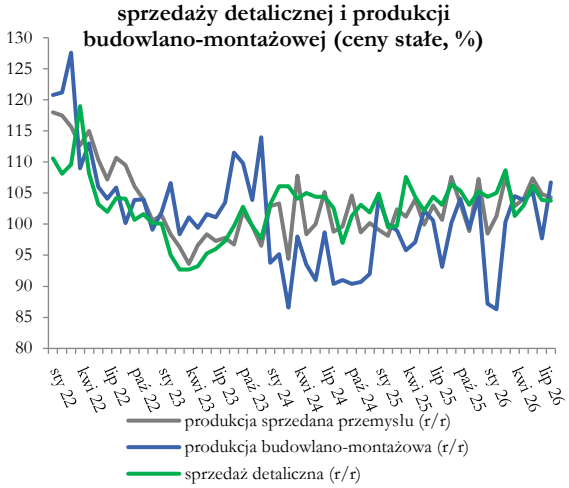
Biuletyn Makroekonomiczny

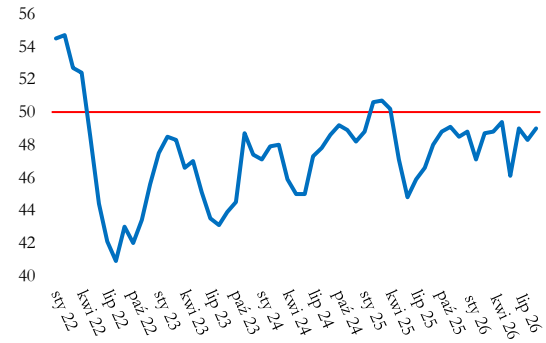
NUMER 10/2026 14 PAŹDZIERNIKA 2026 ROKU

przegląd makroekonomiczny

Dynamika produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej (ceny stałe, %)



Wskaźnik koniunktury PMI dla polskiego sektora przemysłowego



Źródło: GUS, S&P Global.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

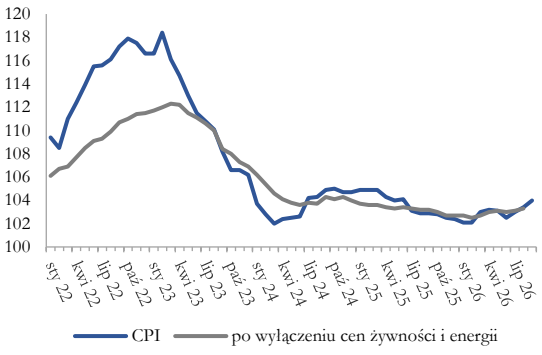
Polska

- Zgodnie z danymi GUS, we wrześniu 2026 r. wskaźniki w większości prezentowanych sektorów wskazały na pogorszenie lub stabilizację **koniunktury w gospodarce** w stosunku do sierpnia br. Najbardziej znaczące pogorszenie odnotowano w zakwaterowaniu i gastronomii, gdzie nastąpiło istotne osłabienie prognoz, czego nie zrekompensowała jednoczesna poprawa ocen sytuacji bieżącej. Najbardziej pesymistyczne nastroje dominują wśród podmiotów z sekcji przetwórstwo przemysłowe, a wartość wskaźnika je mierzącego kształtuje się poniżej średniej długookresowej (-5,8 vs 0,3).
- Według GUS we wrześniu 2026 r. odnotowano poprawę w stosunku do poprzedniego miesiąca **nastrojów konsumenckich** dotyczących obecnej sytuacji, przy jednoczesnym pogorszeniu przewidywań. W porównaniu z sierpniem najbardziej poprawiła się ocena obecnej możliwości dokonywania ważnych zakupów. Wyższe wartości osiągnęły również oceny przyszłej oraz obecnej sytuacji ekonomicznej kraju. Istotnie niższe wartości niż przed miesiącem odnotowano dla ocen obecnej oraz przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, a także prognoz przyszłego poziomu bezrobocia. Respondenci oczekiwali wzrostu cen w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy (72,3% wskazań wobec 71,2% miesiąc temu), a według 61,2% (58,3% miesiąc temu i 56,2% rok temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.
- **Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego we wrześniu powrócił do lipcowego poziomu, wynoszącego 49,0 pkt. Liczba zamówień otrzymanych przez polskich producentów spadła we wrześniu osiemnasty miesiąc z rzędu. Wynikało to z trudnych warunków popytowych na rynku oraz presji cenowych. Zamówienia eksportowe skurczyły się dziesiąty miesiąc z rzędu. Mimo to ogólny spadek nowych zleceń wyhamował w stosunku do wyników odnotowanych w sierpniu. Wolniejszy był też spadek produkcji przemysłowej. We wrześniu producenci wciąż redukowali miejsca pracy (szesnasty raz w ciągu siedemnastu miesięcy), choć wolniej, niż wcześniej, a to z uwagi na oznaki narastającej presji na moce produkcyjne. Były one również przyczyną lepszych prognoz: ogólny optymizm biznesowy był najwyższy od maja br., choć nastroje pozostały słabe.
- **Produkcja sprzedana przemysłu** w sierpniu 2026 r. w cenach stałych, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób, według GUS była wyższa o 4,3% r/r i niższa o 7,5% m/m. Po wyeliminowaniu czynnika sezonowego nastąpił wzrost o 3,0% r/r i spadek o 1,2% m/m. Spośród głównych grupowań przemysłowych zaobserwowano wzrost w skali roku w produkcji dóbr: zaopatrzeniowych (o 8,5%), konsumpcyjnych nietrwałych (o 4,8%) oraz inwestycyjnych (o 4,7%). Zmniejszyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych (o 7,0%) oraz dóbr związanych z energią (o 0,5%). W ujęciu rocznym wzrost (w cenach stałych) nastąpił w 25 (spośród 34 i wobec 26 miesiąc temu) działach, a najsilniejszy był m.in. w produkcji w produkcji urządzeń elektrycznych, maszyn i urządzeń, metali, komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych. Spadek wystąpił w 9 działach (8 miesiąc temu), m.in. w produkcji wyrobów tekstylnych i mebli, pojazdów samochodowych, przyczep i naczep.
- **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w sierpniu 2026 r. wzrosły o 4,2% r/r i o 0,6% m/m. Ceny w przetwórstwie przemysłowym zwiększyły się mocniej, bo o 4,6% r/r i o 0,6% m/m.
- **Produkcja budowlano-montażowa** (w cenach stałych), sprzedana w sierpniu 2026 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była

