Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne / Analizy Rynkowe

9 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

S&P „traci cierpliwość"

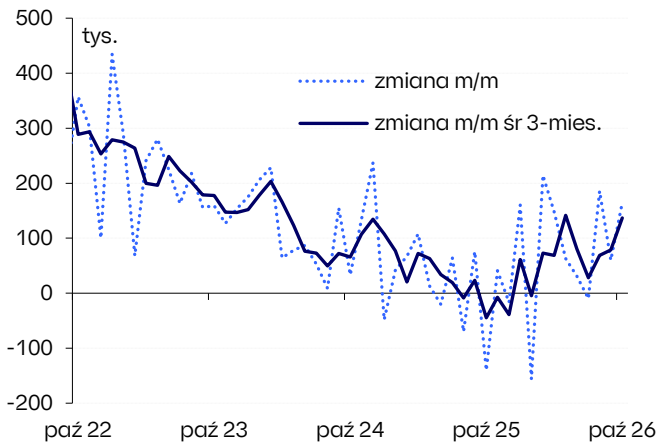
- **Główne publikacje tego tygodnia będą dotyczyły październikowej inflacji CPI. W USA (wt.) oczekujemy jej wzrostu do 3,9% r/r**, znowu za sprawą wyższych cen paliw. W połączeniu z piątkowymi danymi z rynku pracy odczyt może ugruntować oczekiwania na podwyżkę stóp Fed w grudniu. **W Niemczech (śr.) finalne dane powinny potwierdzić spadek inflacji CPI do 2,8% r/r**, m.in. dzięki niższej inflacji bazowej i obniżce podatku od paliw. Podobne źródła miał wg wstępnych danych **spadek inflacji w Polsce, do 3,5% r/r z 4,1% r/r** – szczegółowe dane napłyną w pt. W regionie poznamy inflacyjne dane z Czech, Węgier (wt.) i Rumunii (czw.). W Czechach wstępny odczyt wskazał na spadek inflacji, na Węgrzech oczekujemy jej wzrostu do 2,0% r/r z 1,6% r/r, a w Rumunii do 6,9% r/r z 6,6% r/r. Tego samego dnia **BNR prawdopodobnie utrzyma stopy bez zmian**.
- **Ciekawie zapowiadają się piątkowe publikacje z kraju. Sądzimy, że wzrost PKB w 3q26 spowolnił do 3,3% r/r z 4,1% r/r w 2q26**, głównie za sprawą wyższej bazy odniesienia, ale także lekkiego osłabienia produkcji widocznego w danych miesięcznych. **Saldo rachunku obrotów bieżących za wrzesień najpewniej wykaże głęboki deficyt**, przy nadal dwucyfrowej dynamice eksportu i importu.
- Spadające ceny ropy naftowej oraz przepływ kapitału do bezpiecznych przystani, związany ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka, sprzyjały w minionym tygodniu obligacjom skarbowym, w tym krajowym SPW. Złoty ostatecznie umocnił się, choć w pierwszej części tygodnia EURPLN ustanawiał tegoroczne maksima. **W perspektywie kilku–kilkunastu dni oczekujemy kontynuacji korekty na EURPLN i stopniowego spadku kursu w kierunku 4,36. Na USDPLN zakładamy podwyższoną zmienność w przedziale 3,87–3,97. Piątkowa decyzja S&P może krótkoterminowo osłabiać złotego, jednak w naszej ocenie reakcja EURPLN nie powinna przekroczyć 1 gr. Na krajowym rynku długu, po wyraźnym umocnieniu obligacji, prawdopodobna wydaje się stabilizacja notowań, a nawet niewielki korekcyjny wzrost rentowności. Scenariusz ten dodatkowo wzmacnia decyzja S&P, mogąca zwiększać premię za ryzyko kredytowe Polski. W bieżącym tygodniu oczekujemy utrzymania rentowności 2- letnich SPW w pobliżu 4,9%, a 10-letnich w okolicach 6,2%.**

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

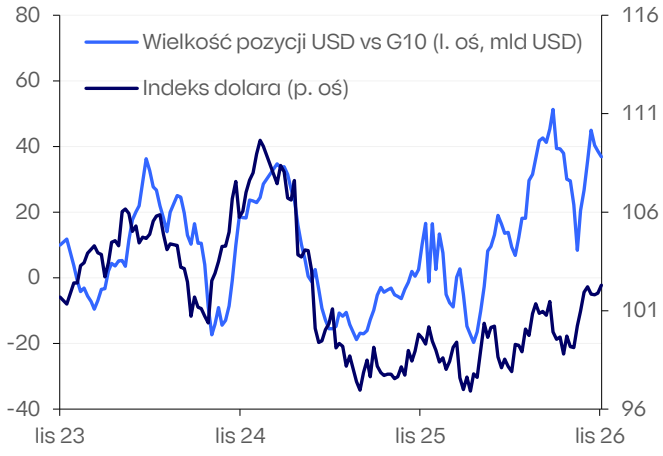
	Wartość 2026-11-06	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	156 043	-1,3
STOXX Europe 600	648	-1,0
S&P500	7 377	0,3
Waluty:		
EURPLN	4,39	-0,1
USDPLN	3,94	0,5
CHFPLN	4,80	0,0
EURUSD	1,11	-0,7
Obligacje:		
PL2Y	4,88	10
PL5Y	5,69	6
PL10Y	6,18	5
DE10Y	3,25	1
US10Y	4,86	2
Surowce:		
Ropa Brent	98	0,0
Złoto	4066	-0,5

