

KOMENTARZ TYGODNIOWY

31 sierpnia 2026

Wzrost napięć na Bliskim Wschodzie i jastrzębie wystąpienie prezesa Fed wzmogły presję na notowania obligacji skarbowych.

- Miniony tydzień przyniósł jedynie okresową poprawę nastrojów na rynku paliw z krótkotrwałym spadkiem cen ropy w okolice 85 dolarów za baryłkę Brent w reakcji na postęp rozmów między Iranem i Omanem ws. tranzytu przez cieśninę Ormuz. Jednak z początkiem bieżącego tygodnia na rynki surowców powróciła presja na wzrost cen (powyżej 90 dolarów za baryłkę) w reakcji na niedzielne uderzenie sił amerykańskich na irańską wyspę Larak w cieśninie Ormuz i w odpowiedzi – atak sił irackich na amerykańskie bazy lotnicze w regionie. W tych warunkach po okresowym obniżeniu rentowności obligacji w trakcie minionego tygodnia, koniec minionego tygodnia i początek bieżącego tygodnia przyniosły nawrót presji na wzrost rentowności obligacji.
- Czynnikiem podwyższającym rentowności już w piątek było wystąpienie prezesa Fed Kevina Warsha podczas dorocznego sympozjum w Jackson Hole, a w szczególności stwierdzenie, że inflacja nie zwalnia znacząco, „Fed ma jeszcze pracę do wykonania”, zostało odebrane przez rynki jako „jastrzębie” i poskutkowało wzrostem oczekiwań na podwyższenie stóp przez Fed. W efekcie w ocenie rynkowej prawdopodobieństwo podwyżki stóp we wrześniu wzrosło powyżej 50%, a w październiku powyżej 90%. Z kolei ubiegłotygodniowe publikacje danych przeszły bez większego echa, w tym inflacja PCE, która w lipcu utrzymała się na poziomie 3,7% r/r, powyżej oczekiwań rynkowych (3,6% r/r), przy utrzymującej się inflacji bazowej PCE na poziomie 3,3% r/r, wobec 3,3% r/r w czerwcu i zgodnie z konsensusem.
- W rezultacie pod koniec minionego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich powróciły w okolice poziomów sprzed tygodnia, a początek bieżącego przyniósł kolejną falę wzrostu rentowności obligacji, powyżej 4,72% w USA i powyżej 3,30% w Niemczech.
- Wzrost oczekiwań na zaostrzenie polityki Fed, przy stabilnych oczekiwaniach do polityki EBC (oczekiwana podwyżka we wrześniu) przyniosły umocnienie dolara, który w skali minionego tygodnia umocnił się o 0,7% w relacji do koszyka walut, nieco poniżej 1,16 dolara za euro.
- Na rynkach akcji miniony tydzień przyniósł pozytywne odreagowanie spadków z wcześniejszego tygodnia, ale skala tygodniowego wzrostu zmalała bliżej końca tygodnia m.in. w reakcji na silny wzrost rentowności obligacji. Ostatecznie w skali minionego tygodnia indeks akcji MSCI World wzrósł o 0,5%, w podobnej skali wzrósł indeks w USA, a w strefie euro wzrost wyniósł 0,3%. Jedynie na rynkach wschodzących miał miejsce spadek indeksu MSCI.
- Krajowy rynek finansowy podążał za tendencjami na globalnym rynku. Pomimo wzrostu niepewności WIG – podobnie jak wiele innych rynków akcji – zakończył miniony tydzień na niewielkim plusie (0,2%). Z kolei kurs złotego w warunkach wzrostu niepewności rynkowej wyraźniej stracił na wartości bliżej

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

końca tygodnia. W skali tygodnia kurs złotego w relacji do koszyka walut osłabił się o 1,6% – w tym powyżej 4,32 złotego za euro i 3,72 złotego za dolara.

