



Alert rynkowy



Obserwuj
@BM_BNPParibas



2026-09-18 14:54

GLOBALNE PROGNOZY Q4 2026

Podtrzymujemy nasz scenariusz stabilnego wzrostu światowej gospodarki, któremu będzie towarzyszyć mniej korzystne otoczenie inflacyjne niż jeszcze kilka miesięcy temu. Najważniejszą zmianą, jaką obserwujemy w ostatnim czasie, jest ponowny wzrost cen energii związany z konfliktem na Bliskim Wschodzie i ograniczenia dostaw z regionu Zatoki Perskiej. Nie zmienia to jednak naszego bazowego scenariusza zakładającego uniknięcie recesji w największych gospodarkach rozwiniętych, głównie za sprawą zwiększonych inwestycji związanych ze sztuczną inteligencją, rozbudowy infrastruktury oraz rosnących wydatków na obronność.

W naszym nastawieniu względem klas aktywów w dalszym ciągu preferujemy globalne rynki akcji. Po silnych wzrostach latem widzimy większe ryzyko słabszego zachowania się rynku jesienią (stymulowane przez zbieżność jastrzębich działań banków centralnych, niekorzystną sezonowość oraz nieatrakcyjne pozycjonowanie inwestorów), natomiast przy utrzymaniu się solidnego wzrostu gospodarczego oczekujemy powrotu indeksów do nowych maksimów pod koniec roku. Ewentualną korektę postrzegalibyśmy jako okazję do stopniowego zwiększania ekspozycji na akcje niż jako początek trwalszego trendu spadkowego.

Na rynku obligacji skarbowych państw rozwiniętych preferujemy dług o krótszych terminach zapadalności. Przy bardziej restrykcyjnej polityce pieniężnej i wysokiej premii terminowej preferujemy obligacje o krótszym terminie wykupu niż obligacje długoterminowe.

Na rynku surowców nadal pozytywnie podchodzimy do metali szlachetnych. Pomimo bardziej jastrzębiego tonu przewodniczącego Fed, Kevina Warsha, i podwyżki stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu, podtrzymujemy nasze nastawienie do złota i oczekujemy utrzymania się długoterminowych trendów wzrostowych. W perspektywie kolejnych 12 miesięcy nadal widzimy możliwość wzrostu ceny złota do ok. 5 000 USD za uncję. Ostrożniej oceniamy natomiast perspektywę dla srebra, gdzie słaby popyt przemysłowy może ograniczać potencjał do dalszych wzrostów. W przypadku miedzi utrzymująca się niepewność wokół amerykańskiej polityki celnej powinna podtrzymywać napięcie na rynku oraz sprzyjać dalszym wzrostom cen w pozostałej części 2026 r. Na rynku ropy oczekujemy stopniowego uspokojenia się sytuacji po obecnych ograniczeniach i zakładamy, że w 2027 r. cena ropy Brent będzie wahała się w okolicach 80 USD za baryłkę.

Na rynku walutowym w długim terminie nadal pozostajemy negatywnie nastawieni do dolara amerykańskiego ze względu na strukturalne czynniki, w tym dynamikę wycen oraz perspektywę przepływów kapitałowych. Jednak do końca 2026 roku oczekujemy, że pozytywne dla USD tło cykliczne zrównoważy te fundamentalne trendy, do czego przyczynią się wyższe rentowności krótkoterminowych obligacji skarbowych w USA. Dla EUR/USD przekłada się to na prognozę kursu 1,14 na koniec tego roku. W przypadku polskiego złotego oczekujemy słabszego zachowania na tle regionu. Wsparcie ze strony funduszy unijnych powinno ograniczać skalę osłabienia, natomiast brak konsolidacji fiskalnej i łagodna polityka pieniężna będą działać na niekorzyść naszej waluty. Oczekujemy konsolidacji EUR/PLN wokół 4,30, a dla USD/PLN wokół 3,77.