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

Amerykański rynek pracy zaskakuje odpornością – wzrost liczby etatów w sektorze pozarolniczym przyspiesza



Dolara wspierają fundamenty oraz otoczenie rynkowe, ale spekulacyjne pozycjonowanie jest już „zatłoczone"

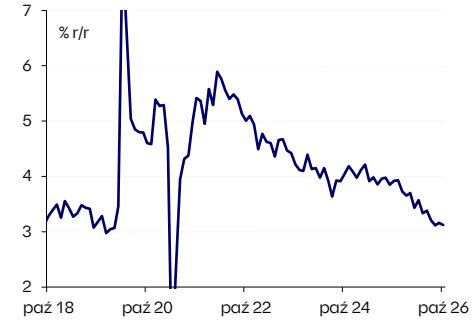


Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

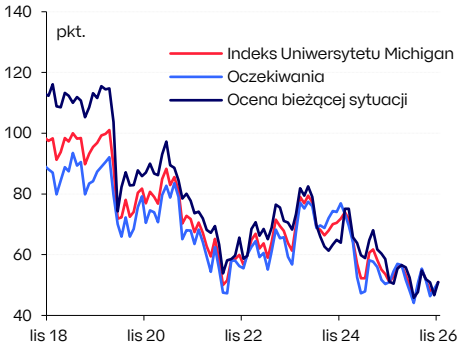
- **USA: D.Trump powiedział, że w przyszłym tygodniu podczas wizyty w Chinach może spotkać się z przywódcami Chin i Rosji,** a jednym z tematów rozmowy będzie denuklearyzacja. W innej wypowiedzi ponownie ocenił, że zakończenie wojny w Ukrainie jest blisko, a „ostatecznie Ukraina będzie miała nieco zmieniony kształt". Zadeklarował, że nie ma powodu by eskalować wojnę z Iranem. Tymczasem sekretarz stanu M.Rubio ocenił, że rozmowy z Iranem nie przynoszą rezultatów i są nieproduktywne, a żądania Iranu określił jako skandaliczne i absurdalne.
- **USA: Zatrudnienie poza rolnictwem wg raportu NFP w październiku wzrosło o 165 tys. osób m/m (sa), po wzroście o 60 tys. we wrześniu. Dane za sierpień i wrzesień zostały zrewidowane w górę łącznie o 84 tys.** Wzrost zatrudnienia w październiku był napędzany głównie przez usługi profesjonalne (70 tys.), ochronę zdrowia (42 tys.) oraz transport i magazynowanie (25 tys.). W przetwórstwie przybyło 19 tys. miejsc pracy, szczególnie w produkcji elektroniki i maszyn. **Część wzrostu mogła wynikać z pracy tymczasowej**, co sugerowały inne raporty wskazujące na szczególnie wysoki w tym roku popyt na pracę sezonową. **Jednocześnie wzrosła liczba osób, którym ograniczono godziny pracy z powodu słabszego popytu lub sytuacji przedsiębiorstw** – o 356 tys. m/m, do 3,25 mln. Fakt, że firmy nie dokonywały zwolnień, sugeruje, że traktowały te ograniczenia jako przejściowe. **Stopa bezrobocia spadła do 4,1% z 4,2% w poprzednim miesiącu. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia spowolniła do 3,1% r/r z 3,2% r/r we wrześniu**, co oznacza brak efektów drugiej rundy w dynamice płac oraz dalszy spadek realnych wynagrodzeń (-0,7% r/r przy szacunkowej inflacji PCE 3,8% r/r). **Dane potwierdzają solidną kondycję rynku pracy, nawet jeśli część wzrostu zatrudnienia miała charakter tymczasowy, brak presji inflacyjnej generowanej przez wynagrodzenia oraz rosnące wyzwania dla gospodarstw domowych.** Raport wzmacnia oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych Fed w grudniu.
- **USA: J.Williams (NY Fed, z prawem głosu w FOMC) ocenił, że gospodarka USA pozostaje odporna, a rynek pracy stabilny, jednak inflacja jest zbyt wysoka.** Podkreślił, że Fed powinien koncentrować się na ograniczaniu ryzyka utrwalenia presji inflacyjnej wywołanej obecnymi szokami. Dotychczas na szczęście nie widać takich sygnałów – oczekiwania inflacyjne pozostają zakotwiczone, dynamika wynagrodzeń jest zgodna z celem inflacyjnym. Bankier nie przesądził o kolejnej decyzji Fed, wskazując na potrzebę zebrania dodatkowych danych.
- **USA: Indeks koniunktury konsumenckiej wg Uniwersytetu Michigan w listopadzie wzrósł do 51 pkt. z 48 pkt. w październiku, przekraczając oczekiwania.** Poziom indeksu był identyczny jak rok wcześniej. Poprawę odnotowano zarówno w ocenie bieżącej sytuacji (po trzech miesiącach spadków), jak i w oczekiwaniach na kolejne miesiące (drugi miesiąc wzrostu). **Może to być związane z nadziejami wyborczymi – konsumenci spodziewali się, że nowo wybrani przedstawiciele podejmą działania na rzecz poprawy ich sytuacji finansowej (badanie przeprowadzono między 20 października a 2 listopada).** Głównym problemem pozostaje inflacja, ale część obaw związanych z nią zmalała. Widać to w oczekiwaniach inflacyjnych – w perspektywie roku spadły do 4,3% z 4,7%, a długoterminowe obniżyły się do 3,4% z 3,5%. Koniunktura konsumencka odbudowuje się w okresie okołowyborczym, a dalszy wzrost będzie zależał od realizacji oczekiwań wyborców, szczególnie tych związanych z ograniczeniem inflacji.
- **GER: Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 0,7% m/m (sa), po wzroście o 1,0% m/m w sierpniu (rewizja z 2,0% m/m).** Wynik był nieznacznie lepszy od oczekiwań (0,5% m/m), ale nie zmienia obrazu sektora, który od początku roku pozostaje w stagnacji. Na wynik negatywnie wpływało budownictwo (–2,6% m/m), po sierpniowym wzroście o 0,9% m/m (rewizja z 9,3% m/m, tłumaczona błędami w raportowaniu firm). Rosła natomiast produkcja w górnictwie (2,0% m/m) i przetwórstwie (1,7% m/m). **Wyższy bieg wrzuciła motoryzacja, która zwiększyła produkcję o 14,2% m/m** – odbijając się od dna, odreagowując wcześniejsze przestoje związane z wakacjami fabrycznymi i zmianami produkcyjnymi. Perspektywy branży poprawiają się

Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w USA



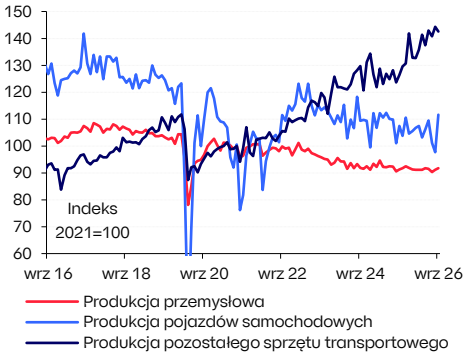
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks Uniwersytetu Michigan



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w Niemczech

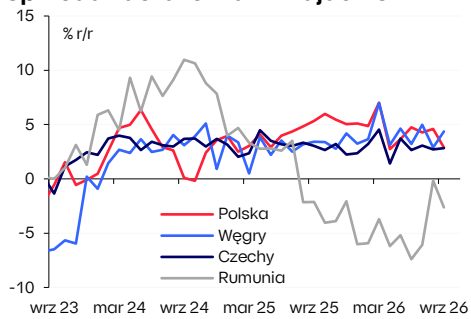


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

m.in. dzięki działaniom niemieckiego rządu na rzecz złagodzenia unijnych regulacji. Słabo radził sobie natomiast przemysł spożywczy (–1,5% m/m), prawdopodobnie pod wpływem niekorzystnych warunków pogodowych. **Mimo silnego impulsu fiskalnego, którego wkład we wzrost PKB szacowany jest na 0,7pp, niemiecki przemysł wciąż nie powrócił na trwałą ścieżkę wzrostu.** Ustępujące bariery zastępowane są kolejnymi wyzwaniami, które hamują ożywienie sektora.

