

KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 października 2026

Nieco niższe rentowności obligacji na rynku globalnym. Ostrożne wypowiedzi członków RPP.

- W minionym tygodniu presja na ceny obligacji skarbowych na rynku globalnym lekko osłabła, szczególnie w przypadku instrumentów o dłuższym terminie zapadalności, choć generalnie utrzymuje się presja na rynku stopy procentowej. Wyraźnie (o 17 pkt. baz.) obniżyły się rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA, przy już zdecydowanie mniejszych zmianach na rynku europejskim, ze spadkiem rentowności niemieckich papierów o 5 pkt. baz. oraz polskich o 3 pkt. baz.
- Sporym zaskoczeniem jest spory spadek rentowności w USA pomimo wyższego od oczekiwań odczytu wrześniowej inflacji CPI, w tym inflacji bazowej (wzrost do 2,6% r/r), przy mocniejszym wzroście cen towarów i utrzymaniu podwyższonej dynamiki cen usług. Ponadto w minionym tygodniu wyższe od oczekiwań rynkowych okazały się także dane dot. wskaźnika PPI, sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej.
- Obok opóźnionej korekty (relatywnie słabe wcześniejsze reakcje rynku obligacji skarbowych na osłabienie oczekiwań rynkowych co do skali podwyżek stóp Fed), jako powód wyraźnego spadku rentowności amerykańskich obligacji można wskazać wypowiedź prezesa nowojorskiego oddziału Fed, który powiedział, że jeszcze jedna podwyżka stóp w 2026 r. byłaby właściwa, ale nie widzi on już potrzeby podwyżek stóp w 2027 r. W minionym tygodniu oczekiwania rynkowe na decyzje Fed i EBC nie zmieniły się, tj. jako minimalne oceniane są szanse na podwyżkę stóp na posiedzeniach w październiku, a jako pewne na podwyżkę stóp w grudniu (po 25 pkt. baz.). O kolejnych kilka punktów obniżyła się natomiast skala oczekiwanego zacieśnienia w I poł. 2027 r.
- Wśród pozostałych potencjalnych czynników wspierających korektę spadkową rentowności można wymienić pogorszenie nastrojów wobec perspektyw boomu AI skutkujące spadkami notowań akcji oraz mniej optymistyczny obraz sytuacji gospodarczej przedstawiony w najnowszym raporcie Fed Beżowa Księga. Na rynkach akcji dominował w minionym tygodniu wzrost awersji do ryzyka. Globalny indeks akcji MSCI obniżył się o 1,3%, w tym w USA o 2,1%. Z drugiej strony ten wzrost awersji do ryzyka, nie pomógł dolarowi, który w skali tygodnia minimalnie stracił na wartości (w ujęciu do koszyka walut) a euro minimalnie wzmocniło się. Kurs euro wobec dolara na koniec tygodnia kształtował się w pobliżu poziomów z tygodnia wcześniejszego powyżej 1,12 USD/EUR. Umocnienie dolara po publikacji danych inflacyjnych okazało się jedynie krótkookresowe.
- Na rynku europejskim w minionym tygodniu utrzymywała się wyższa zmienność, w trakcie tygodnia rentowności francuskiego długu mocniej obniżyły się, niemniej ostatecznie powróciły do poziomów z minionego piątku, pozostając lekko poniżej lokalnych maksimów i wyraźnie powyżej poziomów z I poł. września.