NOWE PROGNOZY EKONOMICZNE

Oczekujemy stabilnych perspektyw wzrostu gospodarczego za oceanem. W ostatnich tygodniach wzrosło jednak ryzyko związane z utrzymującą się presją inflacyjną i możliwością dłuższego utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej. Globalna gospodarka wchodzi w kolejną fazę cyklu z większą dynamiką niż zakładaliśmy jeszcze pod koniec ubiegłego roku, a w centrum obecnego ożywienia znajdują się inwestycje związane ze sztuczną inteligencją, centrami danych, energetyką, modernizacją przemysłu i obronnością. Nadal optymistycznie zakładamy, że rewolucja związana z AI będzie w istotny sposób podnosić wzrost PKB w krajach rozwiniętych. Ten pozytywny obraz coraz mocniej jednak kontrastuje z rosnącą niepewnością geopolityczną, w dużej mierze związaną z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Naszym bazowym scenariuszem na kolejny kwartał jest tzw. „zamrożony konflikt” w Iranie. Oczekujemy braku rozwiązania, ale też braku eskalacji. Większej jasności co do dalszego kierunku amerykańskiej polityki wobec Iranu oczekujemy po listopadowych wyborach połowkowych w USA. Taki scenariusz powinien również ograniczyć presję na rynku ropy. Notowania ropy naftowej, pozostają obecnie poniżej wiosennych szczytów (110–120 USD/baryłka), czemu sprzyjało utrzymanie ruchu morskiego (pod przykryciem) w cieśninie Ormuz. Jego ograniczenie może ponownie wywindować ceny w górę, do czego przyczynić mogą się także ataki jemeńskich Huti na instalacje naftowe w Arabii Saudyjskiej. Wyższe ceny surowca zwiększyłyby koszty energii, a ich wpływ z czasem byłby widoczny również w cenach towarów i usług. Równolegle wojna Rosji z Ukrainą pozostaje długoterminowym obciążeniem dla bezpieczeństwa Europy, wymuszając większe nakłady na obronność i utrzymując ryzyko dla sektora energetycznego, a w tle trwa również strategiczna rywalizacja USA z Chinami, która coraz mocniej koncentruje się na półprzewodnikach, sztucznej inteligencji i kontroli nad kluczowymi technologiami. Mimo tych przeciwności bieżące dane nie wskazują jednak na wyraźne osłabienie koniunktury. Popyt pozostaje odporny, rynek pracy nie wysyła sygnałów gwałtownego schłodzenia,

WYDATKI NA CENTRA DANYCH
ZREKOMPENSOWAŁY SŁABOŚĆ W INNYCH OBSZARACH

Źródło: BNP Paribas, Bloomberg

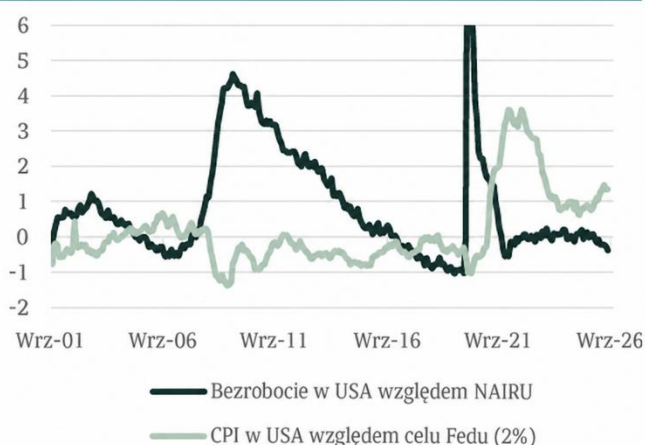
a aktywność gospodarcza w dalszym ciągu trzyma się dobrze mimo podwyższonej niepewności geopolitycznej. W rezultacie oczekujemy, że w najbliższych kwartałach światowa gospodarka pozostanie na ścieżce stabilnego wzrostu.

Dla USA prognozujemy wzrost PKB powyżej 2% zarówno w 2026, jak i 2027 roku, napędzany m.in. przez dobrą sytuację konsumentów oraz wydatki inwestycyjne na sztuczną inteligencję. Gospodarka amerykańska w pierwszej połowie roku pozostawała w dobrej kondycji, mimo wyhamowania realnego PKB z 2,1% w I kwartale do 1,5% w II kwartale w ujęciu annualizowanym. Struktura wzrostu pozostawała przy tym korzystna, a słabszy wynik za II kwartał był częściowo efektem

PKB r/r [%]	2025	2026		2027	
		Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza	Poprz.
USA	2,1	2,2	1,9	2,3	1,8
Strefa euro	1,3	1,1	1,5	1,5	1,6
Chiny	5,0	4,6	4,7	4,5	4,5
Japonia	1,2	1,0	0,7	1,2	0,8
Wielka Brytania	1,3	1,2	1,1	1,3	1,3
Polska	3,6	3,8	3,5	3,2	3,2



GŁÓWNYM ZMARTWIENIEM FEDU JEST INFLACJA



Źródło: BNP Paribas Bloomberg

posiedzeniach w grudniu i w styczniu. Celem będzie zmniejszenie poziomu stymulacji monetarnej, ograniczenie oczekiwań inflacyjnych oraz ustabilizowanie stopy bezrobocia na niskim poziomie. Ponieważ podwyżki te są niewystarczające, aby sprowadzić inflację z powrotem do celu w naszym horyzoncie prognozy, ryzyko układa się w kierunku konieczności podjęcia przez Fed dalszych działań w celu zapewnienia stabilności cen.

