

KOMENTARZ TYGODNIOWY

14 września 2026

Dalszy wzrost obaw o dostawy paliw. Rentowności obligacji na kolejnych szczytach. RPP nie zmieniła stóp. Wyższe stopy EBC. Teraz kolej na decyzję Fed.

- W minionym tygodniu kontynuowany był wzrost cen ropy naftowej i produktów ropopochodnych. W rezultacie rentowności obligacji osiągnęły kolejne rekordowe poziomy oraz wzrosła rynkowa awersja do ryzyka.
- W trakcie tygodnia do kontynuacji wznowionych pod koniec sierpnia działań wojennych między USA a Iranem (m.in. wzajemne ataki na tankowce przepływające przez Ormuz) doszły nowe źródła ryzyka dot. alternatywnych kanałów dostaw paliw na rynki światowe. W minionym tygodniu wspierani przez Iran rebelianci Huti w Jemenie zajęli kolejne strategiczne obszary nad Morzem Czerwonym, co wzmocniło obawy przed drożnością alternatywnego dla cieśniny Ormuz szlaku transportowego surowców przez cieśninę Bab al-Mandab i Kanał Sueski. Z kolei atak dronów na strategiczny saudyjski ropociąg Wschód-Zachód, który poskutkowało czasowym przewencyjnym wstrzymaniem pracy rurociągu, podsycało obawy przed utratą kolejnego szlaku dostaw ropy naftowej. W rezultacie w minionym tygodniu cena ropy Brent wyraźnie wzrosła i z początkiem bieżącego tygodnia wynosi ok. 108 dolarów za baryłkę (w kontraktach 1M). Jednocześnie ceny produktów rafineryjnych utrzymują się w okolicach lokalnych maksimów.
- W strefie euro najistotniejszym makroekonomicznym wydarzeniem tygodnia było posiedzenie Rady Prezesów EBC. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami rada [podwyższyła stopy procentowe o 25 pkt. baz. do 2,5% dla stopy depozytowej EBC](#). Jednocześnie w komunikacie rada EBC zasygnalizowała, że inflacja pozostanie podwyższona przez dłuższy okres – zgodnie z najnowszą projekcją EBC średni CPI pozostanie powyżej celu EBC także w 2028 r. (2,1%). Przekaz EBC wraz z generalnym tonem wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji prasowej po posiedzeniu został odebrany przez rynki jako „jastrzębi” i wzmocnił oczekiwania na dalsze zacieśnienie polityki monetarnej EBC. Pod koniec minionego tygodnia prawdopodobieństwo podwyżki stóp już podczas kolejnego, październikowego posiedzenia EBC wyceniane było przez kontrakty OIS z prawdopodobieństwem 80%, a łączna skala zacieśnienia polityki EBC do połowy 2027 r. wyceniana była na 71 pkt. baz.
- Z kolei w USA najistotniejszą informacją minionego tygodnia była piątkowa publikacja danych nt. sierpniowej inflacji. Na jej wagę dla ostatecznej decyzji FOMC wskazał przed tygodniem wpływowy członek FOMC Ch. Waller. Opublikowany wynik sierpniowej inflacji był generalnie bliski rynkowym oczekiwaniom, z wyjątkiem miesięcznego wzrostu inflacji bazowej, który okazał się wyższy od oczekiwań (0,3% m/m vs. oczekiwane 0,2%). Wynik ten podbił – powyżej 80% prawdopodobieństwa – rynkowe oczekiwania na podwyżkę stóp Fed o 25 pkt. baz. podczas najbliższego środowego posiedzenia FOMC, przy niemal równej liczbie analityków oczekujących podwyżki stóp (52 ośrodki analityczne) i stabilizacji stóp (53 zespoły). Obecnie rynek wycenia do końca

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

tego roku łącznie 2 podwyżki stóp Fed, a do połowy przyszłego roku nieco ponad 3 podwyżki (łącznie 88 pkt. baz.)

