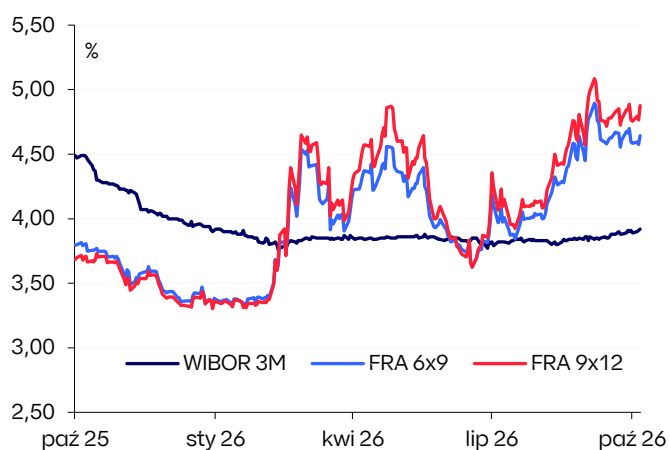
PLN vs główne waluty



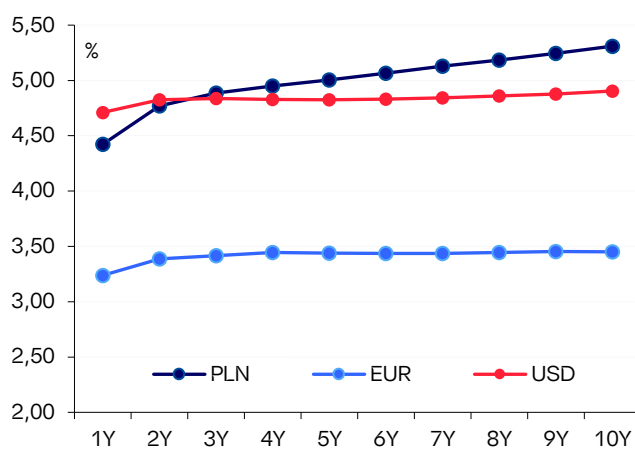
Notowania USD



Krótkoterminowe stopy procentowe



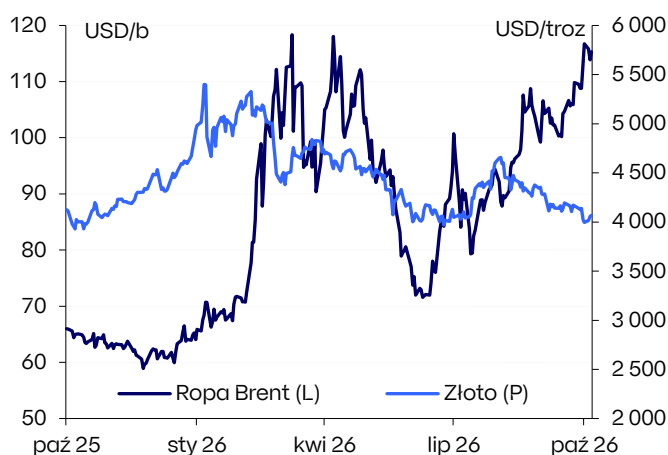
Krzywe IRS



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	--	3,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	13:30	% m/m	0,1	1,9	--	1,8
USA: Ceny nieruchomości (sie.)	14:00	% r/r	2,46	2,65	--	2,65
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paż.)	15:00	pkt.	84,2	81,0	--	91,7
USA: Sprzedaż nowych domów (wrz.)	15:00	tys.	684	650	--	676
USA: Pozwolenia na budowę (wrz., rew.)	--	mln	1,4	1,4	--	1,4
Środa, 28 października						
USA: Bilans handlowy (wrz.)	13:30	mld USD	-132,1	-130,2	--	-134,9
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	3,75-4,00	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.