- Na rynku obligacji negatywnie oddziaływał wpływ rynków bazowych wraz z dodatkowym negatywnym wpływem czynników krajowych. Notowania krajowych obligacji od połowy minionego tygodnia pozostają pod presją i z początkiem tego tygodnia rentowości obligacji 10-letnich pokonały psychologiczną granicę 6%.
- Obok presji płynącej z rynków bazowych tendencję wzrostową rentowności wzmocniła dzisiejsza publikacja [sierpniowego wskaźnika CPI, który wzrósł do 3,4% r/r](#) wobec 3,0% r/r w lipcu. Wynik ten był zgodny z naszą prognozą – oczekiwaliśmy, że paliwa pociągną inflację w górę pomimo czasowego obniżenia VAT na paliwa. Natomiast dla rynku wynik ten mógł być niespodzianką (konsensus prognoz wynosił 3,1% r/r). Biorąc pod uwagę zbliżenie się inflacji do górnej granicy celu NBP i ryzyko okresowego wzrostu powyżej 3,5% w kolejnych miesiącach, prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP w najbliższym czasie jest bardzo niskie – zgodnie z naszym bazowym scenariuszem prezentowanym od dłuższego czasu. Z kolei publikacja kolejnego szacunku PKB za II kw. nie miała istotnego wpływu na rynek. GUS skorygował lekko wzrost PKB do 3,9% r/r, a struktura danych potwierdziła oczekiwania, że przyspieszenie wzrostu PKB było efektem odbicia inwestycji w gospodarce po słabym I kw. w konsekwencji niesprzyjających warunków pogodowych dla prac budowlanych.
- Dodatkowym czynnikiem wzmagającym wzrost rentowności przy niesprzyjającym otoczeniu zewnętrznym mogło być także opublikowanie w miniony piątek głównych parametrów budżetu państwa na przyszły rok (planowany deficyt budżetu: 282,6 mld zł, deficyt SFP wg metodyki unijnej 7,1% PKB, bez zmian wobec prognozy na br. podwyższonej z 6,8%, potrzeby pożyczkowe brutto planowane na 565 mld zł wobec mniej niż szacowane na ten rok 600 mld zł wobec pierwotnie planowanych na ten rok 688 mld zł). Choć brak konsolidacji finansów publicznych w przyszłym roku był powszechnie oczekiwany (w 2027 r. odbędą się wybory parlamentarne), to zbiegnięcie się tej informacji ze stresem na zagranicznych rynkach obligacji mogło dodatkowo wpłynąć negatywnie na rodzimy rynek. Generalnie w świetle dostępnych szczytkowych informacji oceniamy, że przy założeniu uniknięcia nowych szoków w gospodarce budżet państwa na 2027 r. jest wykonalny. Aktualna pozostaje potrzeba konsolidacji finansów publicznych, natomiast będzie ona przede wszystkim pochodną sytuacji politycznej jaka wykształci się po wyborach parlamentarnych w 2027 r. (spora niewiadoma biorąc pod uwagę dynamiczną sytuację na krajowej scenie politycznej).
- W bieżącym tygodniu niezmiennie istotne dla rynków będą informacje z Bliskiego Wschodu, szczególnie po eskalacji z ostatniego weekendu.
- Jednocześnie w świetle ostatniej wypowiedzi prezesa Fed z Jackson Hole odczytanej jako przybliżająca perspektywę podwyżki stóp, jeszcze istotniejsze dla rynków będą kolejne dane napływające z gospodarki USA. W bieżącym tygodniu na pierwszym planie znajdują się wyniki rynku z rynku pracy USA, w tym przede wszystkim piątkowa publikacja nt. zatrudnienia i stopy bezrobocia w sierpniu, a także wyniki ankiety JOLTS oraz wskaźniki koniunktury ISM za sierpień. W strefie euro publikacja *flash* wskaźnika inflacji za sierpień może ugruntować oczekiwania co do wrześniowej podwyżki stóp przez EBC.

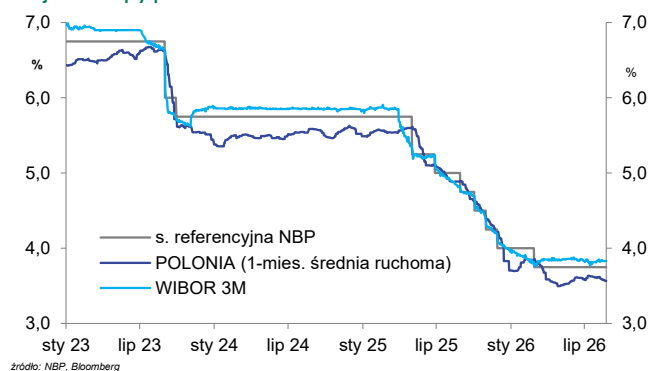
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 1 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	sie	49,0 pkt.	–	50,1 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sie	2,9% r/r	3,3% r/r	–
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sie	2,5% r/r	2,5% r/r	–
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	sie	7 359 tys.	7 440 tys.	–
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	sie	55,6 pkt.	55,3 pkt.	–
czwartek 3 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	sie	50,4 pkt.	49,7 pkt.	–
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sie	54,1 pkt.	54,5 pkt.	–
piątek 4 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lip	3,1% m/m	0,5% m/m	–
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	lip	–0,3% m/m	0,1% m/m	–
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sie	–23,0 tys.	60,0 tys.	–
14:30	US	Stopa bezrobocia	sie	4,1%	4,1%	–
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sie	3,2% r/r	3,0% r/r	–
poniedziałek 7 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lip	0,2% m/m	0,2% m/m	–
11:00	EMU	Dynamika PKB (ost.)	II kw.	0,4% kw/kw (I rew.)	0,4% kw/kw	–