**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

- W minionym tygodniu dominował raczej ostrożny przekaz z EBC. Prezes Lagarde powiedziała, że szok energetyczny jest zbyt duży, by można było go zignorować, ale w dalszym ciągu nie widać oznak efektów drugiej rundy oraz wyważona reakcja nadal jest właściwa.
- Na rynku surowców miał miejsce z jednej strony wyraźny (ponad 10%) spadek cen spot ropy Brent i benzyny na rynku europejskim oraz lekki spadek cen kontraktów 1M dla benzyny, a z drugiej strony wzrost (o 3% - 5%) kontraktów cen ropy Brent (1M oraz 12M) oraz silne wzrosty cen gazu na rynku europejskim TTF (7,5% - 10%) zarówno w cenach spotowych, jak i najdłuższych kontraktach.
- Z doniesień z Bliskiego Wschodu pojawiały się kolejne informacje o wzajemnych atakach pomiędzy rebeliantami Huti a Arabią Saudyjską / Jemenem, doniesienia o uszkodzeniu tankowców w cieśninie Ormuz, a z drugiej strony potwierdzenia, że bieżąca skala transportu ropy przez cieśninę oscyluje na poziomie ok. 80% poziomów sprzed wojny. Nie pojawiły się żadne nowe informacje dot. bezpośrednich działań na linii USA – Iran co wskazuje, że administracja USA może faktycznie wstrzymywać się z działaniami militarnymi do czasu wyborów połowkowych w USA, zaplanowanych na 3 listopada.
- Na krajowym rynku stopy procentowej poziomy rentowności oraz stawek FRA zmieniały się minimalnie, nieco mocniej o 10 pkt. baz. obniżyły się tylko 10-letnie stawki IRS. Kurs złotego zyskał na wartości 0,5% w relacji do koszyka walut, w relacji do euro minimalnie obniżył się do 4,37 PLN/EUR.
- Opublikowane w minionym tygodniu ostateczne dane wskazały na wzrost [inflacji CPI](#) we wrześniu do 4,1% r/r (powyżej szacunku *flash* 4,0%) oraz spadek inflacji bazowej do 3,1% r/r z 3,3% w sierpniu. Niższy wzrost inflacji bazowej wynikał w części z generalnie niższego poziomu indeksów cen w wielu kategoriach, w części natomiast z silniejszych punktowych (zapewne nietrwałych) zmian jak np. skokowy spadek cen w telefonii komórkowej. Choć program CPN będzie istotnie obniżał ceny paliw, to dotychczasowe wzrosty cen benzyny (wobec początku października) oraz wyższe ceny węgla ograniczą skalę obniżenia inflacji w październiku do około 3,9% r/r (nasz bieżący szacunek).
- W minionym tygodniu pojawiły się kolejne wypowiedzi członków RPP generalnie wskazujące na wstrzemięźliwość co do podwyżki stóp procentowych na posiedzeniu w listopadzie. Ireneusz Dąbrowski oraz Przemysław Litwiniuk wskazali, że jak na razie Rada powinna analizować napływające dane i do końca tego roku i nie zmieniać parametrów polityki pieniężnej. Gabriela Masłowska wskazała z kolei, że ryzyko podwyżki jest wysokie, natomiast w mniejszym stopniu w listopadzie, a w większym w grudniu. Członkowie RPP wskazywali na istotne znaczenie: – wyników listopadowej projekcji NBP, – czy w kolejnych miesiącach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego RPP, – sytuację na rynku surowców i paliw w kolejnych tygodniach, – decyzje URE dot. cen regulowanych gazu i energii elektrycznej oraz programu CPN w 2027 r.
- Powyższe wypowiedzi członków RPP, łącznie z wystąpieniem prezesa Glapińskiego po październikowym posiedzeniu Rady oraz naszym założeniem, że listopadowa projekcja NBP wskaże na powrót inflacji CPI w kierunku 2,5% r/r na przełomie 2027 i 2028 r. wspierają scenariusz stabilizacji stóp procentowych NBP w kolejnych miesiącach. Z drugiej strony wciąż wysokie ceny surowców,

dalszy wzrost cen węgla na rynku oraz efekty bazy podbijające w IV kw. wskaźnik inflacji bazowej powodują, że ryzyko korekcyjnego zacieśnienia polityki monetarnej (rzędu 25 – 50 pkt. baz.) na przełomie 2026 i 2027 r. jest wysokie (prawdopodobieństwo bliskie 50%).