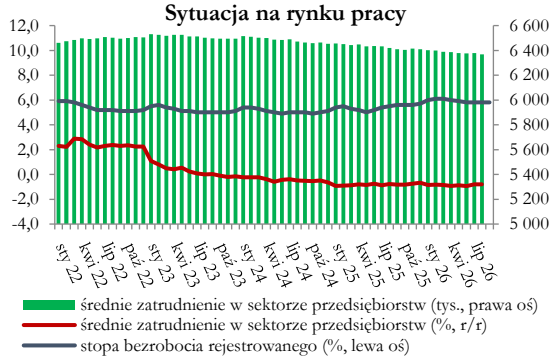
wyższa o 6,7% r/r i niższa o 0,6% m/m. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja była wyższa o 4,3% r/r i o 1,9% m/m. W porównaniu z lipcem 2026 r. produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w przedsiębiorstwach zajmujących się wznoszeniem budynków (o 16,5%) oraz realizujących roboty budowlane specjalistyczne (o 4,6%), natomiast zwiększyła się w przedsiębiorstwach budujących obiekty inżynierii lądowej i wodnej (o 12,3%). **Ceny produkcji budowlano-montażowej** w sierpniu 2026 r. wzrosły o 6,2% r/r (najsilniej od maja 2025 r.) i o 0,3% m/m.

