Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne / Analizy Rynkowe

4 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

Niebieskie tsunami zalało Stany Zjednoczone

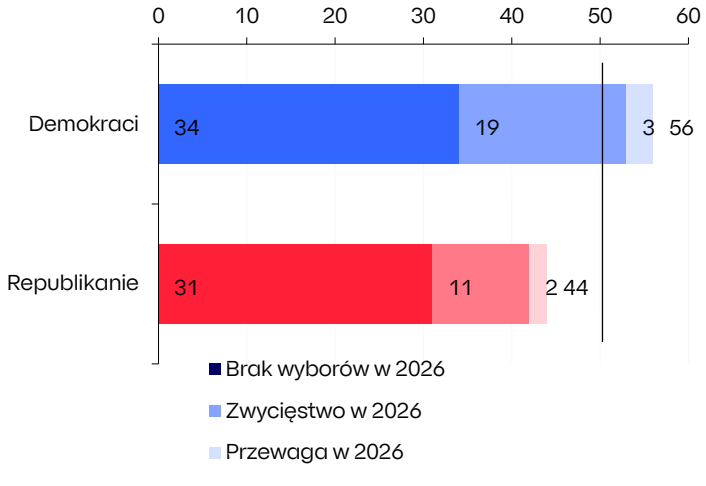
- Stabilizacja cen ropy i lekka poprawa globalnego apetytu na ryzyko pozwoliły złotemu odrobić wtorkowe poranne straty. Krajową walutę oraz SPW wspierało również przełamanie impasu wokół nominacji dla członków zarządu NBP. Na rynkach bazowych dolar pozostawał stabilny, a rentowności obligacji Niemiec i USA rosły, podczas gdy inwestorzy oczekiwali na wyniki wyborów połówkowych w USA oraz rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Wstępne wyniki wyborów wskazują na zwycięstwo Demokratów w obu izbach Kongresu. **Zgodnie z naszymi przewidywaniami perspektywa mniej ekspansywnej polityki fiskalnej i łagodniejszego Fed osłabia dolara, ciąży kontraktom na amerykańskie indeksy akcji i wspiera UST. Istotniejszy może jednak okazać się wpływ wyborów na geopolitykę. Choć ich zakończenie usuwa dotychczasowy hamulec dla eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, wyraźna porażka Republikanów może ograniczać skłonność administracji D.Trumpa do zaostrzania niepopularnej wojny. Mniejsze ryzyko eskalacji sprzyjałoby spadkowi cen ropy, osłabieniu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych i w konsekwencji pośrednio wsparłoby złotego oraz obligacje skarbowe.**
- **Zakładamy, że RPP nie zmieni stóp procentowych** (referencyjna równa 3,75%). Taką decyzję wspierają wstępne dane o inflacji za październik, które pokazały powrót CPI do szerokiego celu i spadek inflacji bazowej. Oczekujemy, że najnowsze projekcje inflacji i PKB również nie dostarczą argumentów za podwyżką. Według naszej prognozy inflacja spadnie poniżej 3% r/r w 4q27 po przejściowym wzroście powyżej 4% r/r w 1q27. Niepewność decyzji RPP pozostaje jednak wysoka, m.in. ze względu na gwałtowne zmiany w otoczeniu (geo)politycznym i sytuację na rynkach finansowych.
- **Riksbank zgodnie z konsensusem i naszymi oczekiwaniami podniesie dziś stopy procentowe o 25pb,** w odpowiedzi na rosnące ryzyko inflacyjne.
- **Wstępne październikowe dane o inflacji HICP w strefie euro zapewne pokażą jej wzrost do 3,9% r/r z 3,8% r/r we wrześniu.** Na podwyższoną presję inflacyjną wskazywały szacunki z największych gospodarek (poza Niemcami, gdzie przywrócono rządowy program ograniczający wzrost cen paliw).
- Ponadto, w USA opublikowane zostaną dane o zatrudnieniu w sektorze prywatnym za październik oraz o deficycie handlowym we wrześniu. W tle tych danych znajdą się informacje o finalnych PMI w usługach.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl
𝕏 @PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