- W nadchodzącym tygodniu opublikowane zostaną wrześniowe dane ze sfery realnej polskiej gospodarki, które w naszej ocenie wskażą na utrzymanie dynamiki PKB blisko poziomu 4,0% r/r, dzięki wyższym inwestycjom i stabilnej sprzedaży eksportowej, ale słabszej konsumpcji prywatnej. Dla RPP kluczowa będzie zapewne publikacja dynamiki wynagrodzeń, która powinna nieco odbić w górę po słabym sierpniu ze względu na odreagowanie płac w górnictwie, niemniej pozostanie na wyraźnie niższym poziomie. Przy wciąż ograniczonym popycie na pracę (stagnacja zatrudnienia) oczekujemy utrzymania umiarkowanej presji płacowej, pomimo przyspieszenia wzrostu inflacji.
- Na rynku zagranicznym najważniejsze będą zapewne wstępne odczyty październikowych wskaźników koniunktury PMI w gospodarkach rozwiniętych, które dotąd wskazywały na wysoką odporność gospodarek światowych na sytuację na rynku surowców. Dane te będą kolejną informacją, czy nadal wzrost cen surowców wpływa na subindeksy cenowe indeksów koniunktury, czy też zaczyna wpływać na nastroje dot. zamówień i produkcji.

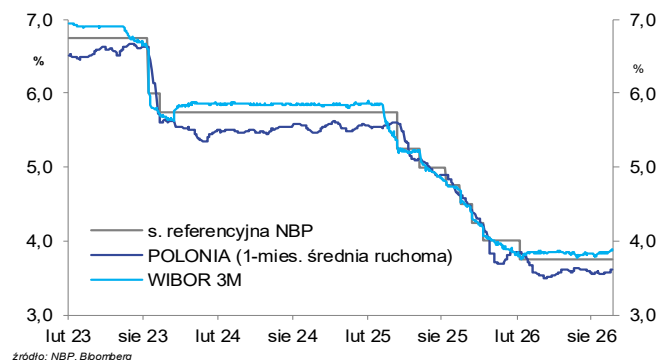
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 20 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	wrz	-0,8% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
09:30	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	wrz	5,6% r/r	6,0% r/r	6,4% r/r
09:30	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	wrz	4,2% r/r	5,7% r/r	6,5% r/r
09:30	PL	Produkcja budowlano-montażowa	wrz	6,7% r/r	3,4% r/r	3,7% r/r
09:30	PL	Produkcja przemysłowa	wrz	3,0% r/r	3,1% r/r	3,1% r/r
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	paź	5,50%	5,50%	-
czwartek 22 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Sprzedaż detaliczna	wrz	3,8% r/r	3,6% r/r	4,1% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	wrz	11,3% r/r	11,5% r/r	11,2% r/r
piątek 23 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Stopa bezrobocia	wrz	5,8%	5,8%	5,8%
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	53,9 pkt.	54,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	52,9 pkt.	53,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	52,9 pkt.	52,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	53,0 pkt.	52,9 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	55,9 pkt.	55,5 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	58,8 pkt.	58,0 pkt.	-
poniedziałek 26 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	paź	89,9 pkt.	-	-

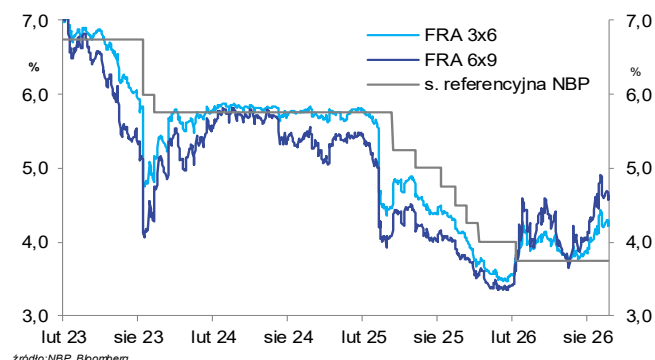
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