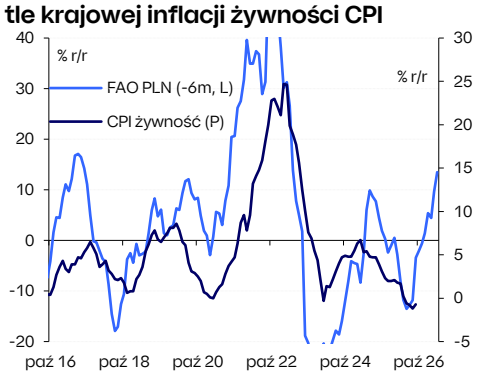
- **EUR: P.Lane (główny ekonomista EBC) wskazał, że decyzja o ewentualnej podwyżce stóp w grudniu będzie zależała od napływających danych**, nie przesądzając o tym, jaki będzie wynik posiedzenia. Podkreślił, że wzrost cen energii o ponad 20% może wywołać presję na wynagrodzenia i ceny w pozostałych sektorach gospodarki. Zaznaczył, że ograniczenie efektów drugiej rundy i zapewnienie trwałego powrotu inflacji do celu 2% w ciągu 1-2 lat wymaga utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej.
- **EUR: Sprzedaż detaliczna (sa) w strefie euro we wrześniu wzrosła o 0,4% r/r, wyraźnie wolniej niż w sierpniu, kiedy wzrost wyniósł 1,3% r/r (po rewizji z 0,8% r/r) i poniżej konsensusu 0,6% r/r.** W ujęciu miesięcznym sprzedaż spadła o 0,7% wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu. W ujęciu rocznym wyhamowała dynamika sprzedaży żywności, napojów i wyrobów tytoniowych (do 1,1% r/r z 1,7% r/r w sierpniu) oraz towarów innych niż paliwa i żywność (do 0,7% r/r z 2,1% r/r). Sprzedaż paliw spadła o 3,0% r/r, po spadku o 4,4% r/r w sierpniu. W ujęciu miesięcznym spadki odnotowano zarówno w sprzedaży żywności (–0,3%), jak i towarów nieżywnościowych (–1,2%), podczas gdy sprzedaż paliw wzrosła o 1,0%. Dynamika sprzedaży detalicznej w strefie euro pozostaje wyraźnie niższa niż w Polsce. Zgodnie z danymi Eurostatu sprzedaż detaliczna w Polsce we wrześniu wzrosła o 2,2% r/r wobec 2,4% r/r w sierpniu. Sprzedaż detaliczna na Węgrzech wzrosła we wrześniu o 4,4% r/r, wyraźnie przyspieszając z 2,4% r/r w sierpniu.
- **CHN: Inflacja PPI w październiku wzrosła do 5,7% r/r, wyraźnie powyżej oczekiwań (5,3% r/r) i najwyżej od czerwca 2022**. Dynamika cen producentów przyspiesza od trzech miesięcy, odzwierciedlając narastającą presję kosztową w energetyce i wytwarzaniu sprzętu IT. **Tymczasem inflacja CPI spadła do 0,7% r/r z 0,9% r/r miesiąc wcześniej**, plasując się poniżej prognoz (0,8% r/r). Za spadek odpowiadała głównie żywność, chociaż obniżyła się także inflacja bazowa, do 0,8% r/r z 1,0% r/r. Tak niskie odczyty inflacji wystąpiły w warunkach narastającego szoku energetycznego – ceny paliw rosną, a w październiku były wyższe o 20,2% r/r, co pociągnęło za sobą także wzrost cen transportu. Wyraźną presję cenową widać też w segmencie sprzętu telekomunikacyjnego, co jest związane z boomem AI.
- **ŚWIAT: Indeks światowych cen żywności (FAO) w październiku spadł o 1,2% m/m (w USD) po wzroście o 1,2% m/m we wrześniu.** Spadek wynikał głównie z niższych cen zbóż, mięsa oraz produktów mlecznych. Ceny olejów roślinnych nieznacznie wzrosły, natomiast cukier podrożał wyraźnie z powodu zakłóceń produkcji w Brazylii i obaw o podaż w innych krajach. Spadkom cen sprzyjał słabszy popyt importowy oraz poprawa perspektyw podaży zbóż. W ujęciu złotowym indeks wzrósł o 2,3% m/m z powodu osłabienia PLN. **Zatrzymanie się trendu wzrostowego globalnych cen żywności jest pozytywną informacją**, która zmniejsza prawdopodobieństwo realizacji scenariuszy istotnego wzrostu detalicznych cen żywności w kolejnych kwartałach.

Sprzedaż detaliczna w krajach CEE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks globalnych cen żywności FAO na tle krajowej inflacji żywności CPI



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

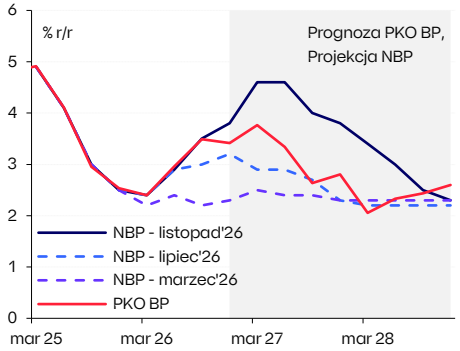
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Agencja S&P utrzymała rating Polski w walucie obcej na poziomie „A–", ale obniżyła długoterminowy rating Polski w walucie krajowej z „A" do „A–", oraz obniżyła perspektywy obu ratingów do negatywnych.** Głównym powodem decyzji jest pogarszająca się sytuacja fiskalna. W ocenie agencji szybko rosnące zadłużenie ogranicza przestrzeń do reagowania na wstrząsy i może negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy. S&P wskazuje na rosnące nierównowagi fiskalne, pogorszenie prognoz oraz historię braku realizacji celów budżetowych w trudnym otoczeniu politycznym. Dodatkowymi czynnikami

ryzyka są utrzymująca się polaryzacja polityczna, która utrudnia konsolidację fiskalną, oraz możliwość gwałtownego, wymuszonego dostosowania fiskalnego w latach 2029–2030, które osłabiłoby wzrost PKB. Mocnymi stronami Polski pozostają silny wzrost gospodarczy oraz głęboki i płynny rynek kapitałowy w walucie krajowej. **S&P mogłaby ponownie obniżyć rating w przypadku dalszego narastania ryzyka dla wzrostu gospodarczego związanego z sytuacją fiskalną lub eskalacji wojny Rosji z Ukrainą.** Powrót do stabilnej perspektywy wymagałby natomiast wiarygodnych działań na rzecz trwałego ograniczenia deficytów i zadłużenia. **W naszej ocenie decyzja S&P jest kolejnym sygnałem ostrzegawczym dla polskich finansów publicznych.** Prognozy fiskalne agencji nie odbiegają istotnie od naszych, a decyzja nie wynika z pojawienia się nowych zagrożeń. Wskazuje raczej na stopniową utratę cierpliwości S&P wobec pogarszającej się sytuacji fiskalnej i rosnące znaczenie wiarygodności planów konsolidacji. Oceny agencji nie zmieniły pozytywne informacje z ostatnich tygodni, w tym spadek deficytu sektor a GG w 1h26, korzystniejsza prognoza fiskalna A.Domańskiego na 2026 oraz projekt zmian w PIT i CIT zwiększających dochody budżetowe. Silny wzrost gospodarczy i nadal znaczny potencjał krajowych instytucji finansowych do zwiększania zaangażowania w finansowanie potrzeb pożyczkowych rządu dają Polsce przestrzeń do stopniowego dostosowania fiskalnego. Brak działań zwiększa jednak ryzyko, że w przyszłości konieczna będzie gwałtowniejsza i bardziej kosztowna dla wzrostu gospodarczego konsolidacja.