- Zgodnie z danymi GUS od stycznia do sierpnia 2026 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 132,2 tys. mieszkań, więcej o 4,5% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 81,5 tys. mieszkań – o 2,5% r/r więcej. Inwestorzy indywidualni oddali 45,2 tys. mieszkań, co oznaczało wzrost o 4,4% r/r. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (127,4 tys.) była o 20,6% r/r wyższa, a dla inwestorów indywidualnych (61,0 tys.) – wyższa o 7,3% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 91,6 tys. mieszkań (więcej o 3,5% r/r), a inwestorzy indywidualni – 57,5 tys. (o 4,0% r/r więcej). Sierpień przyniósł poprawę aktywności w budownictwie mieszkaniowym.
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w sierpniu 2026 r. zwiększyła się o 3,8% r/r i spadła o 0,3% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 4,6% r/r i o 1,0% m/m niższa. Sprzedaż detaliczna (w cenach stałych) w porównaniu z sierpniem 2025 r. wzrosła m.in. w przypadku pojazdów samochodowych, motocykli i części (o 11,7%) oraz mebli, RTV i AGD (o 10,6%). W grupie o najwyższym udziale w sprzedaży detalicznej, jaką jest „żywność, napoje i wyroby tytoniowe", nastąpił wzrost o 1,0%. Spadek sprzedaży odnotowano w jednostkach sprzedających tekstylia, odzież i obuwie (o 2,7%).
- Z danych GUS wynika, że **obroty towarowe handlu zagranicznego** w okresie od stycznia do lipca 2026 r. wyniosły w cenach bieżących 961,0 mld zł w eksporcie oraz 979,6 mld zł w imporcie. Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 18,6 mld zł. W porównaniu z analogicznym okresem 2025 r. eksport wzrósł o 6,0%, a import o 6,4%. Według NBP w lipcu 2026 r. utrzymały się wysokie dynamiki obrotów towarowych. Wzrosty te są wynikiem zarówno stopniowo poprawiającej się koniunktury w części branż przetwórstwa przemysłowego, jak i wyższych cen w handlu światowym. W wyniku tych tendencji, wartość eksportu wzrosła do 135,5 mld zł, tj. o 12,0% r/r. Tak jak w poprzednich miesiącach, zdecydowanie najwyższy wzrost wartości nastąpił w eksporcie sprzętu komputerowego. Z kolei wzrost cen sprzyjał utrzymaniu się wysokich dynamik w eksporcie miedzi, surowego srebra oraz produktów naftowych. Wartość importu towarów wzrosła do 143,5 mld zł, tj. o 14,3% r/r. Największy wpływ na wzrost wartości importu miały w omawianym okresie dobra inwestycyjne, w tym przede wszystkim sprzęt komputerowy. Wysoka dynamika utrzymała się także w imporcie towarów zaopatrzeniowych. W lipcu 2026 r. po raz pierwszy największym dostawcą towarów do Polski były Chiny, wyprzedzając Niemcy. Wyższa dynamika importu niż eksportu wpłynęła na pogorszenie się salda obrotów towarowych. Deficyt ukształtował się na poziomie 8,0 mld zł wobec 4,5 mld zł w roku poprzednim.
- W sierpniu 2026 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,8% r/r (trzydziesty piąty raz z rzędu) i o 0,2% m/m. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto wzrosło nominalnie o 5,6% r/r i spadło o 2,6% m/m. Realny fundusz płac zwiększył się trzydziesty siódmy miesiąc z rzędu, o 1,3% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w sierpniu 2026 r. były wyższe o 3,4% r/r i o 0,3% m/m. W porównaniu z sierpniem 2025 r. wyższe ceny m.in. w zakresie: transportu (o 11,2%), użytkowania mieszkania lub domu, zaopatrzenia w wodę, energię elektryczną, gaz i inne paliwa (o 4,6%), rekreacji, sportu i kultury (o 6,5%), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 6,6%) oraz zdrowia (o 4,7%) podniosły wskaźnik CPI odpowiednio o: 1,13, 0,94, 0,42, 0,32 i 0,29 p.p. Niższe ceny m. in. w zakresie żywności i napojów bezalkoholowych (o 0,9%) oraz odzieży i obuwia (o 2,9%) obniżyły ten wskaźnik odpowiednio o 0,23 i 0,10 p.p. Inflacja bazowa w sierpniu br. osiągnęła 3,3% r/r i 0,3% m/m. Wstępny odczyt CPI we wrześniu 2026 r. wyniósł 4,0% r/r i 0,7% m/m.
- **Podstawowe produkty rolne** w sierpniu 2026 r. w skupie zdrożały w porównaniu z lipcem br. (o 1,8%), a w stosunku do czerwca 2025 r. były tańsze o 12,3%. W sierpniu 2026 r. po cenach wyższych niż w poprzednim miesiącu skupowano większość produktów rolnych. Spadły tylko ceny żyta i owsa, a ceny pszenżyta nie uległy zmianie.
- W sierpniu 2026 r. stan bankowych **kredytów złotowych dla przedsiębiorstw niefinansowych** wzrósł o 6,3% r/r i o 0,9% m/m, wynosząc 322,2 mld zł. W skali miesiąca nastąpił wzrost stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym (o 0,9%) i stanu kredytów o charakterze bieżącym (o 1,0%). Stan **kredytów złotowych dla gospodarstw domowych** urósł o 0,9% m/m i o 9,7% r/r, osiągając 833,2 mld zł. W skali miesiąca stan złotowych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe powiększył się o 1,0%. Taki sam wzrost odnotowano w przypadku konsumpcyjnych kredytów złotowych. Stan kredytów o charakterze bieżącym dla przedsiębiorców indywidualnych i rolników indywidualnych spadł o 0,1%.
- Na październikowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej pozostawiono **podstawowe stopy procentowe NBP** bez zmian. W lakonicznym komunikacie wydanym po posiedzeniu zwrócono uwagę, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają decyzje regulacyjne w zakresie cen energii. Na konferencji prasowej dzień po posiedzeniu prezes NBP A. Glapiński podkreślił, że na razie zjawisko przenoszenia wzrostu cen paliw na inne kategorie dóbr i usług nie występuje.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Sytuacja na rynku pracy



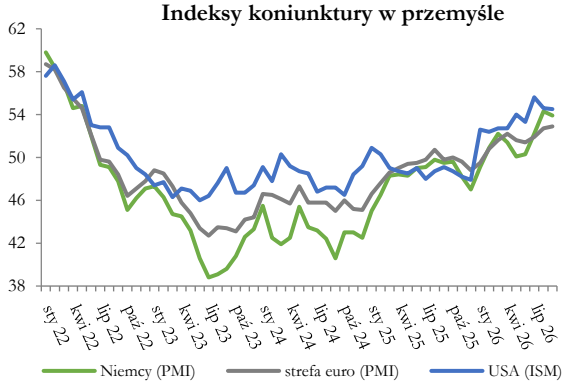
Źródło: GUS, NBP.

Świat

- **Zamówienia w amerykańskim przemyśle** w sierpniu 2026 r. powiększyły się nieznacznie, o 0,1% m/m. **Produkcja przemysłowa** nie zmieniła się w porównaniu z lipcem, rosnąc o 1,4% w porównaniu z sierpniem 2025 r. Ciążyło jej przetwórstwo przemysłowe, w którym odnotowano spadek produkcji o 0,3% m/m. Wykorzystanie **mocy produkcyjnych** również pozostało na poziomie zbliżonym do tego w ubiegłym miesiącu, wynosząc 76,3%, i było niższe od średniej długoterminowej, przewyższającej 79%.

- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2026 r. niemal nie zmieniły się w porównaniu z poprzednim miesiącem (spadek o 0,1%), a po wyeliminowaniu zamówień na środki transportu odnotowano wzrost o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,7% m/m w lipcu (po korekcie). Był to wynik przewyższający oczekiwania rynkowe.
- Zgodnie z finalnym odczytem, **PKB** w Stanach Zjednoczonych w II kwartale 2026 r. wzrósł o 2,2% w ujęciu annualizowanym (wobec 1,5% w poprzednim odczycie). Konsumpcja prywatna zwiększyła się o 3,8% w tym samym ujęciu.
- **Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym** we wrześniu 2026 r. zwiększyło się tylko o 29 tys. miejsc pracy po wzroście w sierpniu o 133 tys. (po korekcie). Zatrudnienie w sektorze prywatnym zwiększyło się o 46 tys. miejsc pracy. Płaca godzinowa wzrosła o 3,0% r/r i o 0,1% m/m, słabiej, niż miesiąc temu. Stopa bezrobocia wzrosła o 10 p.b. w porównaniu z sierpniem, do 4,2%.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2026 r. odbiła po lipcowym spadku o 1,2% m/m, rosnąc zarazem o 6,0% r/r. Po wyłączeniu sprzedaży samochodów i paliw również odnotowano wzrost o 1,2% m/m. Sprzedaż wzrosła mocniej od oczekiwań i potwierdziła stabilność konsumpcji.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, we wrześniu 2026 r. spadł z 88,6 pkt w sierpniu do 81,9 pkt. Pogorszyły się zarówno oceny sytuacji bieżącej i oczekiwania. Indeks mierzący oczekiwania wyniósł 63,6 pkt i pozostał znacznie poniżej poziomu 80,0 pkt, czyli granicy wyznaczającej równowagę tendencji recesyjnych i wzrostowych w gospodarce w ciągu sześciu miesięcy. Pesymizm stymulowały obawy o sytuację na rynku pracy i dalszy wzrost cen.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu we wrześniu niemal pozostał na sierpniowym poziomie, wynosząc 54,5 pkt. Odnotowano dziewiąty z rzędu wzrost liczby nowych zamówień. Osłabła za to produkcja, co wpłynęło na wzrost zaległości produkcyjnych. Nastąpił też istotny wzrost cen wyrobów gotowych. W dwunastu z osiemnastu badanych sektorach gospodarki nastąpiła poprawa koniunktury, a w dwóch odnotowano jej pogorszenie.
- **Inflacja PCE** w sierpniu 2026 r. w Stanach Zjednoczonych wyniosła 3,4% r/r oraz 0,3% m/m, a w ujęciu bazowym 3,0% r/r i 0,2% m/m, wyraźnie mniej niż miesiąc temu. Inflacja CPI w sierpniu 2026 r. wyniosła 3,4% r/r i 0,4% m/m, a inflacja bazowa osiągnęła 2,4% r/r i 0,3% m/m. Dane potwierdziły utrzymywanie się presji inflacyjnej w Stanach Zjednoczonych.
- Na wrześniowym posiedzeniu **Federalnego Komitetu Otwartego Rynku** jednogłośnie zdecydowano o podwyżce stopy funduszy federalnych o 25 p.b., do przedziału 3,75–4,00%. Przesłanką tej decyzji było utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie. Mediana prognoz członków Komitetu wskazuje, że w 2026 r. stopa funduszy federalnych zostanie podniesiona jeszcze raz, do przedziału 4,00–4,25%, w którym pozostanie w całym 2027 r., choć znacząca część członków Komitetu dopuszcza jej podwyżki. W 2028 r. możliwy jest powrót do przedziału 3,75–4,00%, a w 2029 r. – do przedziału 3,50–3,75%. Na konferencji prasowej po posiedzeniu K. Warsh, przewodniczący Komitetu, orzekł, że warunki finansowe w Stanach Zjednoczonych są wciąż mało restrykcyjne.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w lipcu 2026 r., po wyeliminowaniu sezonowości, nie zmieniła się w skali miesiąca i spadła o 2,0% r/r. Największe spadki w porównaniu z czerwcem odnotowano na Węgrzech, w Polsce i Szwecji.
- **Produkcja przemysłowa** w lipcu 2026 r. w strefie euro spadła w skali miesiąca o 0,1% i nie zmieniła się w skali roku. Nastąpił silny spadek produkcji nietrwałych dóbr konsumpcyjnych (o 1,6% m/m i o 4,5% r/r), będący skutkiem narastającej konkurencji ze strony Chin.
- **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w sierpniu 2026 r. wzrosły o 1,9% m/m i o 8,2% r/r. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 0,2% m/m i o 3,3% r/r. Ceny dóbr związanych z energią były wyższe o 5,6% m/m i o 21,0% r/r.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w sierpniu 2026 r. nieznacznie wzrosła w porównaniu z lipcem, bo o 0,1% m/m, a w skali roku była wyższa o 0,8%.
- Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w sierpniu 2026 r. wyniosła 6,4%, tak jak w czerwcu i lipcu, wobec 6,3% w sierpniu 2025 r.
- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro we wrześniu 2026 r. wyniosła 3,8% r/r oraz 0,6% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,5% r/r oraz 0,2% m/m. Ceny związane z energią były wyższe o 18,8% r/r i o 3,9% m/m.
- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący ogólny klimat koniunktury, we wrześniu 2026 r. nieznacznie spadł z 98,4 pkt w sierpniu do 97,9 pkt. Pogorszenie było spowodowane silnym osłabieniem nastrojów konsumenckich. W pozostałych badanych obszarach koniunktura uległa polepszeniu. Najsilniejszą poprawę ocen odnotowano w przemyśle, gdzie ankietowani odczuwali poprawę popytu. Istotną poprawę odnotowano też w budownictwie.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro we wrześniu 2026 r. niemal pozostał na sierpniowym poziomie, wynosząc 52,9 pkt. W porównaniu z sierpniem utrzymało się tempo wzrostu produkcji przemysłowej, podtrzymane najsilniejszym od roku ożywieniem w niemieckim przemyśle. Wyższej liczbie nowych zamówień z wewnątrz strefy euro towarzyszył także wzrost nowych zamówień eksportowych, który utrzymał się drugi miesiąc z rzędu. Zatrudnienie w europejskim przemyśle nie zmieniło się, ponieważ wzrost liczby miejsc pracy w Niemczech został skompensowany jej spadkiem we Francji. W tej sytuacji nieco wzrosły zaległości produkcyjne. Odnotowano ponowne nasilenie presji inflacyjnej, zarówno po stronie kosztów produkcji, jak i cen wyrobów gotowych. Ponownie wydłużyły się łańcuchy dostaw. Nastroje przedsiębiorców osłabły, głównie we Francji, a w Niemczech pozostały stabilne w porównaniu z sierpniem.
- Prezes EBC Ch. Lagarde po wrześniowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC zapowiedziała, że kolejne decyzje w sprawie **stóp procentowych w strefie euro** będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie. Będą one ukierunkowane na sprowadzenie inflacji do celu, wynoszącego 2,0%. Według niej, na razie nie doszło do przeniesienia wzrostu cen paliw na ceny pozostałych dóbr i usług, a więc do tzw. efektu drugiej rundy.