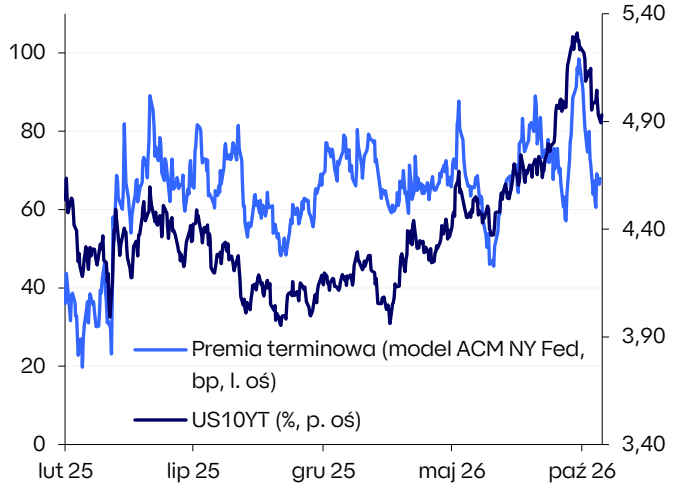
	Wartość 2026-11-03	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	155 850	-0,3
STOXX Europe 600	646	-0,6
S&P500	7 569	0,4
Waluty:		
EURPLN	4,41	-0,2
USDPLN	3,94	-0,2
CHFPLN	4,76	0,0
EURUSD	1,12	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,94	-9
PL5Y	5,80	-9
PL10Y	6,30	-8
DE10Y	3,31	2
US10Y	4,95	6
Surowce:		
Ropa Brent	104	-1,1
Złoto	3928	-0,5

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

Prawdopodobny podział mandatów w Senacie USA na podstawie wyników cząstkowych



Obligacje amerykańskie w dużej mierze wyceniły już fiskalne konsekwencje wyborczego zwrotu w USA