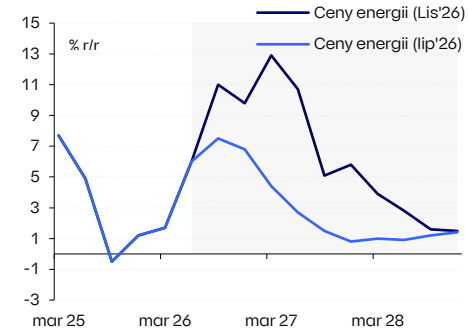
- **POL**: **Listopadowa projekcja NBP przyniosła istotne pogorszenie perspektyw inflacyjnych. Inflacja CPI ma wynieść średnio 3,1% w 2026, następnie wzrosnąć do 4,2% w 2027 i obniżyć się do 2,8% w 2028. To oznacza, że w najbliższych kwartałach przekroczy górną granicę dopuszczalnych odchyleń od celu NBP, a do przedziału 1,5-3,5% powróci dopiero w 2028.** Względem projekcji lipcowej prognozę CPI podniesiono o 0,2pp w 2026, aż o 1,5pp w 2027 i o 0,6pp w 2028. Rewizja wynika przede wszystkim ze wzrostu cen surowców energetycznych, żywności oraz osłabienia złotego. **Ceny energii (obejmujące paliwa i nośniki energii dla gospodarstw domowych) mają wzrosnąć o 8,3% w 2027 i 2,5% w 2028.** Szacunki NBP wskazują, że wycofanie programu CPN (co przyjęto w projekcji) w 2027 podnosi ścieżkę inflacji o 0,9pp. NBP prognozuje również przyspieszenie cen żywności z 0,8% w 2026 do 3,4% w 2027 oraz wzrost inflacji bazowej z 3,0% do 3,3%. Tym samym potwierdza wskazywane przez nas ryzyko, że lipcowa ścieżka cen żywności była zbyt optymistyczna. Średnioterminowa prognoza nie uwzględnia wprowadzenia ETS2 (od 2028), który wg szacunków za każde dodatkowe 10 PLN za tonę CO_2 podniósłby CPI bezpośrednio o ok. 0,06pp. **Prognozy wzrostu gospodarczego pozostały zbliżone do lipcowych i naszych. NBP** (nie uwzględniając ostatniej rewizji PKB) **zakłada wzrost PKB o 3,6% w 2026 oraz spowolnienie do 2,8% w 2027 i 2028 wraz z ograniczeniem inwestycji finansowanych ze środków unijnych.** Dynamika inwestycji ma obniżyć się z 7,2% w 2026 do 1,5% w 2027. **Pomimo wyższej inflacji rynek pracy nie powinien generować nadmiernej presji cenowej.** Wzrost wynagrodzeń ma wynieść 6,0% w 2026, 6,3% w 2027 i 6,4% w 2028, przy niewielkim spadku zatrudnienia i stopie bezrobocia w pobliżu 3,3-3,4%. **Projekcję przygotowano na podstawie danych dostępnych do 15 października. Nie uwzględnia ona zatem wyraźnie niższej od oczekiwań inflacji w październiku.** Spadek cen paliw m/m może dodatkowo obniżyć inflację w listopadzie i grudniu, dlatego prognoza NBP na 4q26, wynosząca 3,8% r/r, najpewniej okaże się zbyt wysoka. Co ważniejsze z punktu widzenia polityki pieniężnej, inflacja bazowa w 4q26 prawdopodobnie spowolni, podczas gdy projekcja NBP wskazuje na jej wzrost. Naszym zdaniem w 2027 osłabnie również dynamika płac, ograniczana przez niski wzrost płacy minimalnej, co będzie sprzyjać spadkowi inflacji bazowej. W naszej ocenie projekcja NBP może stanowić dla RPP argument za podwyżką stóp, ale dane napływające po jej dacie odcięcia przedstawiają bardziej korzystny obraz procesów cenowych, co może tłumaczyć brak podwyżki na posiedzeniu w listopadzie. W kolejnych miesiącach **kluczowe będzie potwierdzenie, że szok energetyczny nie prowadzi do trwałego wzrostu inflacji bazowej i oczekiwań inflacyjnych. Powinno to być widoczne w 2h27.** Największym ryzykiem pozostaje dalszy

Prognoza inflacji CPI w projekcjach NBP na tle naszej prognozy



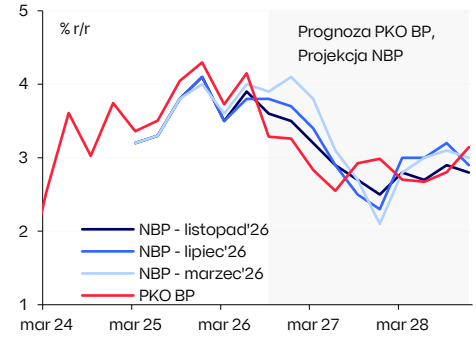
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Prognoza cen energii w projekcjach NBP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Prognoza wzrostu PKB w projekcjach NBP na tle naszej prognozy



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

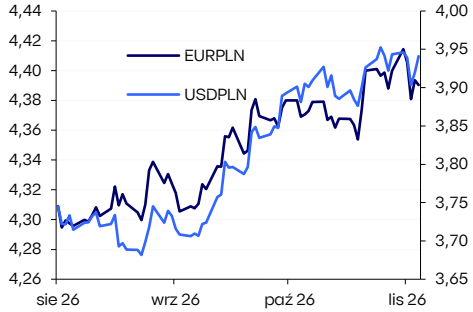
przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie. My na razie podtrzymujemy założenie o braku podwyżek stóp procentowych.