Indeksy koniunktury w przemyśle



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
3,75	1,25	2,65	3,75–4,00	0,00
od 18 grudnia 2025 r.	od 24 września 2026 r.	od 16 września 2026 r.	od 17 września 2026 r.	od 20 czerwca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

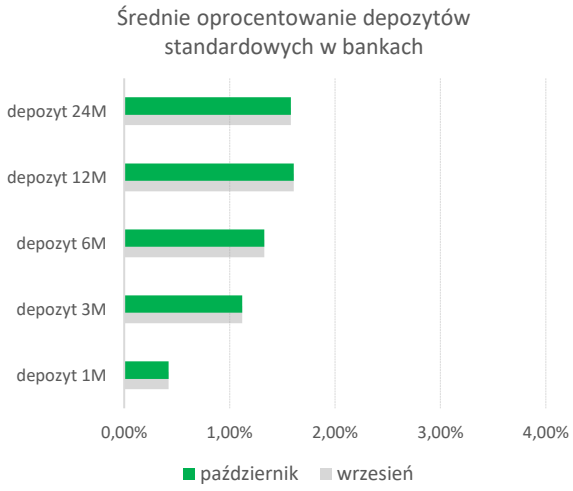
Przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

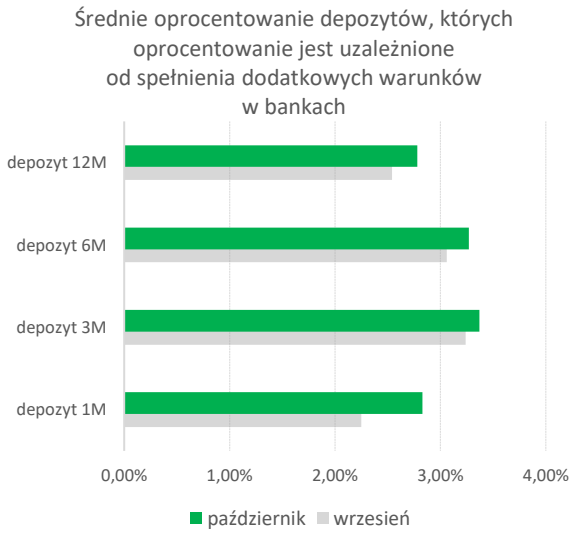
rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec sierpnia 2026 r. zwiększyły się o 4 984,4 mln zł (0,32%) w porównaniu z ubiegłym miesiącem, osiągając poziom 1 538 872 mln zł. W stosunku do lipca br. stan depozytów terminowych złożonych w bankach zwiększył się o 1 068 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 3 915 mln zł. Na koniec sierpnia stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 3 141 mln zł i tym samym zwiększył się o 1,89% w porównaniu z poprzednim miesiącem. Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 2,80% (spadek o 0,01 p.p. m/m).

Zgodnie z jednomyślnymi prognozami rynkowymi, Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych NBP bez zmian, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 3,75% (obowiązującym od ostatniej obniżki w marcu 2026 r.). Decyzja ta zapadła w otoczeniu wyraźnego odbicia inflacji, która według szybkiego szacunku GUS we wrześniu wzrosła do 4,0% r/r (z 3,4% w sierpniu), po raz pierwszy od ponad roku opuszczając pasmo wahań wokół celu inflacyjnego. Choć RPP wstrzymała się z ruchem, presja na zacieśnienie polityki monetarnej w Polsce rośnie, zwłaszcza w świetle ostatnich podwyżek stóp procentowych wdrożonych przez Fed oraz Europejski Bank Centralny (EBC).

Średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,42% (bez zmian m/m), 3 miesięcy – 1,12% (bez zmian m/m), 6 miesięcy – 1,33% (bez zmian m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,61% (bez zmian m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,58% (bez zmian m/m). Lepiej prezentuje się oferta oprocentowania depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami. Dla tego typu lokat o stałej stopie średnie oprocentowanie na początku października wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 2,83% (wzrost o 0,58 p.p. m/m), a dla 3-miesięcznych 3,37% (wzrost o 0,13 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,27% (wzrost o 0,21 p.p. m/m) i 2,78% (wzrost o 0,24 p.p. m/m). Średnie oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 4,71% (wzrost o 0,03 p.p. m/m).