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

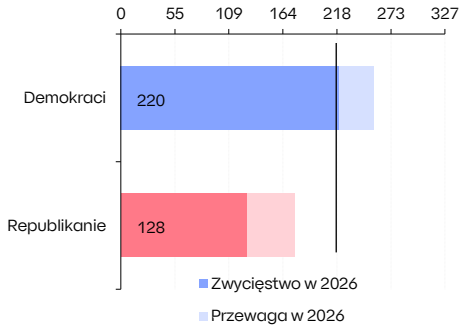
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA: W wyborach połówkowych do Kongresu Partia Demokratyczna uzyskała większość w obu izbach Kongresu, a wynik Demokratów okazał się jeszcze lepszy niż wynikało to z sondaży.** Na podstawie wciąż jeszcze liczonych głosów agencja prasowa Associated Press ogłosiła rozstrzygnięcie 29 wyścigów o mandat senatora oraz 332 starć o mandat w Izbie Reprezentantów, co przekłada się na **53 pewnych senatorów demokratycznych (w tym 7 w stanach, w których wcześniej senatorami byli Republikanie) oraz 42 pewnych senatorów republikańskich** (przy 51 potrzebnych do uzyskania większości). W 5 stanach wybory pozostają jeszcze nierozstrzygnięte – cząstkowe wyniki wskazują na przewagę Demokratów w Missisipi, Michigan oraz na Alasce przy przewadze Republikanów w Montanie oraz Nebrasce. **W wyborach do Izby Reprezentantów Demokraci są już pewni 220 mandatów (przy 218 zapewniających większość), zaś Republikanie jedynie 128**, a w 87 okręgach zwycięzca nie został jeszcze wyłoniony – obecna przewaga w wynikach cząstkowych sugeruje, że Demokraci mogą liczyć na około 250 członków Izby Reprezentantów. Szczegółowo o możliwych konsekwencjach wyborów w USA napisaliśmy już w przedwyborczym Makro Focusie – do najważniejszych uprawnień Kongresu należą: kontrola nad rządem federalnym, „władza nad sakiewką" (ang. *power of the purse*) – czyli decydowanie o wydatkach publicznych, uchwalanie (lub blokowanie) budżetu oraz nakładanie podatków, zatwierdzanie (przez Senat) nominowanych przez Prezydenta najważniejszych urzędników państwowych oraz możliwość wszczęcia przez Izbę Reprezentantów procedury *impeachmentu* i postawienia w stan oskarżenia wysokich urzędników, w tym Prezydenta USA (choć do skazania i usunięcia z urzędu potrzeba większości 2/3 głosów). Niezależnie od samego wyniku wyborów dostrzegamy ryzyko wznowienia ataków amerykańsko–izraelskich na Iran, a także zaostrzenia nastawienia Stanów Zjednoczonych wobec Ukrainy i zbliżenia USA z Rosją.
- **USA: Liczba nieobsadzonych etatów według ankiety JOLTS we wrześniu wzrosła do 7,523 mln** (poziomu najwyższego od czterech miesięcy) wobec 7,19 mln w sierpniu. Wzrost był silniejszy niż oczekiwano (kons.: 7,1 mln). Jednocześnie stopa dobrowolnych odejść z pracy wzrosła do 2,1%, najwyższego poziomu od ponad roku. Dane wskazują na poprawę popytu na pracę, choć potwierdzenie trwalszego ożywienia wymagałoby utrzymania tej tendencji przez kolejne miesiące. W ostatnim roku wielu pracodawców niechętnie zarówno zwiększało zatrudnienie, jak i redukowało liczbę pracowników.
- **USA: Zamówienia w przemyśle we wrześniu wzrosły o 1,8% m/m, silniej niż przed miesiącem (0,3% m/m) i mocniej niż oczekiwano (1,2% m/m).** Szósty w ostatnich siedmiu miesiącach wzrost zamówień w przemyśle potwierdza siłę popytu. Choć we wrześniu wzrost był podbijany głównie przez duże zamówienia na środki transportu (4,6% m/m), dodatnia dynamika zamówień z wyłączeniem tej kategorii (0,5% m/m) wskazuje na szersze ożywienie. Pozytywne tendencje potwierdzają też październikowe wskaźniki koniunktury (PMI i ISM), sygnalizujące dalszy wzrost nowych zamówień.
- **EUR: Prezes Bundesbanku J.Nagel powiedział, że EBC prawdopodobnie podniesie stopy procentowe na najbliższym posiedzeniu w grudniu w związku z pogorszeniem prognoz inflacji.** Dodał, że decyzja będzie oparta na nowej projekcji, wskazując, że z dzisiejszej perspektywy trudno wyobrazić sobie brak decyzji o podwyżce, o ile nie dojdzie do istotnej poprawy perspektyw dla inflacji. Nasza prognoza również zakłada, że EBC podniesie stopy w grudniu o 25pb.

WYDARZENIA KRAJOWE:

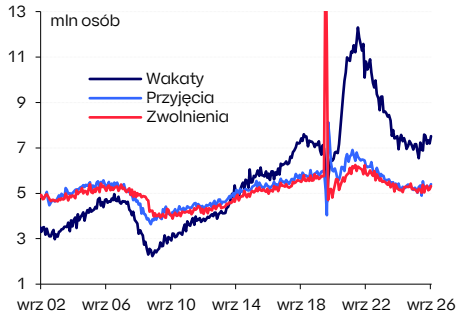
- **POL: Premier D.Tusk poinformował o udzieleniu kontrasygnaty pod wnioskami o powołanie czterech członków zarządu NBP:** L.Koteckiego, P.Litwiniuka, M.Zarzeckiego (obecnych członków RPP) oraz M.Kightley (byłej wiceprezes NBP). Decyzja ma zapobiec paraliżowi funkcjonowania NBP po 4 listopada, kiedy wygasa kadencja wiceprezesa A.Lipińskiego. Kadencja członków zarządu wynosi sześć lat. Dokumenty przekazano do podpisu Prezydentowi.