- **POL: M.Zarzecki (członek RPP powołany do Zarządu NBP) stwierdził, że nie wyklucza podwyżki stóp procentowych w grudniu i ocenił, że prawdopodobieństwo podwyżki na początku 2027 znacząco wzrosło.** Głównym argumentem jest najnowsza projekcja NBP, wskazująca na inflację wyraźnie powyżej górnej granicy odchyleń od celu. Jego zdaniem rosną przesłanki za wyprzedzającą podwyżką, zanim wyższa inflacja utrwali się w oczekiwaniach.
- **POL:** Według BIK w październiku złożono o 2,5% więcej wniosków o kredyt mieszkaniowy niż rok wcześniej. Średnia kwota wnioskowanego kredytu wyniosła 524,5 tys. PLN i była wyższa o 7,2% r/r.
- **POL:** Senat przyjął bez poprawek ustawę zmieniającą zasady opodatkowania PIT i CIT w jej pierwotnej wersji, np. bez waloryzacji progów o inflację. Ustawa trafi teraz do podpisu Prezydenta.
- **POL**: Prezydent K.Nawrocki powołał do zarządu NBP Martę Kightley, Przemysława Litwiniuka, Ludwika Koteckiego i Marcina Zarzeckiego. M. Kightley zostanie I wiceprezesem NBP. Powołanie trzech członków RPP do zarządu oznacza konieczność uzupełnienia składu RPP.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Pierwszy tydzień listopada przyniósł niewielkie umocnienie złotego względem euro i dolara. Kurs EURPLN spadł do 4,39, a USDPLN do 3,94. Na rynkach bazowych EURUSD obniżył się do 1,1140.
- Złotego wspierały jastrzębi przekaz listopadowego posiedzenia RPP oraz silnie taniejąca ropa naftowa. W przeciwnym kierunku oddziaływały eskalacja sporu wokół Trybunału Konstytucyjnego, zwiększająca premię za ryzyko instytucjonalne Polski, oraz nasilenie globalnej awersji do ryzyka, widoczne na rynkach akcji. Towarzyszyło temu umocnienie dolara, któremu dodatkowo sprzyjały lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy. W efekcie wyceniane prawdopodobieństwo grudniowej podwyżki stóp Fed wzrosło w piątek do ok. 77% z 66% dzień wcześniej. **Niewielkie tygodniowe zmiany EURPLN i USDPLN nie zmieniły zasadniczo obrazu technicznego obu par. Ich notowania pozostają blisko górnych ograniczeń średnioterminowych kanałów wzrostowych, a znaczne zaawansowanie trendów sprzyja próbom rozwinięcia głębszej korekty.**
- Intensyfikacja kontaktów dyplomatycznych między USA a Iranem, pomimo utrzymujących się napięć militarnych, podtrzymuje nasz umiarkowany optymizm co do stopniowej deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie i przywracania żeglugi przez cieśninę Ormuz. W najbliższych tygodniach powinno to sprzyjać dalszym spadkom cen ropy, które wraz z jastrzębią retoryką RPP mogą wspierać złotego. Głównym zagrożeniem dla tego scenariusza pozostaje gwałtowne nasilenie globalnej awersji do ryzyka. Piątkowa rewizja ratingu Polski przez S&P może naszym zdaniem krótkoterminowo osłabić PLN, jednak nie oczekujemy, by jej wpływ na EURPLN przekroczył 1 gr. **Zakładamy, że w perspektywie kilku–kilkunastu dni korekta na EURPLN będzie postępować, stopniowo kierując kurs w stronę 4,36. Na USDPLN oczekujemy natomiast utrzymania podwyższonej zmienności w przedziale 3,87–3,97.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej miniony tydzień przyniósł silny spadek rentowności obligacji skarbowych. **Po tak wyraźnym umocnieniu papierów w najbliższych dniach prawdopodobna wydaje się stabilizacją, a nawet niewielki korekcyjny wzrost rentowności. Taki scenariusz dodatkowo wzmacnia piątkowa decyzja S&P o obniżeniu oceny kredytowej Polski i jej perspektywy do negatywnej. Oczekujemy, że w nadchodzącym tygodniu rentowności 2-letnich polskich obligacji będą utrzymywać się w pobliżu 4,9%, a 10-letnich w okolicach 6,2%.**
- Lokalnie wyceny papierów powinna wspierać umiarkowana retoryka RPP, sygnalizująca brak potrzeby znaczącego zacieśnienia polityki pieniężnej w 2027, mimo rosnącego prawdopodobieństwa korekcyjnej podwyżki stóp w kolejnych miesiącach. Należy podkreślić, że przekaz ten został już w dużej mierze uwzględniony w wycenach. Wsparciem dla krajowego rynku długu powinno być również oczekiwane przez nas umiarkowane ograniczenie podaży obligacji w dalszej części roku. Zaplanowana na czwartek aukcja zamiany powinna mieć neutralny wpływ na notowania, podobnie jak publikacja danych o saldzie obrotów bieżących.
- Tendencje globalne sprzyjają polskim obligacjom. Oczekiwania na deeskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie, dodatkowo wzmocnione wynikami ostatnich wyborów do Kongresu USA, przyczyniły się w listopadzie do spadku cen surowców energetycznych. W efekcie inwestorzy ograniczyli wycenianą skalę podwyżek stóp procentowych przez EBC i Fed w 2027. Na tych zmianach korzystały amerykańskie obligacje. Spadkowi ich rentowności sprzyjał też napływ kapitału z rynku aktywów ryzykownych, związany m.in. z przeceną spółek rozwijających AI. Pojawia się jednak ryzyko osłabienia korzystnych tendencji na globalnym rynku długu, zwłaszcza że perspektywa trwałego rozwiązania konfliktu na Bliskim Wschodzie pozostaje niepewna.