- W tych warunkach rentowności długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach bazowych osiągnęły nowe rekordowe poziomy – blisko 5% w USA i 3,5% w Niemczech w przypadku papierów 10-letnich.
- Silniejszy wzrost oczekiwań na zaostrzenie polityki Fed lekko wzmocnił dolara, który zyskał 0,1% w relacji do koszyka walut. Kurs dolara w relacji do euro utrzymywał się w okolicach 1,16 dolara za euro.
- Rosnące ryzyko geopolityczne poskutkowało silniejszym wzrostem awersji do ryzyka i spadkiem większości indeksów akcji. Indeks akcji MSCI World odnotował tygodniową stratę o 1,1%, przy spadku indeksu MSCI w USA o 0,8%, w strefie euro o 0,9%, a na rynkach wschodzących o 0,2%. Natomiast polski rynek akcji ponownie okazał się dość odporny na globalny wzrost awersji do ryzyka i WIG osiągnął solidny tygodniowy wzrost 0,7%. Z kolei wzrost awersji do ryzyka osłabił kurs złotego o 0,3% w relacji do koszyka walut.
- Na krajowym rynku finansowym notowania obligacji pozostały pod dominującym wpływem wzrostu rentowności na rynkach bazowych. W efekcie na początku bieżącego tygodnia rentowności papierów 10-letnich osiągnęły kolejne lokalne maksimum 6,30% (wzrost o ok. 20 pkt. baz. w skali tygodnia).
- Jednocześnie w znacznie mniejszym stopniu (6 pkt. baz.) wzrosły rentowności papierów 2-letnich, pomimo iż ponownie wyraźnie wzrosły kontrakty FRA, które w perspektywie końca roku z nawiązką wyceniają podwyżkę stóp NBP o 25 pkt. baz., a w połowy przyszłego roku – łącznie około 3 podwyżki stóp NBP.
- W naszej ocenie w ograniczonym stopniu na wzrost oczekiwań na podwyżki stóp NBP wpłynął wynik ubiegłotygodniowego posiedzenia RPP (stopy bez zmian) oraz generalnie zgodny z przewidywaniami ton wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej po posiedzeniu. Prezes Głapiński stwierdził, że obecnie nie ma możliwości obniżenia stóp oraz że zgodnie z dominującymi poglądami w RPP stopy pozostaną stabilne do połowy 2027 r. Zastrzegł jednak, że nie można wykluczyć podwyżki stóp w scenariuszu inflacji utrzymującej się powyżej celu NBP. W podobnym tonie wypowiedzieli się członkowie RPP H. Wnórski oraz I. Dąbrowski.
- Ubiegłotygodniowy wzrost oczekiwań rynkowych na przyszłe podwyżki w naszej ocenie wynikał przede wszystkim ze wzrostu obaw rynkowych przed wzrostem przyszłej inflacji w warunkach rosnących cen paliw, niejako pomimo generalnie uspokajającego przekazu członków RPP. Rynek w tej chwili poszukuje poziomów inflacji, przy której RPP będzie pod presją żeby zareagować pomimo generalnie „gołębiego” nastawienia. Próbką odpowiedzi na te dylematy jest ostatni wywiad członka RPP Ludwika Koteckiego, który ocenił w wywiadzie dla Bloomberg, że RPP będzie musiała rozważyć podwyżki stóp procentowych, jeśli prognozy będą wskazywać na inflację utrzymującą się powyżej 4% przez dłuższy czas. Kotecki wskazał na wagę listopadowej projekcji NBP dla przyszłych decyzji Rady.
- W bazowym scenariuszu inflacyjnym przewidujemy, że po tym jak we wrześniu CPI przekroczy poziom 3,5%, do listopada CPI powinna pozostać poniżej 4%. Natomiast w scenariuszu utrzymania bieżących wysokich cen paliw ryzyko przekroczenia poziomu 4% pojawiłoby się w grudniu. Z kolei z początkiem

przyszłego roku oprócz kształtowania się cen paliw istotne dla wskaźnika CPI będą decyzje Urzędu Regulacji Energetyki dot. taryf za energię elektryczną i gaz dla odbiorców indywidualnych.