Mimo ograniczenia wymiany handlowej ze Stanami Zjednoczonymi europejska gospodarka w pierwszej połowie roku utrzymywała dobre tempo. Produkt Krajowy Brutto w strefie euro zwiększył się w drugim kwartale br. o 0,4% kdk, a roczne tempo wzrostu gospodarczego przyspieszyło do 1,0% z 0,5% na początku roku. Dalej pozostajemy optymistycznie nastawieni co do wzrostu gospodarczego w strefie euro, ale mamy na uwadze, że bilans ryzyk zdecydowanie uległ pogorszeniu. Spodziewamy się solidnego wzrostu PKB, wspieranego przez wyższe wydatki na obronność i infrastrukturę, a także na globalny cykl inwestycji w AI, natomiast podwyższone ceny energii jesienią (zwłaszcza gazu ziemnego) prawdopodobnie przyspieszą inflację, która osiągnie swój szczyt na przełomie roku. Prognozujemy wzrost PKB o 1,1% w 2026 r. oraz przyspieszenie tempa wzrostu do 1,5% w 2027 r. W odniesieniu do polityki pieniężnej, zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC podniósł 10 września wszystkie trzy podstawowe stopy procentowe o 25pb. Jednocześnie Christine Lagarde wskazała, że inflacja może utrzymać się powyżej celu przez dłuższy czas, głównie za sprawą szoku energetycznego, a ryzyka dla inflacji pozostają skierowane w górę. **Uważamy, że EBC podniesie stopy procentowe również w grudniu, po czym cykl zacieśniania wejdzie w dłuższą fazę stabilizacji.** Nasze prognozy inflacji sugerują, że przestrzeń do pierwszych obniżek może pojawić się pod koniec 2027.

Stopy procentowe, kursy walutowe, surowce

Stopy procentowe	Q3 2026	Q4 2026	Q1 2027	Q4 2027
Stopa fed funds (% , górna granica, koniec okresu)	4,00	4,25	4,50	4,50
Stopa depozytowa EBC (% , koniec okresu)	2,50	2,75	2,75	2,75
Kurs walutowy				
EURUSD (koniec okresu)	1,15	1,14	1,14	1,20
Rynek surowcowy				
Ropa naftowa Brent (USD/baryłka)	-	81	-	80
Gaz ziemny TTF (EUR/MWh)	-	83	-	39

Źródło: Fed, EBC, BNP Paribas Markets 360, Bank BNP Paribas



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

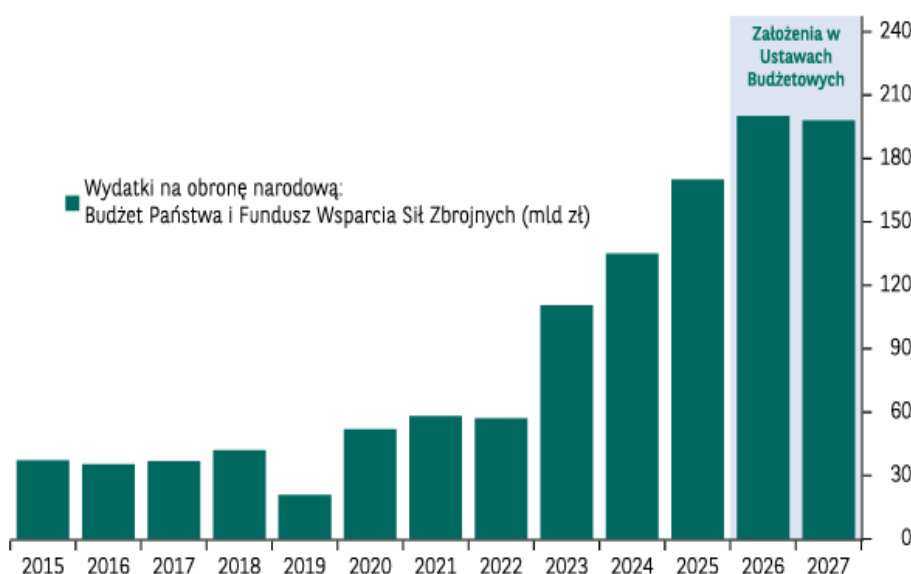
Inflacja r/r [%]	2025	2026		2027	
		Aktualna prognoza	Poprz.	Aktualna prognoza	Poprz.
USA	2,7	3,4	3,4	2,3	2,6
Strefa euro	2,1	3,0	1,8	2,8	2,1
Chiny	0,0	1,0	1,0	1,2	1,0
Japonia	3,2	2,0	2,5	2,5	2,6
Wielka Brytania	3,4	3,2	2,7	3,2	2,2
Polska	3,6	3,1	2,8	3,0	2,5

Patrząc na gospodarkę Wielkiej Brytanii to wykazała się niezwykłą odpornością, radząc sobie zarówno z szokiem cenowym na rynku energii, jak i z krajową niestabilnością polityczną. Płynne przekazanie władzy w Wielkiej Brytanii oraz ponowne zobowiązanie do przestrzegania reguł fiskalnych utwierdzają nas w przekonaniu, że rząd przedstawi odpowiedzialny budżet, który będzie się charakteryzował raczej zmianą struktury samej polityki niż nowym impulsem do zwiększania zadłużenia. Spodziewamy się także, że Bank Anglii dokona w listopadzie jednej podwyżki stóp procentowych w odpowiedzi na trwający szok energetyczny. Gdy szczytowy wpływ

tego wstrząsu minie, BoE prawdopodobnie powróci do łagodzenia polityki pieniężnej w drugiej połowie 2027 roku. Naszym zdaniem wzrost PKB Wielkiej Brytanii spowolni w drugiej połowie roku, a inflacja utrzyma się powyżej wyznaczonego przez BoE celu na poziomie 2%.