Waluty



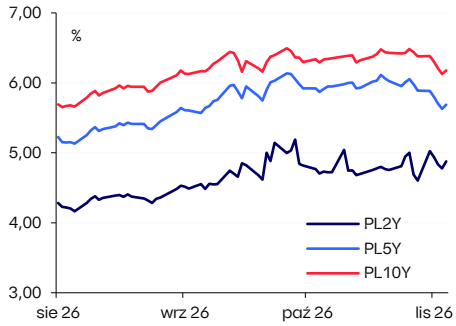
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	4q26	1q27
EURPLN	4,36	4,35
USDPLN	3,86	3,85
CHFPLN	4,64	4,58
EURUSD	1,13	1,13
EURCHF	0,94	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



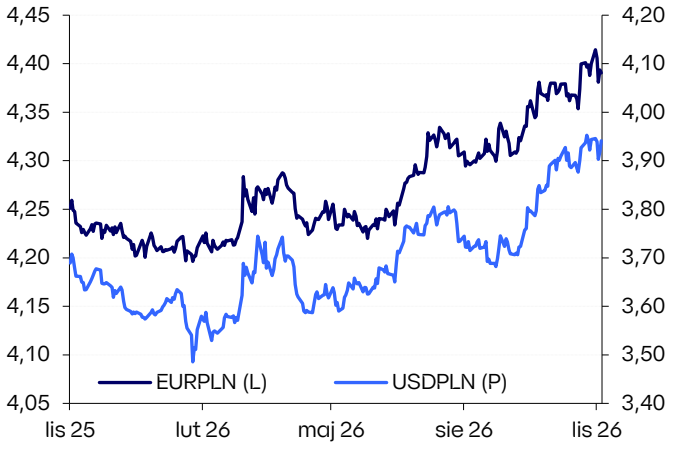
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

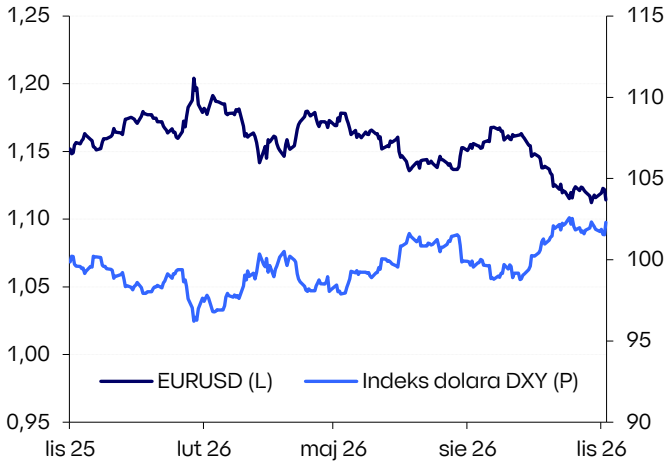
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