Prawdopodobny podział mandatów w Izbie Reprezentantów USA na podstawie wyników cząstkowych



Źródło: Associated Press, PKO Bank Polski.
Uwaga: Kolorem ciemniejszym oznaczono wyścigi o mandat w Izbie Reprezentantów, w których Associated Press ogłosiło zwycięzcę, zaś kolorem jaśniejszym wyścigi, których rozstrzygnięcie nie jest jeszcze pewne, jednak kandydat jednej z partii uzyskuje przewagę w głosach policzonych na ten moment.

Popyt na pracę w USA

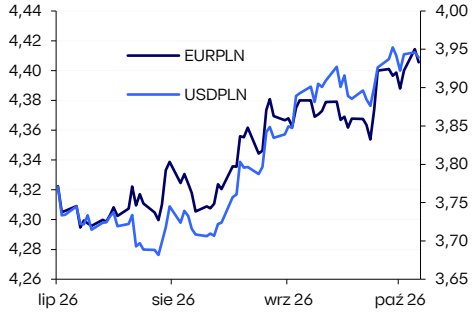


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty umocnił się marginalnie wobec euro i dolara, a kursy EURPLN oraz USDPLN zeszły odpowiednio w pobliże 4,41 oraz 3,94, przy EURUSD oscylującym w okolicy 1,1190.
- Relatywnie stabilny dolar oraz utrzymujące się na niższych poziomach ceny ropy Brent sprzyjały niewielkiej aprecjacji złotego. Krajową walutę mogła wspierać też informacja o kontrasygnacie D.Tuska pod dokumentami dotyczącymi powołania członków zarządu NBP, ograniczająca ryzyko impasu w funkcjonowaniu banku centralnego. Jednocześnie przedwyborcza niepewność dotycząca przyszłego układu sił w Kongresie oraz jego wpływu na politykę gospodarczą USA i geopolitykę sprzyjała ostrożności inwestorów na bazowych rynkach FX.
- **W środę kluczowe dla złotego będą decyzja RPP oraz pośrednio wyniki wyborów połówkowych w USA.** Przy powszechnie oczekiwanym utrzymaniu stóp NBP bez zmian większe znaczenie będzie miał przekaz Rady, uwzględniający najnowszą projekcję inflacji i PKB. **Nieco łagodniejsza retoryka może być już jednak częściowo zdyskontowana w notowaniach PLN. Z kolei prawdopodobne przejęcie przez Demokratów kontroli nad Kongresem może ograniczyć możliwości dalszej ekspansji fiskalnej w USA zwiększając oczekiwania na łagodniejszą politykę Fed. To sprzyja osłabieniu dolara i o poranku wywiera presję na kurs USDPLN. Dla złotego istotny pozostanie również dalszy rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie. Ewentualne wznowienie szeroko zakrojonych działań militarnych przeciwko Iranowi mogłoby poprzez wzrost cen ropy i awersji do ryzyka doprowadzić do wybicia EURPLN i USDPLN na nowe tegoroczne maksima, otwierając drogę odpowiednio w kierunku 4,44–4,45 oraz 3,9750–4,00. Natomiast utrzymanie status quo lub postępy w negocjacjach sprzyjałyby korekcyjnemu umocnieniu złotego, z potencjalnym spadkiem EURPLN w pobliże 4,40 lub nieco niżej, a USDPLN do strefy 3,91–3,92.**
- Rentowności krajowych SPW we wtorek spadły o 8/9pb. Na rynkach bazowych dochodowości obligacji niemieckich zmieniły się o 0/+2pb, a amerykańskich wzrosły o 3/6pb.
- Lekka poprawa apetytu na ryzyko i stabilizacja cen ropy ograniczyły przepływ kapitału w kierunku bezpiecznych przystani, przez co obligacje Niemiec i USA straciły część wcześniejszego wsparcia. UST dodatkowo ciążyły dobre dane makro, potwierdzające odporność amerykańskiego rynku pracy i dobrą koniunkturę w przemyśle, co wzmacniało argumenty za utrzymaniem jastrzębiego nastawienia Fed. Na tym tle krajowe SPW zachowywały się wyraźnie lepiej, a sprzyjało im przełamanie wielomiesięcznego impasu wokół obsady zarządu NBP po kontrasygnowaniu przez premiera nominacji nowych członków. Zmniejsza to ryzyko zakłóceń w funkcjonowaniu banku centralnego i może ograniczać premię za ryzyko instytucjonalne w wycenach polskiego długu.
- **Wstępne wyniki wyborów połówkowych w USA wskazują na zwycięstwo Demokratów w obu izbach Kongresu, co w naszej opinii ograniczy swobodę prowadzenia ekspansywnej polityki fiskalnej przez administrację D.Trumpa. Mniejsze obawy o finanse publiczne mogą sprzyjać spadkowi rentowności UST, zwłaszcza na długim końcu krzywej. Inwestorzy pozycjonowali się jednak pod taki scenariusz już przed wyborami, więc jego wpływ jest częściowo uwzględniony w wycenach. Istotniejszy może okazać się pośredni wpływ wyborów na rynki FI, gdyż stanowiły one hamulec dla eskalacji działań militarnych na Bliskim Wschodzie, który po 3 listopada może zostać zwolniony. Nie przesądza to kolejnego ataku USA i zapewne Izraela na Iran, ale ewentualna eskalacja podbiłaby ceny energii i oczekiwania inflacyjne, wywierając presję na wzrost rentowności obligacji na świecie. Przepływy do bezpiecznych przystani mogłyby ją jedynie częściowo łagodzić.**