W drugim kwartale bieżącego roku tempo wzrostu gospodarczego w Polsce przyspieszyło, a produkt krajowy brutto zwiększył się o 1% kdk i 3,9% rdr. Wskaźniki koniunktury sugerują, że krajowa gospodarka nie zwolniła tempa na początku III kwartału, co doskonale pokazują lipcowe dane o aktywności. W efekcie oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu polskiej gospodarki również w drugiej połowie roku, a dynamika PKB w ostatnich kwartałach 2026 r. powinna kształtować się w pobliżu 4% rdr. Motorem wzrostu w okresie letnio-jesiennym powinny pozostać inwestycje, wspierane przez napływ środków z KPO. W części grantowej do gospodarki ma trafić jeszcze ok. 35 mld zł, czyli blisko 1% PKB. W 2027 r. wraz z wygasaniem wypłat grantowych, oczekujemy wyhamowania dynamiki inwestycji, natomiast nie zakładamy gwałtownego załamania nakładów. Gospodarkę nadal będą wspierać środki z części pożyczkowej KPO, regularnego unijnego budżetu oraz funduszy na zbrojenia. W kontekście ścieżki inflacji CPI, uważamy, że w nadchodzących miesiącach będzie ona przede wszystkim uzależniona od cen surowców, w szczególności surowców energetycznych. Bardzo istotny wpływ na kształtowanie się inflacji w kolejnych miesiącach będą miały również ceny żywności. Spodziewamy się, że zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa pod koniec bieżącego roku znajdą się

w okolicy 4% rdr. **Dalsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej będą w dużej mierze uzależnione od przebiegu inflacji w kolejnych miesiącach, choć w naszym scenariuszu bazowym obecne uwarunkowania gospodarcze nie przemawiają jeszcze za koniecznością podwyższania stóp procentowych.** Nie można jednak wykluczyć, że w przypadku mniej korzystnego kształtowania się inflacji Rada będzie zmuszona do podwyżek, zwłaszcza jeśli główne banki centralne będą dalej zacieśniać swoją politykę.



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Macrobond, Bank BNP Paribas



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biurowo Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

W naszej ocenie perspektywy japońskiej gospodarki pozostają stabilne. Spodziewamy się, że tempo wzrostu PKB utrzyma się na zrównoważonym poziomie, ponieważ globalny boom inwestycyjny w obszarze sztucznej inteligencji równoważy negatywne czynniki wynikające z wyższych cen energii. Inflacja jest ograniczana przez czynniki polityczne, a planowana na kwiecień 2027 roku obniżka podatku konsumpcyjnego ma obniżyć wskaźnik CPI o ponad 1 punkt procentowy. W związku z tym, że Bank Japonii sygnalizuje zaniepokojenie inflacją bazową przekraczającą 2%, spodziewamy się kwartalnych podwyżek stóp procentowych do poziomu 1,75% (będącego środkiem szacowanego przedziału neutralnego), następnie przerwy po marcowym posiedzeniu oraz wznowienia cyklu w grudniu 2027 roku, aby w trzecim kwartale 2028 roku osiągnąć docelową stopę procentową na poziomie 2,50%. Głównym ryzykiem jest krótsza niż oczekiwano przerwa w podwyżkach oraz wyższa od przewidywań docelowa stopa procentowa.

Chiny znajdują się w późnej fazie cyklu obniżek stóp procentowych. Spodziewamy się, że Ludowy Bank Chin utrzyma stopy procentowe bez zmian przez resztę tego roku oraz w pierwszej połowie 2027 roku. Prognozujemy, że kolejna obniżka nastąpi w trzecim kwartale 2027 roku, w miarę z nasilającą się presją spadkową na wzrost gospodarczy. W sytuacji, gdy gospodarka jest nadal zdominowana przez strukturalne i cykliczne spowolnienie, spodziewamy się, że członkowie banku centralnego uruchomią działania antycykliczne, aby zapewnić wzrost PKB na poziomie co najmniej 4,5% w tym i przyszłym roku. W najbliższych miesiącach inflację powinny podbijać zarówno rosnące koszty w przemyśle, jak i planowane podwyżki wybranych cen regulowanych. Skala tych czynników nie powinna jednak wystarczyć do trwałego wybicia CPI powyżej 2-procentowego celu.