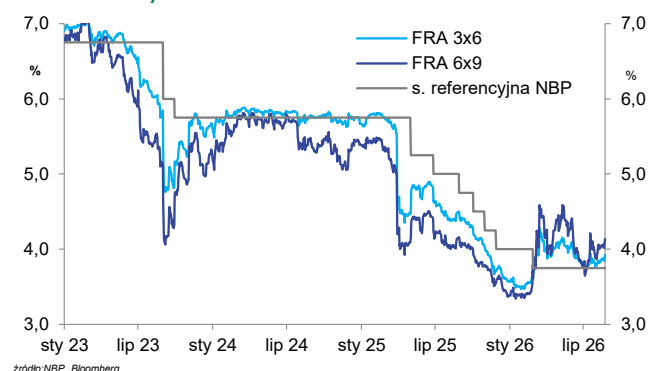
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

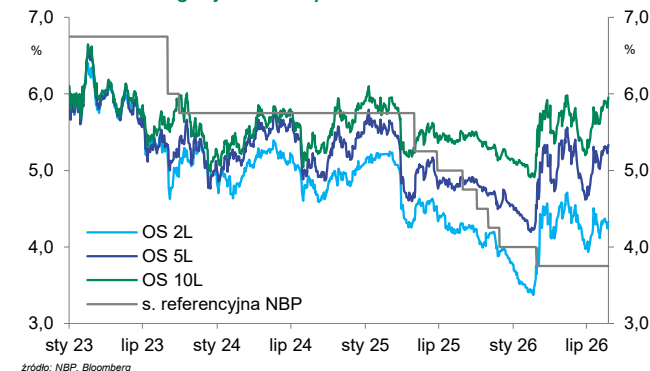
Krajowe stopy procentowe



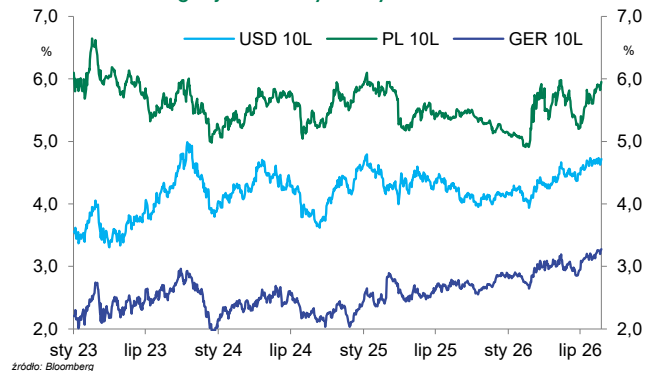
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



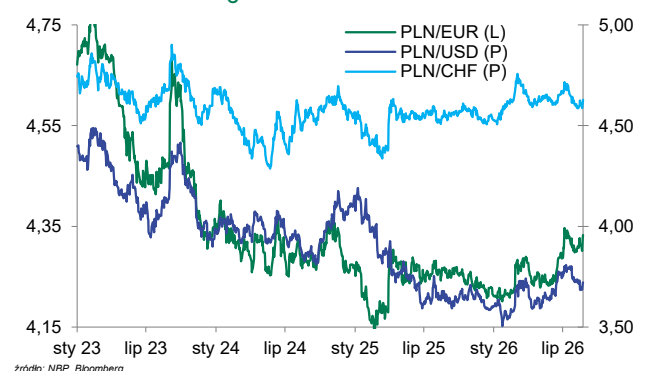
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



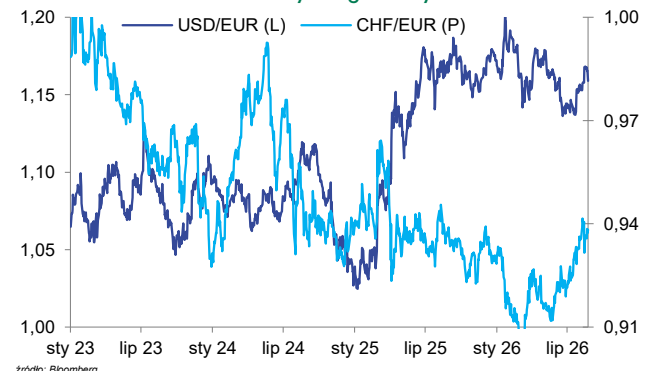
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