Waluty



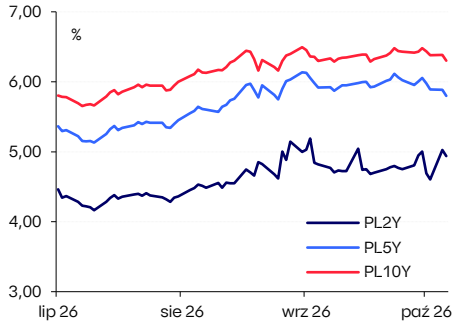
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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

*w trakcie rewizji
Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



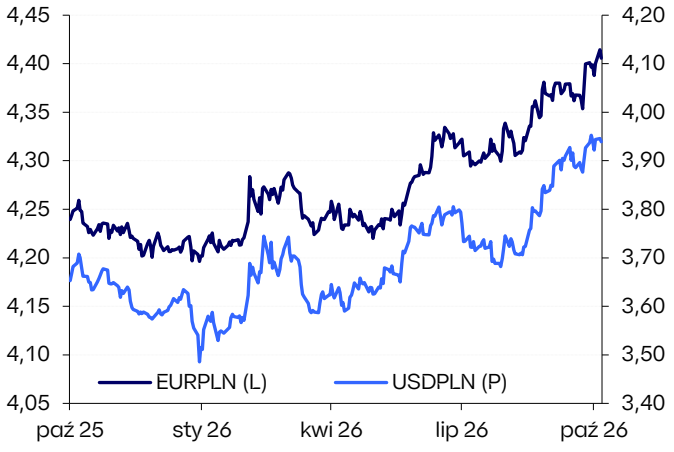
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