OCZEKIWANIA WZGLĘDEM BANKÓW CENTRALNYCH

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych



- Obecny poziom 3,75-4,00%
- Ostatnie dane makroekonomiczne z USA wskazują na utrzymującą się presję inflacyjną oraz stosunkowo dobrą kondycję gospodarki, co przemawia za dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej przez Fed.
- W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że po wrześniowej decyzji Fed będzie dalej stopniowo zaostrzał politykę pieniężną, podnosząc stopy o 25 pb na posiedzeniach w grudniu i w styczniu.

Europejski Bank Centralny



- Obecny poziom 2,50% (stopa depozytowa)
- Utrzymująca się presja cenowa zwiększa prawdopodobieństwo dalszego zaostrzania polityki pieniężnej.
- Uważamy, że EBC podniesie stopy procentowe również w grudniu, po czym cykl zacieśniania wejdzie w dłuższą fazę stabilizacji. Przy zakładanej przez nas ścieżce inflacji pierwsze obniżki mogą pojawić się pod koniec 2027 r.

Bank Anglii



- Obecny poziom 3,75%
- Perspektywa wyższej inflacji, związanej przede wszystkim ze wzrostem cen energii, przemawia za ostrożniejszym podejściem Banku Anglii do polityki pieniężnej.
- Spodziewamy się, że Bank Anglii dokona w listopadzie jednej podwyżki stóp procentowych w odpowiedzi na trwający szok energetyczny.

Narodowy Bank Polski



- Obecny poziom 3,75% (stopa referencyjna)
- Retoryka płynąca od RPP sugeruje stopniowe dostosowywanie poziomu stóp procentowych w zależności od napływających danych z krajowej gospodarki.
- Uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie na najbliższych posiedzeniach RPP. W przypadku mniej korzystnego kształtowania się inflacji nie można jednak wykluczyć ponownego zacieśniania polityki pieniężnej.

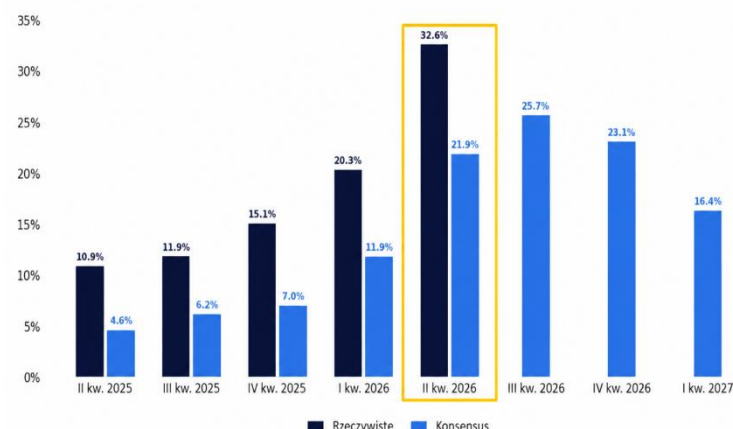


NASTAWIENIE WZGLĘDEM KLAS AKTYWÓW

Kończący się pomatu 2026 rok był kolejnym dobrym rokiem dla globalnych aktywów. Stopy zwrotu z ryzykownych aktywów, w szczególności z akcji, były zasadniczo zgodne z naszymi oczekiwaniami, a to wszystko pomimo niepewności geopolitycznej, uporczywej inflacji oraz jastrzębiego nastawienia banków centralnych. Sezon wyników za drugi kwartał w USA przyniósł bardzo mocne rezultaty, a wszystkie kluczowe segmenty wykazały ponadprzeciętny wzrost zysków. Nadal dostrzegamy potencjał do wzrostów na rynkach, wspierany głównie przez solidne fundamenty gospodarcze, rozwój AI i odporność na szoki podażowe na rynku surowców, ale jednocześnie wysokie wyceny i ambitne oczekiwania dotyczące wyników spółek ograniczają margines błędu, przez co otoczenie staje się bardzo wymagające.

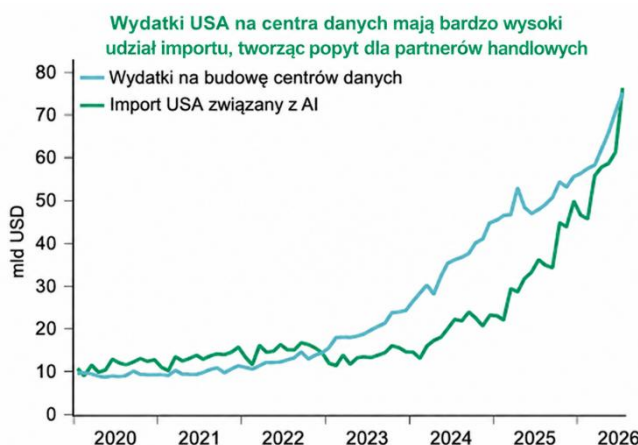
EPS S&P 500 (% r/r)

Od II kw. 2025



Źródło: Bloomberg, S&P Global, opracowanie Citadel Securities, Global Market Intelligence, stan na 30 sierpnia 2026 r. Dane mają charakter wyłącznie ilustracyjny. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują przyszłych rezultatów.