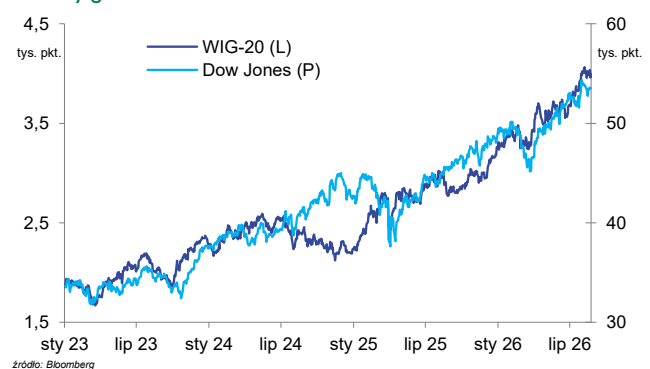
Notowania kursu złotego



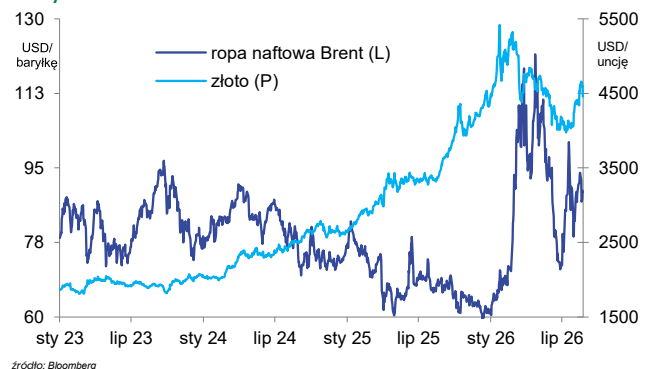
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

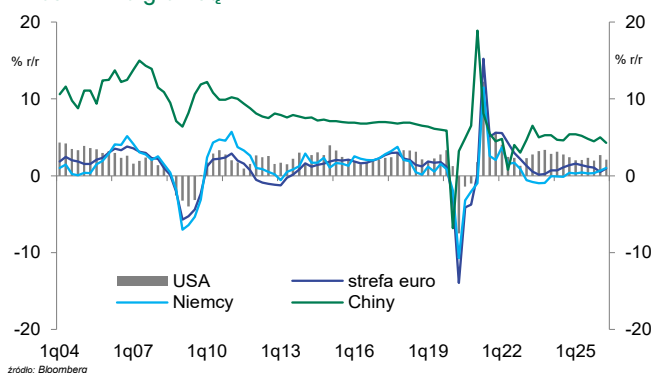


Ceny surowców

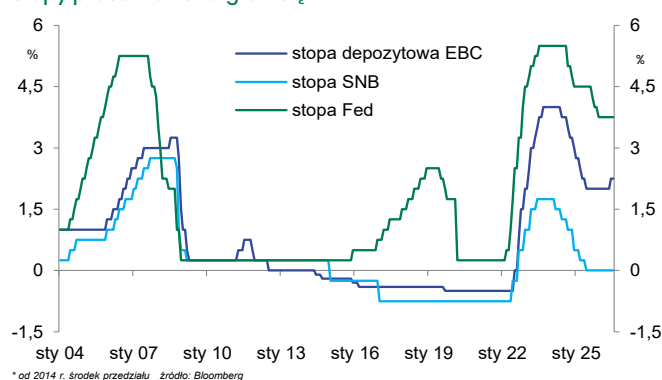


Gospodarka

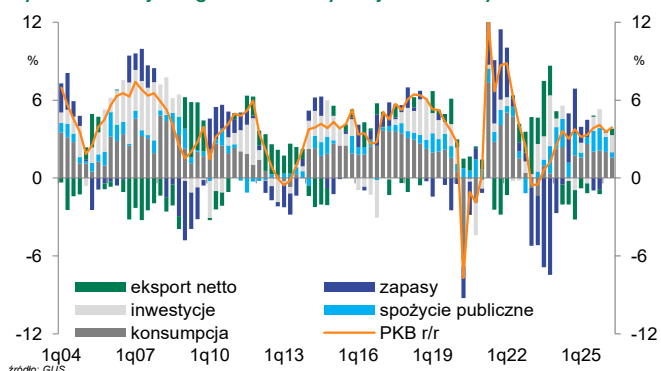
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