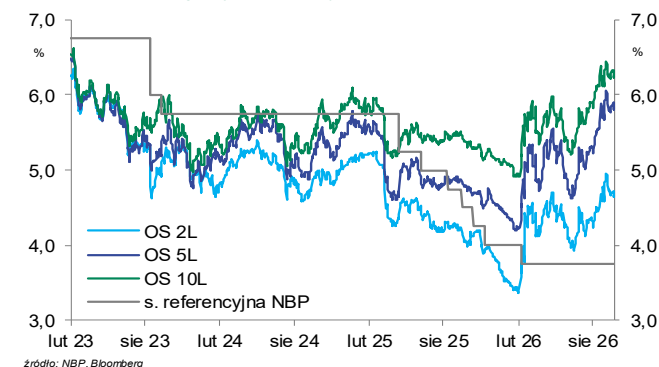
Krajowe stopy procentowe



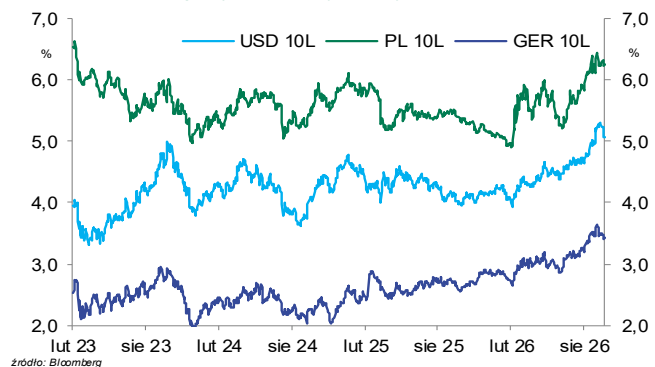
Oczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR3M



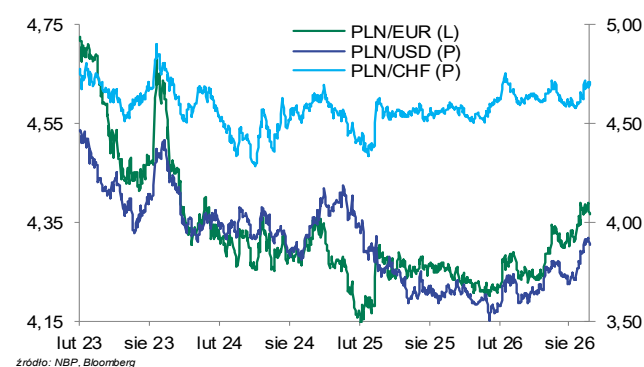
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



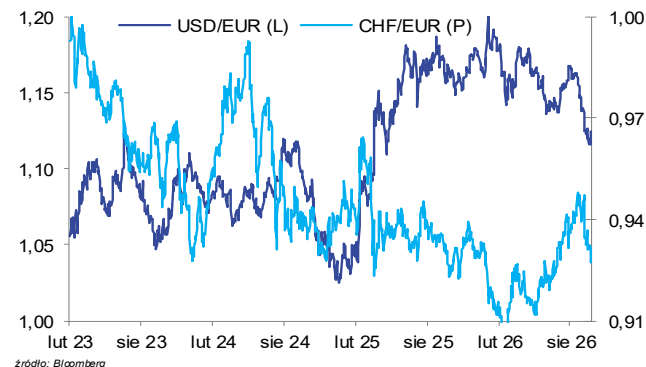
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



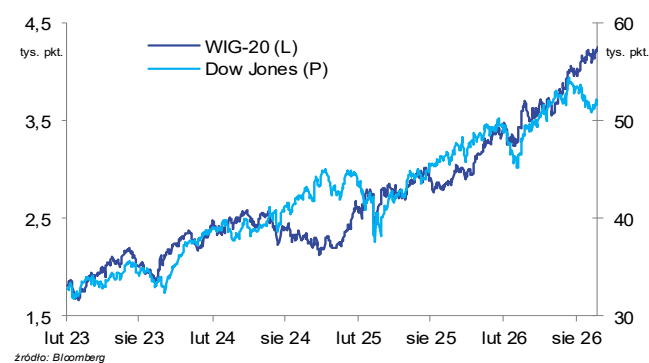
Notowania kursu złotego



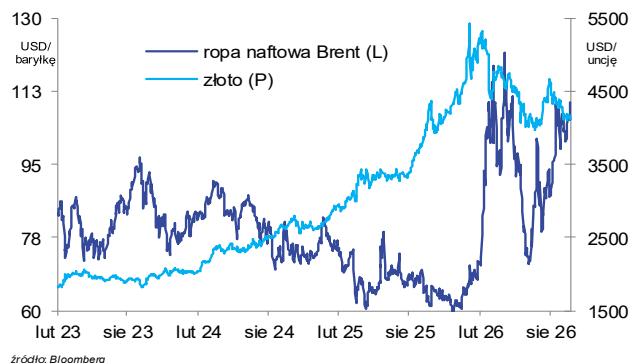
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