Podtrzymujemy umiarkowanie pozytywne nastawienie do globalnego rynku akcji, natomiast obecne otoczenie wymaga większej selektywności zarówno pod względem regionalnym, jak i sektorowym. Fundamenty spółek pozostają mocne, a inwestycje związane ze sztuczną inteligencją nadal wspierają wzrost gospodarczy. Jednocześnie utrzymująca się presja inflacyjna oraz ponowne zaostrzenie polityki pieniężnej w USA podnoszą koszt kapitału i zwiększają znaczenie zdolności spółek do generowania przepływów pieniężnych. W dalszym ciągu pozostajemy optymistycznie nastawieni do tempa adaptacji sztucznej inteligencji i sądzimy, że firmy technologiczne mają jeszcze dużą przestrzeń do zwiększania wydatków. Wraz z pojawieniem się bardziej wydajnych modeli, ceny tokenów spadają, a to prowadzi do wzrostu popytu, zamiast do zatrzymywania oszczędności przez przedsiębiorstwa. Uważamy, że bardzo sprzyjające perspektywy wzrostu gospodarczego uzasadniają wyższą alokację w akcjach, a wyceny giełdowe mają solidne oparcie



Źródła: US Census Bureau, Macrobond, BNP Paribas

w silnym wzroście zysków spółek. Niemniej dostrzegamy jednak kilka wyzwań, z którymi rynki będą mierzyć się w kolejnych kwartałach. Z tego powodu podchodzimy bardziej selektywnie do największych podmiotów ze Stanów Zjednoczonych które w naszej ocenie charakteryzują się wymagającymi wycenami, a pozytywnie postrzegamy spółki, które korzystają z wysokich nakładów inwestycyjnych na centra danych, energetykę oraz infrastrukturę. Nadal podchodzimy pozytywnie do spółek z Japonii, gdzie rynek wspierają rosnąca rentowność przedsiębiorstw oraz ogromne inwestycje związane z automatyzacją, infrastrukturą i sztuczną inteligencją.

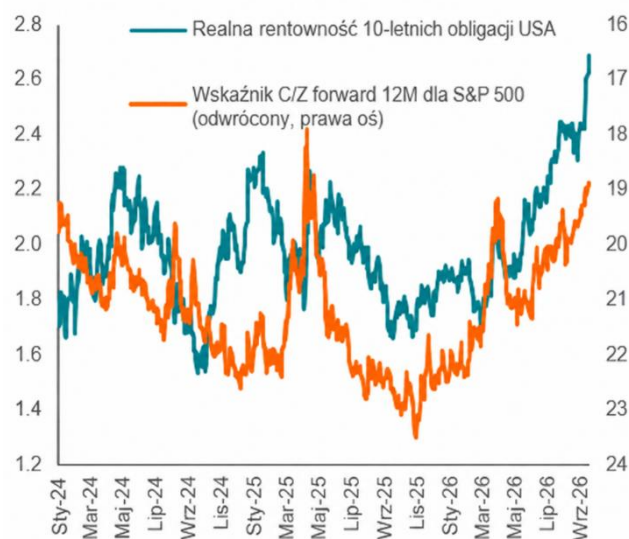
W ostatnich miesiącach krajowy rynek zachowywał swoją odporność na zawirowania w polityce handlowej na świecie. **Obecnie podtrzymujemy neutralne nastawienie do krajowych aktywów.** Argumentem są nadal dobre perspektywy wzrostu gospodarczego, a Polskę dalej będą wspierać środki z części pożyczkowej KPO, regularnego unijnego budżetu oraz funduszy na zbrojenia. Po silnych wzrostach na krajowym rynku oczekujemy jednak, że kolejny etap hossy będzie bardziej zróżnicowany. W naszej ocenie dalsze wzrosty nie powinny być już napędzane samą poprawą sentymentu wokół Polski, lecz przede wszystkim zdolnością przedsiębiorstw do utrzymania wysokiej dynamiki wyników. Pozytywnym sygnałem dla krajowego rynku, może być potencjalne zakończenie wojny na Ukrainie i zawarcie trwałego pokoju z Rosją.