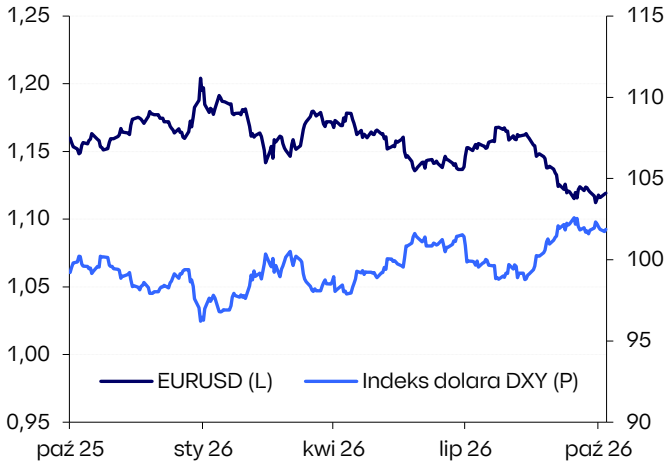
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

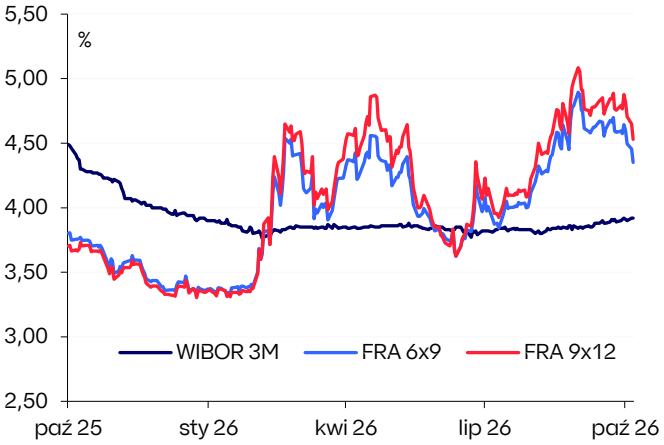
PLN vs główne waluty



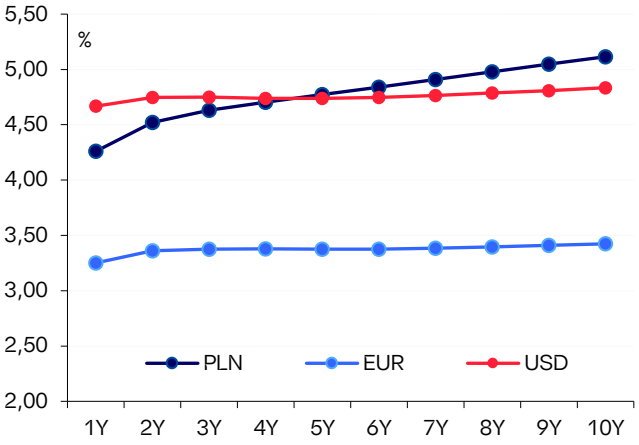
Notowania USD



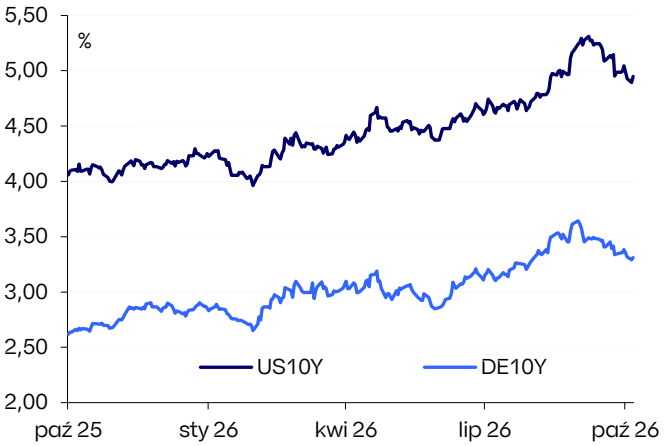
Krótkoterminowe stopy procentowe



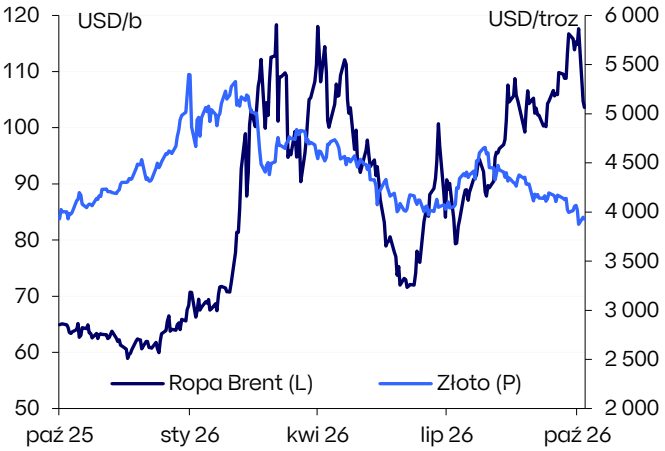
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 30 października						
JPN: Posiedzenie BoJ	--	%	1,25	1,25	1,5	1,25
POL: Inflacja CPI (paź., wst.)	**09:30**	**% r/r**	**4,1**	**3,7**	**3,7**	**3,5**
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	1,0	1,1	--	1,2
GER: Inflacja CPI (paź., wst.)	14:00	% r/r	3,3	3,0	--	2,8
Poniedziałek, 2 listopada						
CHN: PMI w przetwórstwie (paź.)	2:45	pkt	52,1	52,0	--	52,0
POL: PMI w przetwórstwie (paź.)	**9:00**	**pkt**	**49,0**	**49,4**	**49,2**	**50,0**
GER: PMI w przetwórstwie (paź., rew.)	9:55	pkt	53,9	54,2	--	54,2
EUR: PMI w przetwórstwie (paź., rew.)	10:00	pkt	52,9	52,4	--	52,7
USA: PMI w przetwórstwie (paź., rew.)	15:45	pkt	55,9	56,0	--	54,9
USA: ISM w przetwórstwie (paź.)	16:00	pkt	54,5	54,6	--	55,5
Wtorek, 3 listopada						
USA: Raport JOLTS (wrz.)	16:00	mln	7,19	7,100	--	7,523
USA: Zamówienia fabryczne (wrz.)	16:00	% m/m	0,3	1,3	--	1,8
Środa, 4 listopada						
CZE: Inflacja CPI (paź., wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,5	2,6	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	2,00	2,00	--
GER: PMI w usługach (paź., rew.)	9:55	pkt	52,9	51,7	--	--
EUR: PMI w usługach (paź., rew.)	10:00	pkt	53,0	51,7	--	--