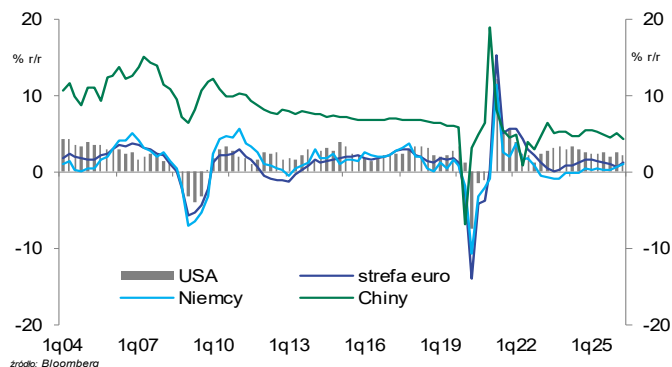


Ceny surowców

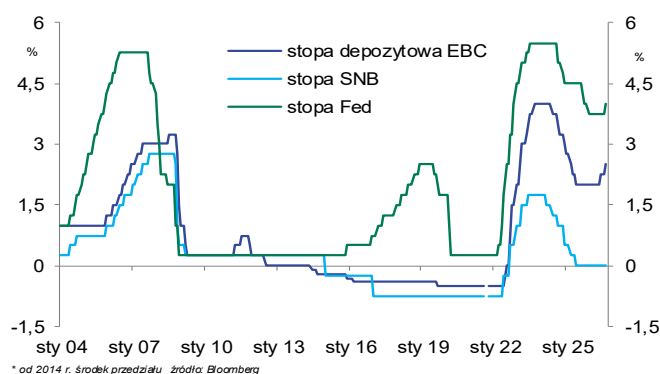


Gospodarka

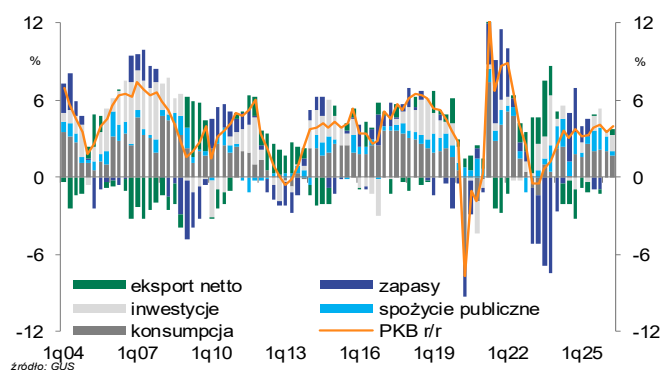
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



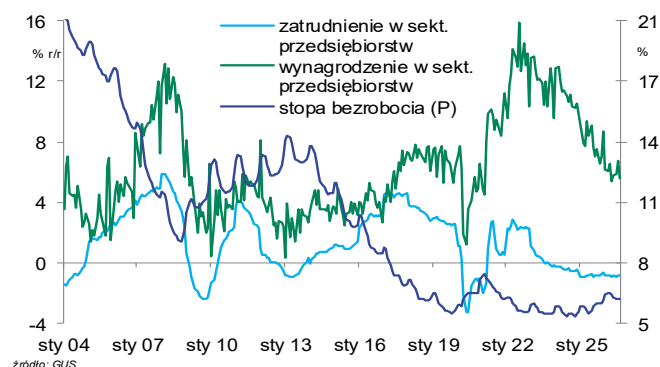
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



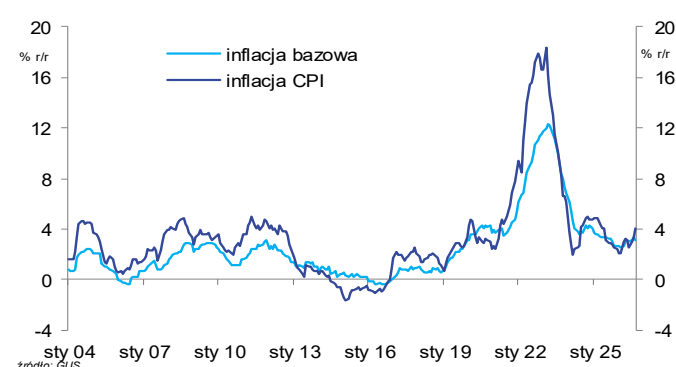
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



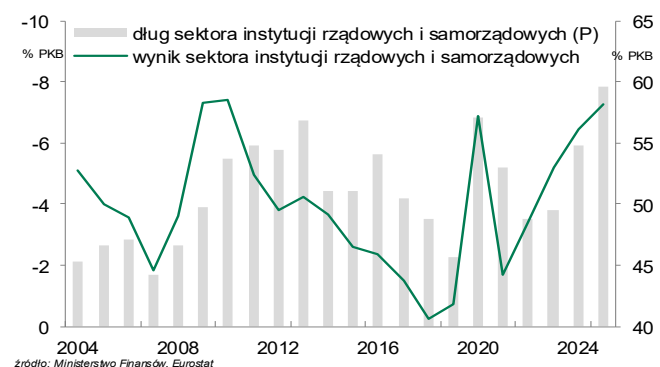
Rynek pracy



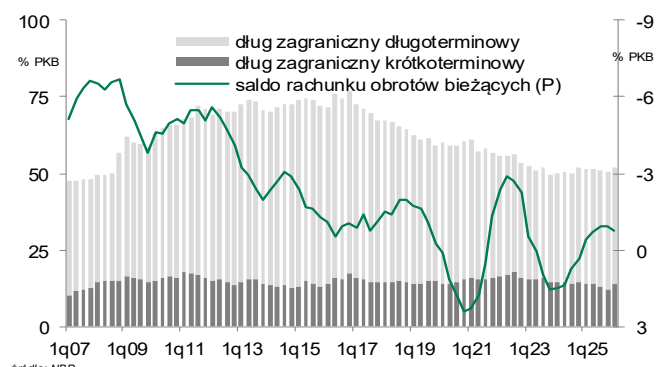
Infłacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		16.10.2026	zmiana		prognoza		
			ost. 7 dni	ost. 14 dni	30.11.2026	31.12.2026	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	%	3,88	0,00	0,03	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,27	0,02	0,05	-	-	-
FRA 6x9	%	4,63	-0,01	0,00	-	-	-
FRA 9x12	%	4,79	-0,01	0,01	-	-	-
IRS 2L	%	4,72	0,00	0,02	-	-	-
IRS 5L	%	4,95	-0,04	-0,02	-	-	-
IRS 10L	%	5,25	-0,09	-0,06	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,66	-0,03	-0,06	4,60	4,50	4,50
Obligacje skarbowe 5L	%	5,84	0,00	0,05	5,75	5,70	5,70
Obligacje skarbowe 10L	%	6,26	-0,03	0,02	6,25	6,15	6,15
PLN/EUR	PLN	4,37	-0,01	-0,01	4,35	4,35	4,35
PLN/USD	PLN	3,88	-0,02	-0,01	3,82	3,80	3,80
PLN/CHF	PLN	4,71	0,02	0,02	4,68	4,68	4,68
USD/EUR	USD	1,12	0,00	0,00	1,14	1,15	1,15
Stopa Fed	%	4,00	0,00	0,00	4,00	4,25	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,00	0,00	2,50	2,75	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	5,07	-0,17	-0,20	5,15	5,05	5,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,42	-0,05	-0,04	3,45	3,40	3,40

źródło danych: NBP, Bloomberg, prognozy: BOŚ

WAZNA 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.