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

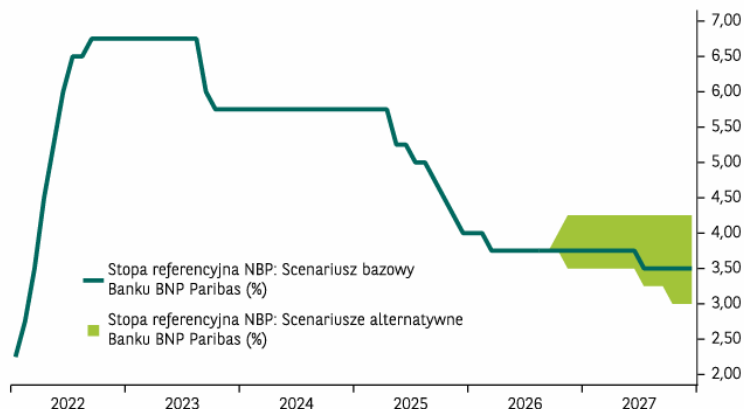
Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

Na rynku obligacji skarbowych państw rozwiniętych preferujemy dług o krótszych terminach zapadalności, czyli do 5 lat. EBC we wrześniu podniósł stopę depozytową o 25 pb do 2,50%, natomiast Fed 16 września podwyższył przedział stopy funduszy federalnych do 3,75–4,00%. Fed swój uzasadnił ruch utrzymującą się podwyższoną inflacją przy jednocześnie solidnym tempie wzrostu gospodarczego, odpornym popycie krajowym i stabilnej sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie nowe projekcje wyraźnie przesunęły w górę oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych. Mediana prognoz uczestników FOMC wskazuje stopę na poziomie 4,1% na koniec 2026 r. wobec 3,8% w projekcji czerwcowej, co oznacza jeszcze jedną podwyżkę o 25 pb w tym roku. W warunkach ponownego zaostrzenia polityki pieniężnej oraz utrzymującej się podwyższonej premii terminowej relacja potencjalnego zysku do ryzyka pozostaje naszym zdaniem korzystniejsza w krótszych segmentach krzywej dochodowości niż w przypadku obligacji o długim terminie zapadalności.



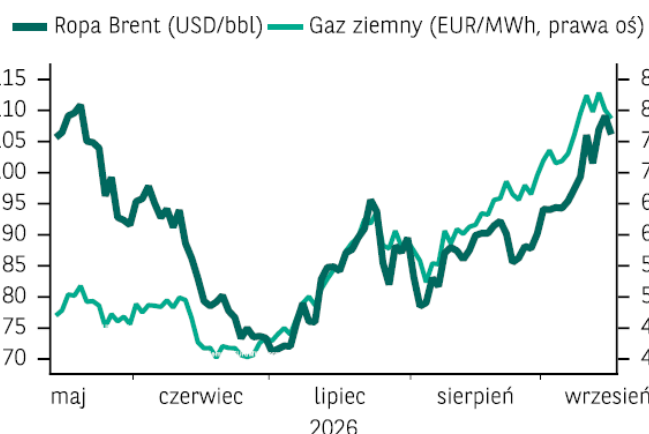
Źródło: szacunki BNP Paribas Equity Research, Bloomberg

W Polsce podtrzymujemy neutralne nastawienie do obligacji, gdzie preferujemy instrumenty o terminie zapadalności od 3-5 lat. Na wrześniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,75%, podczas gdy inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 3,4% rdr z 3,0% rdr miesiąc wcześniej. Jednocześnie prezes NBP Adam Glapiński wskazał, że przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej wyraźnie się zmniejszyła i w najbliższym czasie bardziej prawdopodobna jest stabilizacja kosztu pieniądza. Wielokrotnie jednak podkreślana była bardzo duża niepewność związana przede wszystkim z sytuacją na Bliskim Wschodzie i cenami surowców energetycznych. Jeśli okazałoby się, że notowania paliw rosną, co w rezultacie zwiększyłoby ryzyko inflacyjne, członkowie Rady Polityki Pieniężnej będą gotowi zareagować. Wydaje się, że o ile nieznaczne wyjście inflacji CPI poza preferowany przez bank centralny korytarz 2,5% +/-1pp może pozostać bez reakcji RPP, to jeśli dynamika cen przekroczy 4% r/r i nie będzie to jednorazowy przypadek, prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce wzrośnie.



Źródło: NBP, Bloomberg, Macrobond, Bank BNP Paribas

Na rynku surowców nadal pozytywnie podchodzimy do poszczególnych metali szlachetnych. Pomimo bardziej jastrzębiego tonu przewodniczącego Fed, Kevina Warsha, i podwyżki stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu, podtrzymujemy nasze nastawienie do złota i oczekujemy utrzymania się długoterminowych trendów wzrostowych. Oprócz polityki monetarnej, ceny złota kształtowane są również przez inne istotne czynniki popytowe i podażowe, a utrzymujące się ryzyko geopolityczne na Bliskim Wschodzie i na Ukrainie nadal wspiera popyt na bezpieczne aktywa. Dodatkowo, w ostatnich kilku latach ceny złota były wspierane przez istotne zakupy banków centralnych. W perspektywie



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biurowisko Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl

kolejnych 12 miesięcy nadal widzimy możliwość wzrostu ceny złota do ok. 5 000 USD za uncję. Ostrożniej oceniamy natomiast perspektywy dla srebra, gdzie słaby popyt przemysłowy może ograniczać potencjał do dalszych wzrostów. W przypadku miedzi utrzymująca się niepewność wokół amerykańskiej polityki celnej powinna podtrzymywać napięcie na rynku oraz sprzyjać dalszym wzrostom cen w pozostałej części 2026 r. Na rynku ropy oczekujemy stopniowego uspokojenia się sytuacji po obecnych ograniczeniach i zakładamy, że w 2027 r. cena ropy Brent będzie wahała się w okolicach 80 USD za baryłkę.