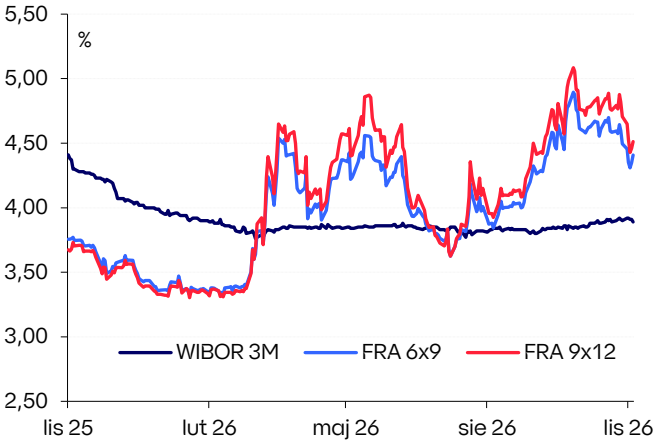
PLN vs główne waluty



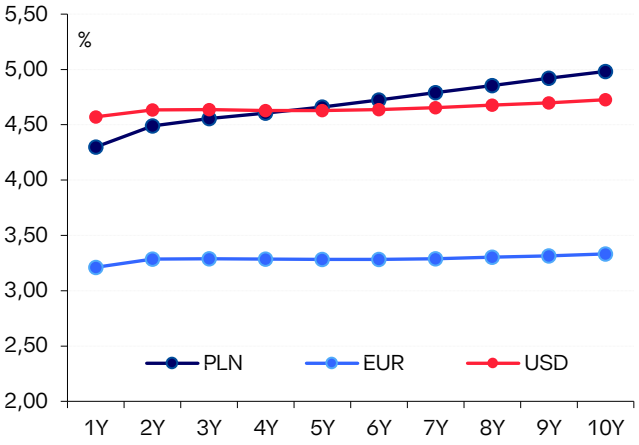
Notowania USD



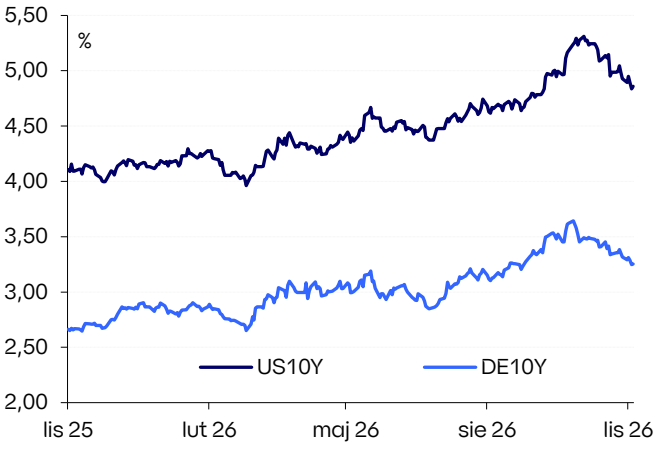
Krótkoterminowe stopy procentowe



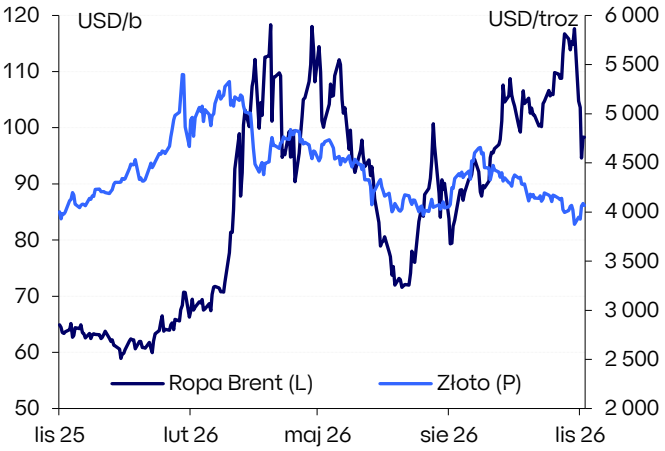
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 6 listopada						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	08:00	% m/m	1	0,5	--	0,7
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	08:00	% r/r	0,7	1,2	--	0,4
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	11:00	% r/r	1,3	0,6	--	0,4
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paź.)	14:30	tys.	60	55	79	165
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paź.)	14:30	% r/r	3,2	2,9	--	3,1
USA: Stopa bezrobocia (paź.)	14:30	%	4,2	4,2	--	4,1
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., wst.)	16:00	pkt	48,0	48,2	--	51
POL: Ocena ratingu wg S&P (waluta zagraniczna)	**--**	**--**	**A-**	**A-**	**A-**	**A-**
Poniedziałek, 9 listopada						
CHN: Inflacja PPI (paź.)	2:30	% r/r	5,0	5,3	--	5,7
CHN: Inflacja CPI (paź.)	2:30	% r/r	0,9	0,8	--	0,7
GER: Eksport (wrz.)	8:00	% m/m	-0,8	--	--	--
GER: Import (wrz.)	8:00	% m/m	0,9	--	--	--
EUR: Indeks Sentix (lis.)	10:30	pkt	2,7	--	--	--
Wtorek, 10 listopada						
HUN: Inflacja CPI (paź.)	8:30	% r/r	1,6	2,0	2,0	--
CZE: Inflacja CPI (paź., rew.)	9:00	% r/r	2,5	2,4	2,4	--
USA: Inflacja CPI (paź.)	14:30	% r/r	3,7	3,9	3,9	--
Środa, 11 listopada						
GER: Inflacja CPI (paź., rew.)	8:00	% r/r	3,3	2,8	--	--
GER: Inflacja HICP (paź., rew.)	8:00	% r/r	3,3	2,8	--	--
Czwartek, 12 listopada						
ROM: Inflacja CPI (paź.)	8:00	% r/r	6,61	6,85	6,9	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	189	195	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (paź.)	16:00	mln	3,99	3,87	--	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	--
Piątek, 13 listopada						
ROM: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-2,7	-4,0	--	--
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	-0,2	-1,1	-0,1	--
POL: Inflacja CPI (paź., rew.)	**9:30**	**% r/r**	**4,1**	**3,5**	**3,5**	--
POL: Wzrost PKB (3q)	**9:30**	**% r/r**	**4,1**	**3,6**	**3,3**	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,2	1,3	--	--
EUR: Bilans handlowy (wrz.)	11:00	mld	-6,8	--	--	--
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	0,5	--	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	**14:00**	**mld EUR**	**-3,567**	**-2,56**	**-2,56**	--
POL: Eksport (wrz.)	**14:00**	**% r/r**	**13,2**	**11,9**	**11,9**	--
POL: Import (wrz.)	**14:00**	**% r/r**	**15,4**	**14,0**	**13,5**	--
USA: Inflacja PPI (paź.)	14:30	% r/r	6,3	6,6	--	--

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.