Źródło: strony internetowe banków.

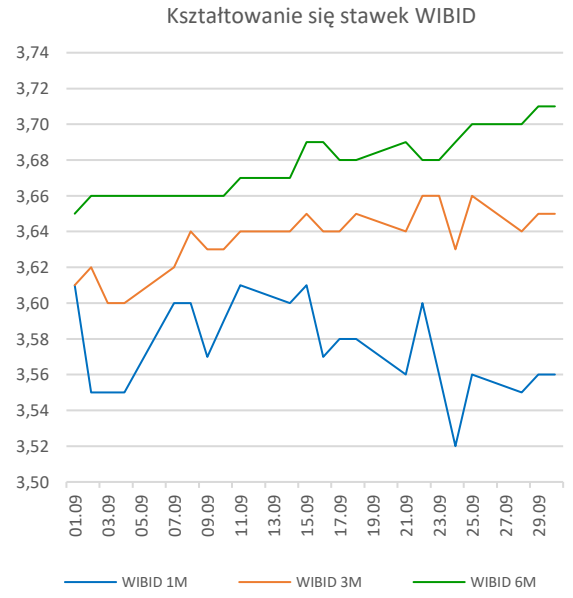
rynek międzybankowy

We wrześniu obserwowano systematyczny niewielki wzrost stóp procentowych. Na koniec miesiąca WIBID na trzy miesiące wynosił 3,65%, a WIBOR kształtował się na poziomie 3,85% (koniec sierpnia odpowiednio 3,60% i 3,80%). WIBID sześciomiesięczny wynosił 3,71% a WIBOR 3,91% (koniec sierpnia: 3,65% i 3,85%).

rynek długu

Przez światowy rynek długu we wrześniu przeszła fala wyprzedaży. Utrzymująca się presja inflacyjna, podwyżki stóp przez EBC i FED oraz wciąż wysokie ceny ropy sprzyjały wzrostom rentowności. Nie pomagała sytuacja geopolityczna – na Bliskim Wschodzie zamiast uspokojenia sytuacji doszło do uszkodzeń rurociągów Arabii Saudyjskiej omijających Ormuz, wciąż nie widać też końca wojny Rosji z Ukrainą.

W takiej konfiguracji zewnętrznej polski rynek długu praktycznie nie miał wyboru i zachował się zgodnie z rynkami bazowymi. Rentowności naszych obligacji wystrzeliły w górę, z największą zmianą w tenorze dwuletnim (+54 p.b. m/m). Krzywa dochodowości jest coraz wyżej, warto odnotować jednak jej lekkie wypłaszczenie. Spread między tenorami 10-2 wyniósł na koniec miesiąca 133 p.b. w porównaniu do 160 p.b. na koniec sierpnia.



Źródło: LSEG Workspace.

Na rynku pierwotnym MF przeprowadził jeden przetarg zamiany i dwa przetargi sprzedaży. Na aukcji zamiany odkupione zostało 4,2 mld zł długu zapadającego w latach 2026–2027, w zamian sprzedano 4,2 mld zł obligacji zapadających w latach 2029–2036. Na dwóch aukcjach sprzedaży MF uplasował 24 mld zł długu przy popycie przekraczającym 38 mld zł, z dodatkową sprzedażą wynoszącą ponad 1,8 mld zł.

Podsumowując miesiąc na krajowym rynku długu, na koniec września 2026 r. rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 4,99%, obligacji 5-letnich na 5,95%, a obligacji 10-letnich na 6,32% wobec odpowiednio 4,45%, 5,45% i 6,05% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Po spokojnym sierpniu, na rynku walutowym we wrześniu zdecydowanie nie brakowało emisji. Jastrzębia retoryka FED połączona z podwyżką stóp procentowych, utrzymanie się ryzyka geopolitycznego oraz wzrosty rentowności na rynkach długu przełożyły się na wyraźne wzmocnienie dolara amerykańskiego. USD pozostaje w takich momentach „bezpieczną przystanią", mimo wielu głosów wieszczących od jakiegoś czasu kres globalnej dominacji dolara. Kurs EURUSD we wrześniu spadł o blisko 2,5%, co naturalnie musiało przełożyć się na słabsze zachowanie walut rynków wschodzących, w tym Polski. Złoty nie przejął się zbyt mocno obniżką ratingu krajowego i ewidentnie reagował w ostatnich tygodniach przede wszystkim na sytuację zewnętrzną, przez co wyraźnie stracił na wartości w stosunku do USD, a w nieco mniejszym stopniu osłabił się też do EUR. USDPLN przekroczył barierę 3,80 zł, tym samym znalazł się na najwyższym poziomie od półtora roku, a w przypadku EURPLN dotarł do górnej granicy wahań z ostatnich 2,5 roku (głównie 4,20–4,40).