Największe znaczenie dla rynku surowców energetycznych ma dzisiaj wojna na Bliskim Wschodzie i sytuacja w Cieśninie Ormuz, przez którą jeszcze w I kwartale 2025 r. transportowano średnio 20,9 mln baryłek ropy i produktów naftowych dziennie, a w II kwartale 2026 r. średni przepływ spadł według EIA do 4,9 mln baryłek dziennie. Zakłócenia utrzymują się również we wrześniu, gdzie według wstępnych danych trackingowych z 16 września, zarejestrowano przejście tylko trzech statków handlowych, wobec 12 dzień wcześniej i średnio ok. 17 w poprzednich dziesięciu dniach. Dane nie obejmują jednak jednostek poruszających się z wyłączonym systemem AIS, dlatego rzeczywista skala przepływów pozostaje trudna do oszacowania. Problemy z eksportem ropy z regionu coraz wyraźniej przenoszą się poza samą Cieśninę Ormuz. 11 września ataki dronowe wyłączyły saudyjski rurociąg East West, którym w ostatnich miesiącach kierowano ok. 4-5 mln baryłek dziennie do terminalu Yanbu nad Morzem Czerwonym. W tym samym czasie pogorszyła się także sytuacja w Jemenie, gdzie we wrześniu Huti rozpoczęli ofensywę wzdłuż wybrzeża Morza Czerwonego i zajęli część terenów oraz wysp w pobliżu Bab al Mandab. W efekcie zakłócenia dotyczą już kilku najważniejszych tras eksportu ropy z regionu. Dodatkowym źródłem niepewności pozostaje wojna na Ukrainie, która wpływa zarówno na rynek paliw i na bezpieczeństwo całej Europy. W ostatnich miesiącach Ukraina wyraźnie nasiliła ataki na rosyjskie rafinerie, co doprowadziło do ograniczeń produkcji w trzech z sześciu największych rosyjskich rafinerii.

W odniesieniu do dolara amerykańskiego w dłuższej perspektywie utrzymujemy niedźwiedzie nastawienie do szerokiego koszyka USD ze względu na strukturalne czynniki, w tym dynamikę wycen oraz perspektywę przepływów kapitałowych. Jednak w horyzoncie do końca 2026 roku oczekujemy, że sprzyjające dla dolara tło cykliczne zrównoważy te fundamentalne trendy, do czego przyczynią się wyższe rentowności krótkoterminowych obligacji skarbowych USA względem analogicznych rentowności w strefie euro. Odzwierciedla to naszą prognozę zakładającą podwyżki stóp przez Fed o kolejne 50 punktów bazowych do stycznia 2027 roku oraz nasze przekonanie, że rynek jest zbyt jastrzębi wobec EBC i wpływu podwyższonych cen energii. Nasz scenariusz makroekonomiczny zakłada zatem, że w najbliższym czasie różnica stóp procentowych oraz relacje cenowe w handlu zagranicznym będą faworyzować USD, a cykliczne czynniki wspierające zrównoważą strukturalne ryzyka, utrzymując dolara w szerokim trendzie bocznym. Dla EUR/USD przekłada się to na prognozę kursu 1,14 na koniec tego roku.

W ostatnich miesiącach podnieśliśmy oczekiwaną ścieżkę kursu EUR/PLN z wcześniejszego przedziału 4,20–4,25 do około 4,30–4,35. Za zmianą prognozy stoi przede wszystkim mniej korzystny dla złotego układ różnic stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro, a także utrzymujące się wysokie ceny surowców energetycznych. Jednocześnie wyższy rachunek za import energii może obciążać saldo handlowe, ograniczając jeden z fundamentalnych czynników wspierających krajową walutę. Podwyższona niepewność może dodatkowo zmniejszać skłonność inwestorów zagranicznych do zwiększania ekspozycji na polskie aktywa. **Wsparcie ze strony funduszy unijnych powinno ograniczać skalę osłabienia, natomiast brak konsolidacji fiskalnej i łagodna polityka pieniężna będą działać na niekorzyść naszej waluty. Oczekujemy konsolidacji EUR/PLN wokół 4,30, a dla USD/PLN wokół 3,77.**

Z poważaniem

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego



NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Grzybowskiej 78, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Publikacja udostępniana jest na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska. i nie posiada daty ważności. Niniejsza publikacja jest publikacją handlową o której mowa w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. i nie została ona przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega ona żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A., ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa - BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 949 302 zł, w całości wpłacony.