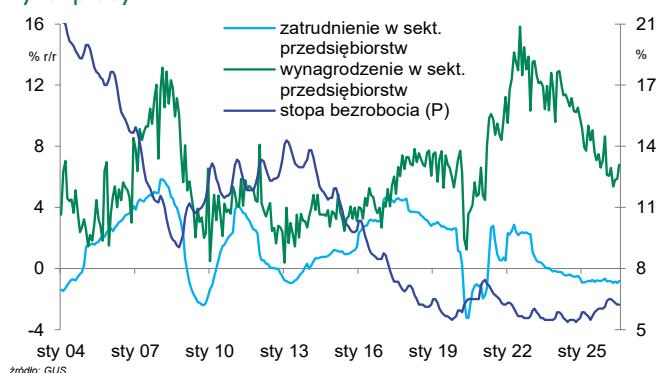
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



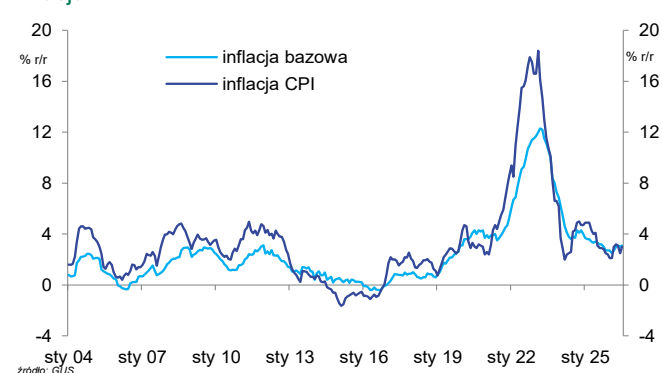
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



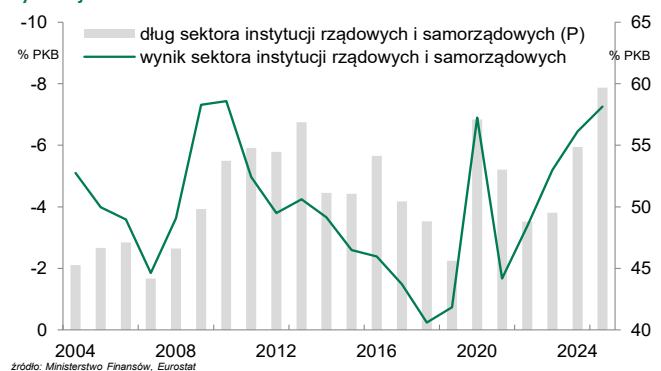
Rynek pracy



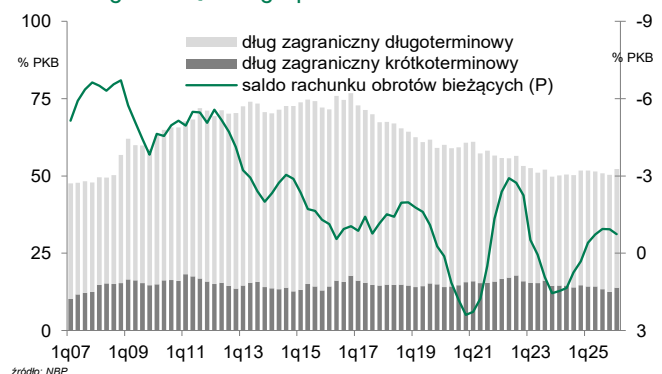
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		zmiana			prognoza		
		28.08.2026	ost. 7 dni	ost. 14 dni	30.09.2026	31.10.2026	31.12.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,25	0,0	0,0	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,75	0,0	0,0	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,25	0,0	0,0	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,83	0,00	0,00	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	3,92	0,04	0,10	-	-	-
FRA 6x9	%	4,14	0,09	0,14	-	-	-
FRA 9x12	%	4,25	0,10	0,14	-	-	-
IRS 2L	%	4,29	0,07	0,10	-	-	-
IRS 5L	%	4,54	0,06	0,12	-	-	-
IRS 10L	%	4,94	0,04	0,12	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,33	-0,01	0,00	4,30	4,25	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%	5,33	0,03	0,10	5,25	5,15	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	5,95	0,06	0,14	5,85	5,75	5,55
PLN/EUR	PLN	4,33	0,02	0,02	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,72	0,04	-0,01	3,71	3,72	3,74
PLN/CHF	PLN	4,63	0,02	0,04	4,65	4,65	4,65
USD/EUR	USD	1,16	-0,01	0,00	1,16	1,16	1,15
Stopa Fed	%	3,75	0,00	0,00	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	0,00	0,00	2,50	2,50	2,50
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,72	-0,02	0,03	4,70	4,65	4,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,28	0,02	0,07	3,25	3,20	3,10

źródło danych: NBP, Bloomberg, prognozy: BOŚ

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.