Podsumowując wrzesień na krajowym rynku, złoty osłabił się m/m o 0,8% w stosunku do EUR oraz o 3,3% w relacji do USD. Na koniec września na rynku walutowym za euro płacono 4,362 zł, a za dolara amerykańskiego 3,847 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,324 zł i 3,723 zł na koniec sierpnia.

rynek giełdowy

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł we wrześniu o 3,17% m/m, natomiast w stosunku do września ub.r. odnotowano wzrost o 47,97%. Na ostatniej sesji miesiąca wartość indeksu WIG wyniosła 157 384,98 pkt, miesięczne minimum sięgnęło 150 385,53 pkt, a maksimum 159 113,00 pkt.

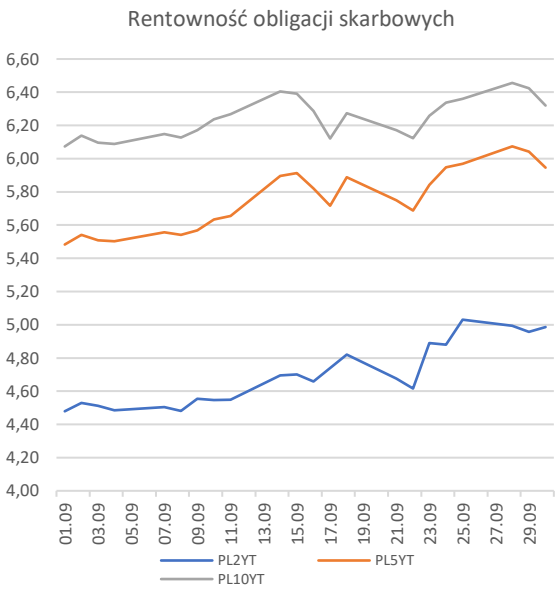
Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 59,29 mld zł, wobec 51,35 mld zł w sierpniu 2026 r. oraz 37,63 mld zł we wrześniu 2025 r.

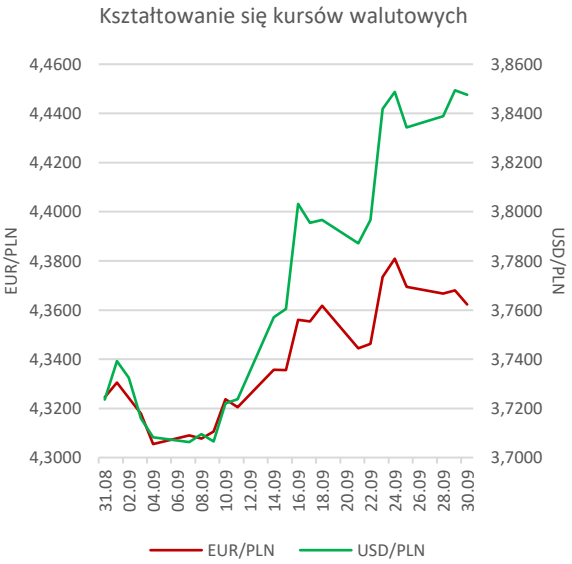
Indeks WIG20 we wrześniu zanotował wzrósł o 3,95% m/m. W relacji do września ub.r. WIG20 wzrósł o 47,92%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 47,48 mld zł, co stanowiło około 75,56% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w sierpniu 2026 r. było to 81,21%).

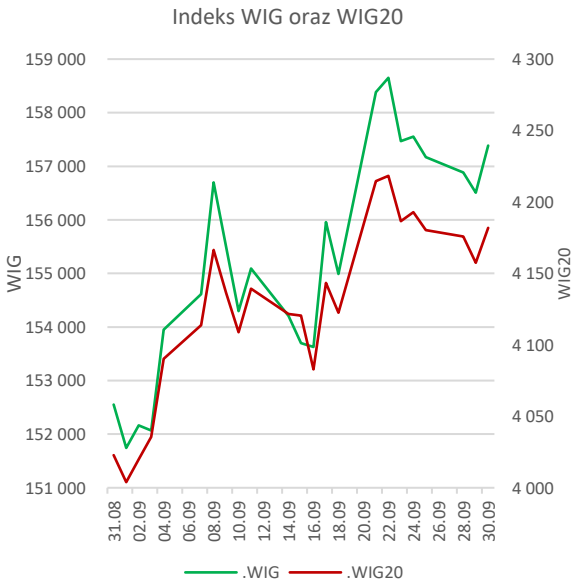
Na koniec III kwartału 2026 r. popyt utrzymał swoją dominację, więc kwartał był wygraną popytu. Przed nami ostatni kwartał, a do tej pory od stycznia WIG zanotował ponad 34% wzrostu. Rok 2024 pokazał wzrost o ponad 47%, więc poprzeczka jest wysoko.

Najlepiej we wrześniu 2026 r. radziły sobie spółki z sektora energetycznego, osiągając wzrost o 18,38% (WIG-energia), następnie branża odzieżowa, notująca wzrost o 15,14% (WIG-odzież). Najgorzej radziły sobie spółki z branży chemicznej, notując spadek o 13,44% (WIG-Chemia), oraz z branży górniczej, która zanotowała spadek o 7,50% (WIG-górnictwo). WIG-BANKI wzrósł o 8,68%.

We wrześniu 2026 r. na GPW nie było debiutów.







Źródło: LSEG Workspace.