EUR: Inflacja HICP (paź., wst.)	11:00	% r/r	3,8	3,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paź., wst.)	11:00	% r/r	2,5	2,5	--	--
USA: Raport ADP (paź.)	14:15	tys.	90	65	--	--
USA: Bilans handlowy (wrz.)	14:30	mld USD	-105,6	-107,6	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	**--**	**%**	**3,75**	**3,75**	**3,75**	**--**
Czwartek, 5 listopada						
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz.)	8:00	% r/r	2,7	--	--	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
EUR: Inflacja PPI (wrz.)	11:00	% r/r	8,2	10,2	--	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,75	4,00	4,00	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,75	4,00	4,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	194	196	--	--
Piątek, 6 listopada						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% m/m	2,0	0,5	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	2,3	1,2	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	11:00	% r/r	0,8	0,6	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paź.)	14:30	tys.	29	55	79	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paź.)	14:30	% r/r	3,0	2,9	--	--
USA: Stopa bezrobocia (paź.)	14:30	%	4,2	4,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., wst.)	16:00	pkt	48,0	48,2	--	--
POL: Ocena ratingu wg S&P	**--**	**--**	**A-**	**A-**	**A-**	**--**

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

X @PKO_Research

Bank Polski | Centrum Analiz

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 któregokolwiek 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.