- W naszej ocenie w negatywnym scenariuszu utrzymania przez kolejne miesiące bieżących cen paliw oraz znaczącego (ok. 10-proc.) wzrostu rachunku za prąd i gaz zmaterializowałoby się ryzyko kilkumiesięcznego okresu utrzymywania się wskaźnika CPI powyżej poziomu 4%, natomiast nie jest to nasz bazowy scenariusz (m.in. zakładamy ograniczoną skalę wzrostu rachunków za gaz i energię elektryczną, a także stopniowe obniżenie cen paliw). Jednocześnie od marca przyszłego roku zaczną oddziaływać efekty wysokiej bazy odniesienia dla paliw oddziałując ograniczająco na inflację (przy jej sporej zmienności z miesiąca na miesiąc). W bazowym scenariuszu inflacyjnym, w którym CPI nie przekracza trwale 4% i przy generalnie „gołębio” nastawionej większości członków RPP, która w naszej ocenie będzie tak długo jak to będzie możliwe eksponowała perspektywę obniżenia inflacji w średnim okresie, podtrzymujemy scenariusz stabilnych stóp NBP przez najbliższe kilka kwartałów. Natomiast ryzyko podwyżki stóp na przełomie tego i przyszłego roku jest niepomijalne, choć w naszej ocenie wyraźnie niższe niż wynika to z wycen FRA.
- W bieżącym tygodniu najistotniejszym wydarzeniem będzie środowe posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed. W naszej ocenie prawdopodobieństwo podwyżki stóp jak i ich stabilizacji jest wyrównane, z lekko przeważającym scenariuszem zacieśnienia polityki pieniężnej z uwagi na kumulację publikowanych ostatnio danych (inflacja, rynek pracy) oraz sytuacji rynkowej.
- Ponadto w tym tygodniu odbędą się posiedzenia Banku Anglii i czeskiego banku centralnego, opublikowane zostaną też miesięczne dane dot. sfery realnej gospodarki chińskiej.
- Niezmiennie istotne dla rynków pozostaną informacje z Bliskiego Wschodu. W obecnej sytuacji wobec malejących nadziei na szybkie rozwiązanie polityczne konfliktu, na pierwszy plan wysuwają się informacje nt. skali transportu przez cieśninę Ormuz pomimo blokady oraz alternatywnych tras przesyłu paliw. Dodatkowym istotnym czynnikiem będzie kształtowanie się marż rafineryjnych na rynku europejskim m.in. w kontekście sformułowanego w ostatni weekend wezwania prezydenta Trumpa skierowanego do prezydenta Zeteńskiego, aby Ukraina wstrzymała ataki dronów na rosyjskie rafinerie.
- Na krajowym rynku poznamy w tym tygodniu ostateczny szacunek wskaźnik CPI oraz inflację bazową za sierpień (oczekujemy wzrostu do 3,2%-3,3%). W piątek publikacją nt. sierpniowej produkcji przemysłowej rozpocznie się comiesięczny cykl publikacji danych nt. sfery realnej gospodarki polskiej.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie komitetu Otwartego Rynku Fed (15 – 16 września)**

Oczekujemy, że FOMC podwyższy stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym przedział dla stopy funduszy federalnych do poziomu 3,75% – 4,00%.

Choć w bazowym scenariuszu zakładamy podwyżkę stóp, to prawdopodobieństwo ich stabilizacji (zgodnie z bardzo wyrównanymi prognozami analityków) w naszej ocenie pozostaje bardzo wysokie.

Zakładamy, że kumulacja publikacji danych makroekonomicznych (inflacja CPI, wskaźnik PPI, rynek pracy) oraz bieżących tendencji na rynku surowców dla większości członków będą argumentem za zaostrzeniem polityki pieniężnej. Z drugiej strony, pomimo „jastrzębiego” wystąpienia prezesa Fed K. Warsha pod koniec sierpnia w Jackson Hole uważamy, że nadal preferencją prezesa Fed byłby dłuższy okres analizy danych i informacji przy dynamicznie zmieniającej się sytuacji geopolitycznej i rynkowej oraz wciąż poziomie stóp procentowych wyraźnie powyżej tego ocenianego jako neutralny.

Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

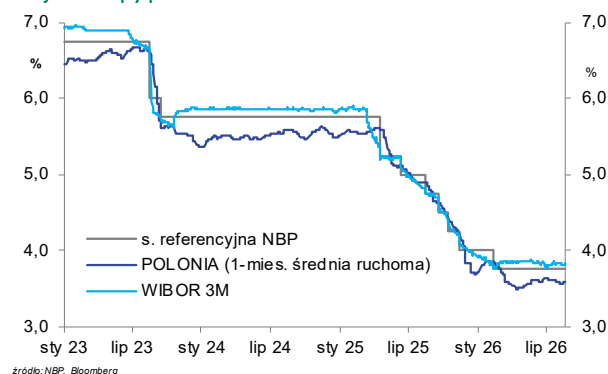
wtorek 15 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	sie	4,5% r/r	4,8% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	sie	0,6% r/r	0,8% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sie	-6,7% r/r	-7,1% r/r	-
09:30	PL	Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	sie	3,4% r/r (wst.)	-	3,4% r/r
środa 16 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lip	0,0% m/m	-0,5% m/m	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	3,1% r/r	-	3,2-3,3% r/r*
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	sie	-0,6% m/m	0,9% m/m	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	wrz	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 17 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	wrz	3,75%	3,75%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	wrz	3,75%	3,75%	-
piątek 18 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Produkcja przemysłowa	sie	5,1% r/r	6,1% r/r	6,1% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sie	0,2% m/m	0,3% m/m	-
poniedziałek 21 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sie	-0,8% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
09:30	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sie	6,8% r/r	6,5% r/r	6,4% r/r
09:30	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sie	2,8% r/r	3,6% r/r	3,6% r/r
09:30	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sie	2,4% r/r	6,5% r/r	8,8% r/r

* szacunek na podstawie danych z flash CPI

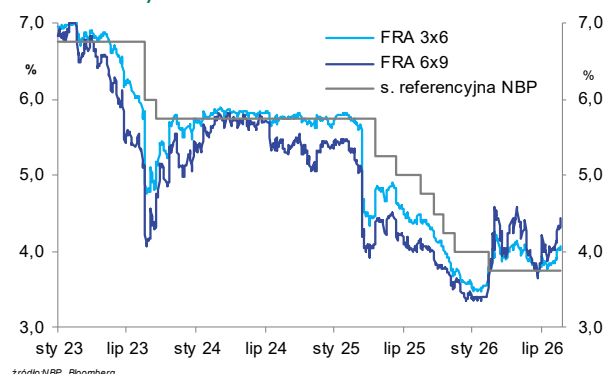
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

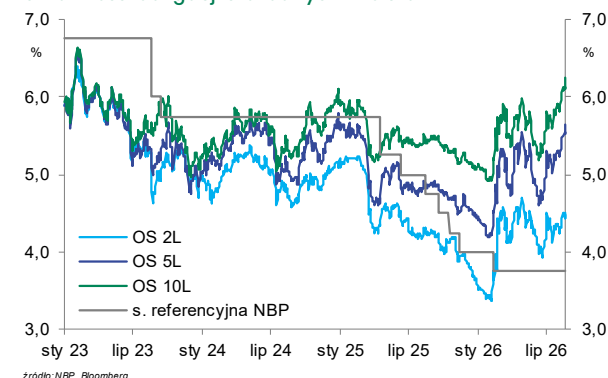
Krajowe stopy procentowe



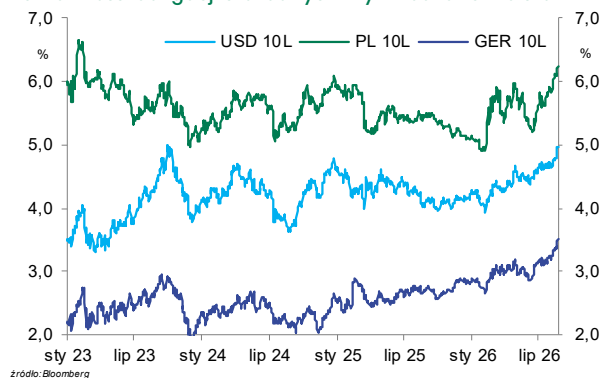
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



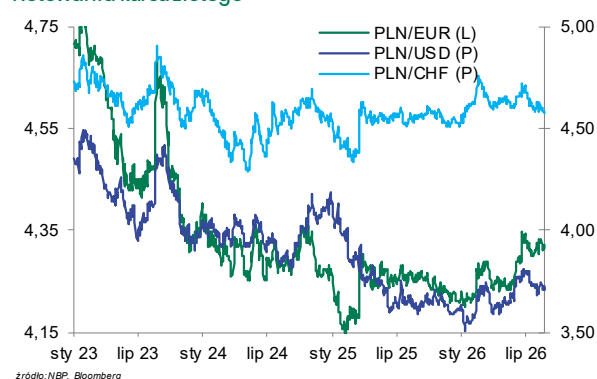
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



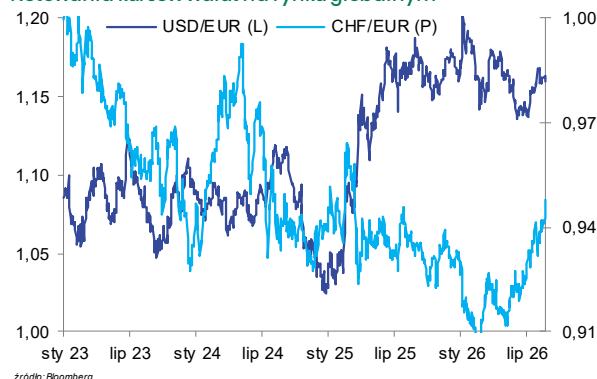
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



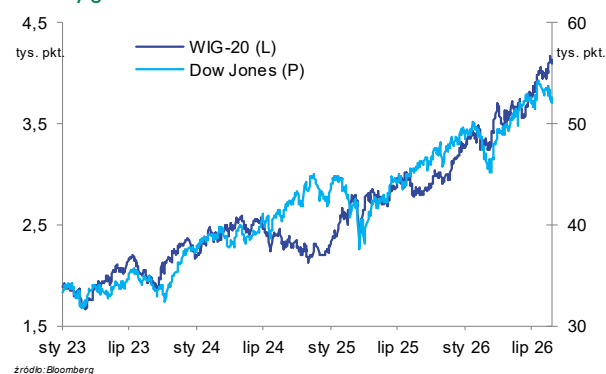
Notowania kursu złotego



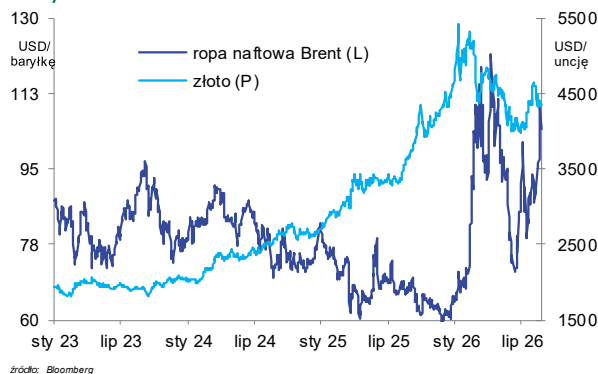
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

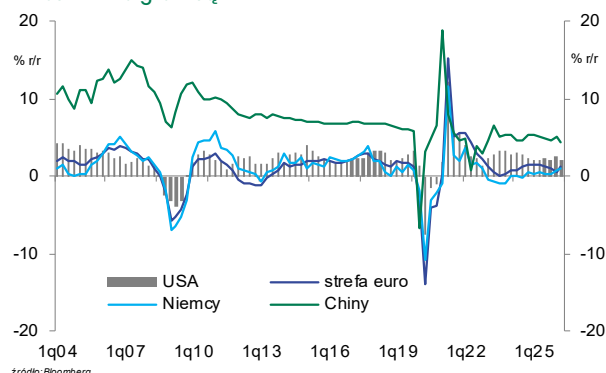


Ceny surowców

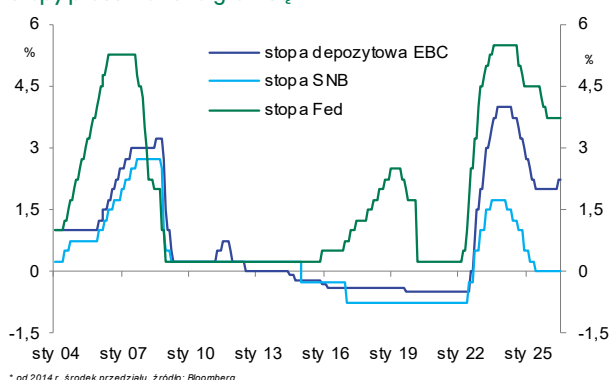


Gospodarka

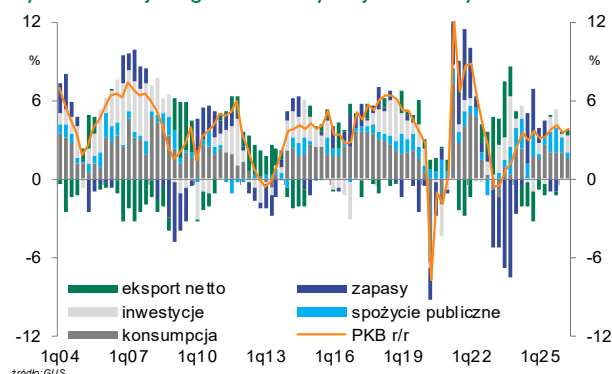
Wzrost PKB za granicą



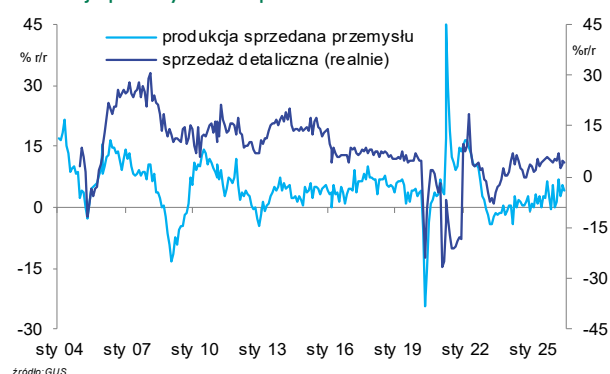
Stopy procentowe za granicą



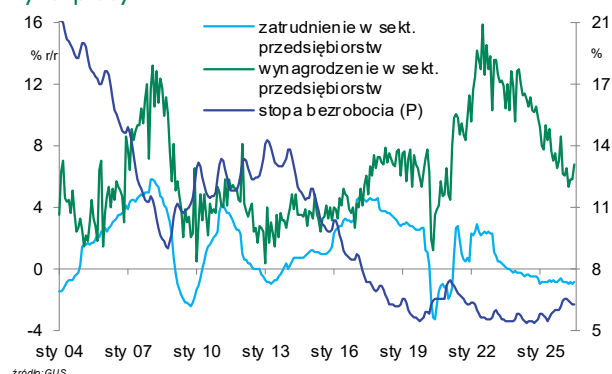
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



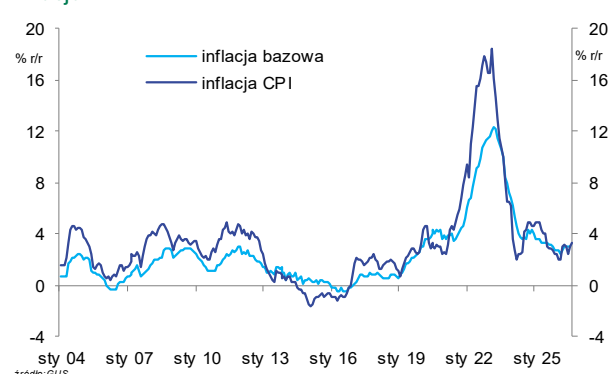
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



Rynek pracy



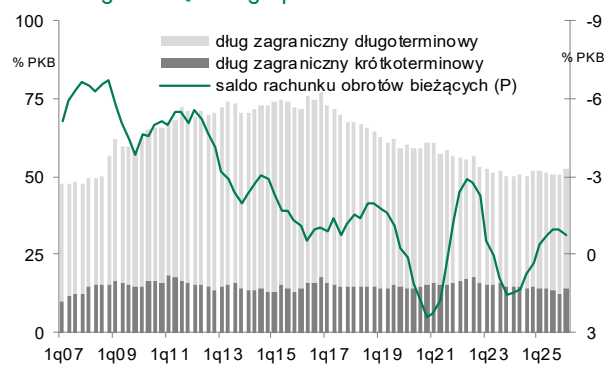
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		zmiana			prognoza		
		11.09.2026	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	%	3,84	0,04	0,01	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,08	0,07	0,16	-	-	-
FRA 6x9	%	4,43	0,15	0,30	-	-	-
FRA 9x12	%	4,59	0,16	0,35	-	-	-
IRS 2L	%	4,56	0,14	0,27	-	-	-
IRS 5L	%	4,86	0,15	0,31	-	-	-
IRS 10L	%	5,24	0,13	0,31	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,52	0,06	0,19	4,50	4,45	4,35
Obligacje skarbowe 5L	%	5,64	0,15	0,31	5,60	5,55	5,40
Obligacje skarbowe 10L	%	6,26	0,18	0,30	6,30	6,25	6,00
PLN/EUR	PLN	4,32	0,00	-0,01	4,33	4,32	4,30
PLN/USD	PLN	3,73	0,01	0,01	3,77	3,76	3,74
PLN/CHF	PLN	4,58	-0,02	-0,05	4,68	4,67	4,65
USD/EUR	USD	1,16	0,00	0,00	1,15	1,15	1,15
Stopa Fed	%	3,75	0,00	0,00	4,00	4,00	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,25	0,25	2,50	2,50	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,97	0,19	0,25	4,95	4,90	4,80
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,50	0,17	0,23	3,50	3,45	3,35

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 jakiejkolwiek 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.