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	3Q 25	4Q 25	1Q 26	2Q 26
PKB (%, r/r)	3,8	4,1	3,5	3,9
Konsumpcja prywatna (%, r/r)	3,5	4,3	3,3	2,8
Inwestycje (%, r/r)	6,8	6,6	2,4	8,4

Wyszczególnienie	IX'25	X'25	XI'25	XII'25	I'26	II'26	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26	IX'26
Inflacja CPI (%, m/m)	0,0	0,1	0,1	0,0	0,7	0,3	1,1	0,6	-0,3	-0,5	0,8	0,3	0,7
Inflacja CPI (%, r/r)	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1.	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	3,0	3,4	4,0
Saldo budżetu Państwa (w mld zł, narastająco)	-201,4	-227,1	-244,9	-275,7	-3,7	-48,5	-69,6	-89,3	-108,2	-123,7	-141,1	-151,1	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 868,7	1 894,1	1 908,8	1 952,0	1 998,3	2 037,5	2 050,6	2 088,8	2 135,6	2 191,5	2 213,0	2 249,1	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	-797	1 767	-402	-2 194	1 312	-632	272	-1 541	-1 360	-2 216	-2 419	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (%, r/r)	107,6	103,3	98,9	107,3	98,5	101,3	107,5	102,9	104,1	107,4	104,8	104,3	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	8 750,34	8 865,12	9 078,16	9 583,31	9 002,47	9 135,69	9 652,19	9 530,74	9 173,24	9 401,58	9 509,02	9 259,54	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8	5,8
Stopa referencyjna NBP (%)	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
WIBOR 3M (%)	4,72	4,38	4,22	3,99	3,90	3,80	3,85	3,84	3,86	3,85	3,82	3,80	3,85
WIBOR 6M (%)	4,58	4,27	4,08	3,87	3,79	3,71	3,89	3,88	3,94	3,90	3,84	3,85	3,91
POLSTR 3M (%)	4,79	4,62	4,37	4,07	3,84	3,75	3,73	3,64	3,57	3,53	3,56	3,58	3,57
POLSTR 6M (%)	5,10	4,89	4,70	4,46	4,25	4,08	3,91	3,76	3,67	3,64	3,62	3,59	3,57
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,6315	3,6751	3,6624	3,6016	3,5379	3,5804	3,7408	3,6460	3,6395	3,7708	3,7425	3,7314	3,8449
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2692	4,2543	4,2369	4,2267	4,2131	4,2233	4,2894	4,2589	4,2322	4,2963	4,3128	4,3264	4,3672

Prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	3Q 26	4Q 26	1Q 27	2Q 27
PKB (%, r/r)	*3,6*	*3,4*	*3,3*	*3,0*
Konsumpcja prywatna (%, r/r)	*3,1*	*2,8*	*3,0*	*3,0*
Inwestycje (%, r/r)	*9,0*	*10,5*	*6,0*	*4,0*

Wyszczególnienie	X'26	XI'26	XII'26	I'27	II'27	III'27	IV'27	V'27	VI'27	VII'27	VIII'27	IX'27
Inflacja (%, r/r)	*3,5*	*3,5*	*3,7*	*4,3*	*4,4*	*4,2*	*4,1*	*4,1*	*3,9*	*3,7*	*3,4*	*3,2*
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	*5,8*	*5,9*	*6,0*	*6,1*	*6,2*	*6,1*	*5,9*	*5,8*	*5,7*	*5,7*	*5,7*	*5,7*
Stopa referencyjna NBP (%)	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,75*	*3,50*
WIBOR 1M (%)	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,82*	*3,81*	*3,76*	*3,57*
WIBOR 3M (%)	*3,85*	*3,85*	*3,85*	*3,85*	*3,85*	*3,85*	*3,83*	*3,78*	*3,78*	*3,75*	*3,69*	*3,55*
WIBOR 6M (%)	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,88*	*3,85*	*3,79*	*3,73*	*3,71*	*3,68*	*3,62*	*3,52*
WIBOR 12M (%)	*3,95*	*3,93*	*3,93*	*3,90*	*3,87*	*3,82*	*3,76*	*3,70*	*3,68*	*3,65*	*3,59*	*3,51*
POLSTR O/N (%)	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,40*	*3,15*
POLSTR 1M (%)	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*	*3,55*
POLSTR 3M (%)	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,55*
POLSTR 6M (%)	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,57*	*3,56*
Obligacje SP 2Y (%)	*5,00*	*4,85*	*4,75*	*4,60*	*4,60*	*4,60*	*4,57*	*4,54*	*4,50*	*4,47*	*4,41*	*4,37*
Obligacje SP 5Y (%)	*5,90*	*5,80*	*5,75*	*5,65*	*5,62*	*5,60*	*5,59*	*5,59*	*5,54*	*5,53*	*5,48*	*5,40*
EURIBOR 1M (%)	*2,47*	*2,49*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*	*2,50*
EURIBOR 3M (%)	*2,79*	*2,81*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*	*2,85*
EURIBOR 6M (%)	*3,01*	*3,03*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*	*3,10*
SOFR (%)	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*	*3,90*
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	*3,9318*	*3,9169*	*3,8973*	*3,8780*	*3,8590*	*3,8402*	*3,8217*	*3,8035*	*3,7855*	*3,7677*	*3,7502*	*3,7329*
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	*4,3868*	*4,3731*	*4,3601*	*4,3578*	*4,3363*	*4,3253*	*4,3150*	*4,3053*	*4,3061*	*4,3074*	*4,2993*	*4,2915*

PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

Michał Jurek
E-mail: michal.jurek@ips.sgb.pl

PRZEGLĄD RYNKÓW

Ewa Masztalerz
E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji