

KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 września 2026

Utrzymuje się presja na obligacje. Oczekiwane dane z rynku pracy w USA, w Polsce – flash CPI za wrzesień.

Po tym jak we wcześniejszych dwóch tygodniach w centrum uwagi inwestorów były decyzje głównych banków centralnych, w minionym tygodniu na pierwszy plan uwagi rynkowej powróciła sytuacja w Zatoce Perskiej. Przy okazji odbywającego się w Nowym Jorku Zgromadzenia Ogólnego ONZ Iran przedstawił propozycję otwarcia cieśniny Ormuz w ciągu siedmiu dni w zamian za zniesienie blokady irańskich portów oraz sankcji na ropę naftową. Okresowo ożywiło to nadzieje na zbliżenie stanowisk między USA i Iranem i obniżyło ceny ropy naftowej. Jednak odrzucenie tej propozycji przez prezydenta Trumpa, przywróciło wyższe ceny ropy naftowej. Nawrót obaw przed wzrostem inflacji stymulowanej wzrostem cen paliw, przy dodatkowo niespodziewanie wysokich odczytach koniunktury PMI w USA i strefie euro za wrzesień podsycała presję na dalszy wzrost rentowności obligacji.

W trakcie minionego tygodnia ceny ropy naftowej Brent w kontraktach 1M okresowo spadły poniżej 100 dolarów za baryłkę, jednak wraz z oddalaniem się perspektywy zbliżenia stanowisk USA i Iranu ceny wzrosły w okolice poziomu 107 dolarów za baryłkę, czy w skali minionego tygodnia nie wiele się zmieniły. Jednocześnie silniejszy wzrost cen był ograniczany przez informacje, że rurociąg saudyjski Wschód-Zachód do portu Janbu nad Morzem Czerwonym został przywrócony do działania oraz kolejne informacje, że wahadłowy transport ropy odbywa się przez cieśninę Ormuz (ok. 7 mln baryłek dziennie) poprzez tankowce, które mają wyłączone systemy pozwalające na ich lokalizację. Równolegle utrzymywała się presja na ceny oleju napędowego w Europie wobec powtarzanych przez prezydenta Trumpa deklaracji o zamiarze wprowadzenia okresowego zakazu eksportu oleju napędowego z USA. Z kolei na europejskim rynku gazu kontrakty 1M TTF obniżyły się i utrzymują się w okolicach 72 euro za megawatogodzinę wobec średnio ok. 80 euro tydzień wcześniej.

Rentowności obligacji na rynkach bazowych podążały w ślad za zmianami cen ropy naftowej. Okresowo obniżyły się w trakcie tygodnia, jednak pod koniec tygodnia ponownie wzrosły do nowych lokalnych maksimów. Na koniec minionego tygodnia rentowności 10-letnich obligacji USA wzrosły do poziomu 5,16% (wzrost o 16 pkt. baz.), a w Niemczech do poziomu 3,60% (wzrost o 8 pkt. baz.). Z początkiem bieżącego tygodnia presja na wzrost rentowności utrzymują się. Rynki nadal oczekują, że wobec wzrostu ryzyka trwalszego wzrostu inflacji w grudniu br. zarówno Fed jak i EBC podwyższą stopy procentowe o 25 pkt. baz. a w I połowie 2027 r. oba banki podniosą stopy o kolejne 50 pkt. baz.

Na rynkach akcji miniony tydzień przyniósł pozytywne odreagowanie indeksów po spadkach we wcześniejszym tygodniu. W skali tygodnia światowy indeks akcji MSCI wzrósł o 1%. W przypadku USA wzrost ten wyniósł 1,2%, strefy euro 0,9%, a w przypadku rynków wchodzących o 1,1%.

Wyższe stopy procentowe w USA oraz ograniczenie obaw dot. wiarygodności Fed po posiedzeniu wrześniowym FOMC nadal oddziaływały w kierunku

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

umocnienia dolara w relacji do euro, w rezultacie kurs euro wobec dolara spadł w okolice 1,14 USD/EUR.

- Opublikowane w minionym tygodniu w większości przypadków lepsze, a w przypadku USA znacząco lepsze od oczekiwań wstępne odczyty PMI we wrześniu, które świadczą o solidnej kondycji gospodarczej, nasiliły wzrost rentowności obligacji, mogły też wesprzeć rynki akcji i dalszą aprecjację dolara wobec euro.
- Szczególnie solidna poprawę odnotowały indeksy PMI w USA, w przypadku przemysłu PMI wzrósł o ponad 3 pkt. do 57 pkt., a w przypadku usług – o ponad 2 pkt. do 58,7 pkt. Z kolei w strefie euro indeks PMI koniunktury w przemyśle utrzymał się we wrześniu na sierpniowym poziomie 52,7 pkt. a silnie pozytywnie zaskoczył wynik sektora usług, ze wzrostem PMI do 53,0 pkt. (przy szczególnie silnym wzroście w Niemczech).
- Na krajowym rynku finansowym miniony tydzień przyniósł kontynuację wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych w ślad za rynkami bazowymi oraz w warunkach nasilających się oczekiwań rynkowych na przyszłe podwyżki stóp NBP.
- W skali tygodnia krzywa dochodowości obligacji przesunęła się mniej więcej równolegle o ok 10 pkt. baz. Wzrost ten przyniósł nowe lokalne szczytu na krótszym końcu krzywej dochodowości (w tym do 4,86% dla obligacji 2-letnich). Rentowności obligacji 10-letnich wzrosło do 6,35%. Z początkiem bieżącego tygodnia wzrost rentowności jest kontynuowany i przetamał poziom 6,40%, ustanawiając nowy lokalny szczyt rentowności
- W minionym tygodniu kontynuowany był wzrost kontraktów FRA, przy sporej zmienności notowań w trakcie tygodnia. Na koniec tygodnia oczekiwana w kontraktach stawka WIBOR 3M za 6 miesięcy wyniosła 4,82%, co odpowiada podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 100 pkt. baz. Wśród członków RPP wypowiedział się ostatnio jedynie Ludwik Kotecki, który wskazał, że jeśli projekcja w listopadzie pokaże utrwalenie inflacji na poziomie powyżej 4% r/r, to RPP będzie musiała zareagować. Członek RPP wskazał, że oczekuje, że w październiku inflacja CPI przekroczy 4%
- Także na krajowym rynku akcji miniony tydzień przyniósł powrót umiarkowanego (+1,4%) wzrostu WIG po lekkim spadku tydzień wcześniej. Z kolei kurs złotego kontynuował osłabienie i zakończył tydzień na poziomie 4,38 złotego za euro i 3,84 złotego za dolara.
- W cieniu globalnych zawirowań na rynku paliw pozostały sierpniowe publikacje ze sfery realnej polskiej gospodarki. Na rynku pracy w sierpniu [osłabła dynamika płac](#) przy stabilizacji zatrudnienia i [stopy bezrobocia](#). [Produkcja budowlana](#) odbiła po zaskakująco słabym lipcowym wyniku, a sierpniowa [sprzedaż detaliczna](#) kontynuowała wzrost w umiarkowanym tempie.
- W bieżącym tygodniu na krajowym rynku perspektywy inflacyjne pozostaną w centrum uwagi. W środę 30.09 opublikowany zostanie szacunek flash wrześniowej inflacji CPI, oczekujemy wzrostu do 4,1% r/r wobec 3,4% r/r w sierpniu głównie w wyniku wzrostu cen paliw do transportu oraz węgla i oleju opałowego, przy ograniczeniu skali spadku indeksu cen żywności w ujęciu r/r.
- Jeśli tak jak oczekujemy inflacja CPI przekroczy psychologiczną granicę 4% już we wrześniu, może to być niespodzianką dla członków RPP. Generalnie bowiem

dotychczasowe wypowiedzi członków RPP (np. L. Koteckiego) wskazały, że oczekują oni takiej sytuacji miesiąc później – w przypadku październikowej publikacji inflacji.

- Uważamy, m.in. zgodnie z ostatnią wypowiedzią L. Koteckiego, że do poważnej dyskusji nt. ewentualnego zacieśnienia polityki monetarnej dojdzie w listopadzie, przy okazji publikacji przez NBP nowej projekcji. Niemniej oczekiwane przez nas przekroczenie przez CPI poziomu 4% może wyzwolić spekulacje rynkowe co do możliwości podwyżki stóp już na najbliższym posiedzeniu RPP w przyszłym tygodniu.
- Z punktu widzenia kształtowania się październikowego wskaźnika CPI, który zapewne będzie istotny dla listopadowej decyzji RPP, bardzo istotne będzie to czy w październiku zostanie przywrócony rządowy program obniżający ceny paliw. Według naszych szacunków bowiem utrzymanie przez cały październik cen paliw w okolicach obecnego poziomu poskutkowałoby wzrostem wskaźnika CPI w okolice 4,5% r/r, co wydaje się byłoby już bardzo niekomfortowym poziomem dla RPP. Rząd warunkuje przywrócenie programu rządowego CPN podpisaniem przez prezydenta Nawrockiego ustawy o nadmiarowych zyskach spółek paliwowych, która w minionym tygodniu została ponownie uchwalona przez parlament. W minionym tygodniu prezydent Nawrocki ocenił, że ustawa ta jest niekonstytucyjna, a Kancelaria Prezydenta RP przedstawiła uwagi do ustawy. Wypowiedź prezydenta i zakres uwag do ustawy wskazuje na niskie prawdopodobieństwo podpisania ustawy przez prezydenta.
- Na rynkach zagranicznych bieżący tydzień będzie obfitował w szereg istotnych publikacji danych. W USA kluczowe będą publikacje wrześniowych danych nt. rynku pracy, w tym zatrudnienia i stopy bezrobocia, a ponadto sierpniowa inflacja wg wskaźnika PCE (preferowanej przez Fed miary inflacji), sierpniowe dochody i wydatki gospodarstw domowych oraz wrześniowe wskaźniki koniunktury ISM. W strefie euro oczekiwana będzie publikacja *flash* inflacji HICP za wrzesień, a w Chinach wrześniowe wskaźniki koniunktury PMI.
- Niezmiennie najsilniej na sytuację rynkową będą wpływać wszelkie informacje dot. rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie. W niedzielnym wywiadzie z portalem Axios, prezydent Donald Trump powiedział, że spodziewa się w bieżącym tygodniu kolejnej rundy negocjacji jego zespołu z irańską delegacją, ale z drugiej strony zagroził, że rozważa też powrót do bombardowania Iranu. Z punktu widzenia rynkowego kluczowe jest by uniknąć powrotu do wzajemnych ataków zbrojnych, gdyż brak ataków zwiększa szanse na kontynuację nierejestrowanego przez oficjalne dane transport ropy przez c. Ormuz oraz przez alternatywne kierunki (m.in. przez ropociąg Wschód-Zachód). Z punktu widzenia europejskiego rynku istotne będą ponadto kolejne informacje nt. prawdopodobieństwa wdrożenia przez USA ewentualnego zakazu lub ograniczenia eksportu oleju napędowego.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji we wrześniu – szacunek *flash* (30 września)**

Prognozujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 4,1% r/r z 3,4% r/r w sierpniu. We wrześniu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał przede wszystkim dalszy wzrost cen paliw i skokowy wzrost cen opatu. Szacujemy, że ceny paliw wzrosły średnio o ok. 8% m/m w efekcie wygaśnięcia rządowego sierpniowego programu CPN oraz w warunkach dalszego wzrostu cen ropy naftowej. W przypadku opatu oczekujemy skokowego, kilkunastoprocentowego wzrostu cen węgla i pelletu. Wrześniowy wzrost cen węgla związany jest ze wzrostem cen surowca importowanego oraz utrzymującą się ograniczonej podaży, związanej m.in. z niepełną odbudową zapasów po ubiegłorocznej, wyjątkowo mroźnej zimie. Zakładamy, że we wrześniu lekko wzrosła roczna dynamika cen żywności. Szacujemy, że inflacja bazowa we wrześniu w ujęciu r/r ukształtowała się na zbliżonym poziomie do sierpnia.

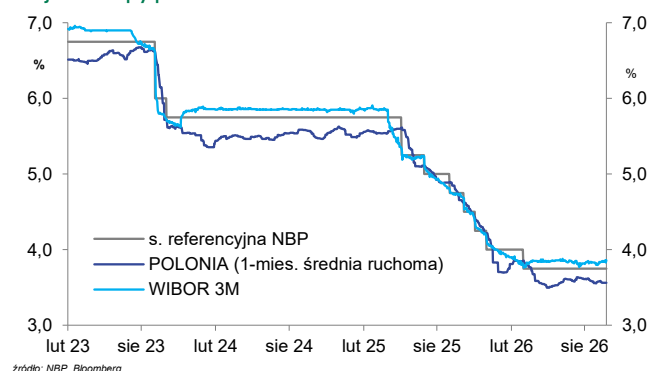
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 29 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	wrz	7 271 tys.	7 330 tys.	-
środa 30 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	wrz	49,8 pkt.	49,5 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	wrz	49,0 pkt.	49,5 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	wrz	51,4 pkt.	50,6 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	wrz	51,5 pkt.	51,0 pkt.	-
09:30	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	wrz	3,4% r/r	-	4,1% r/r
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	sie	3,7% m/m	3,6% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	sie	3,3% m/m	3,3% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	sie	0,4% r/r	0,2% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	sie	0,2% r/r	0,1% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (ost.)	II kw.	1,5% kw/kw (rew.)	1,5% kw/kw	-
czwartek 1 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	wrz	48,3 pkt.	-	48,9 pkt.
15:30	EMU	Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagarde na konferencji we Frankfurcie nad Menem	paź	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	wrz	54,6 pkt.	55,2 pkt.	-
piątek 2 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	wrz	3,2% r/r	3,3% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	wrz	2,4% r/r	2,4% r/r	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	wrz	162,0 tys.	45,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	wrz	4,1%	4,1%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	wrz	3,1% r/r	3,0% r/r	-
poniedziałek 5 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	wrz	55,4 pkt.	-	-

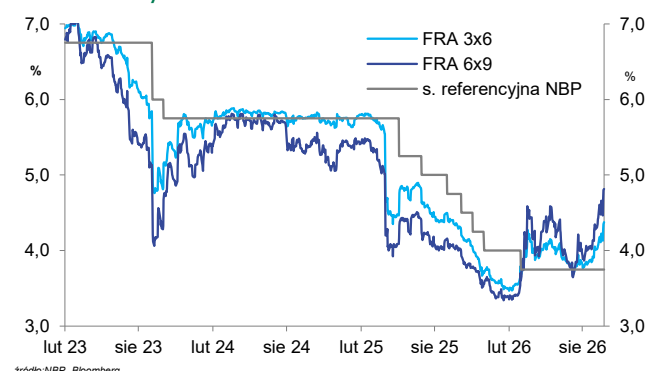
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

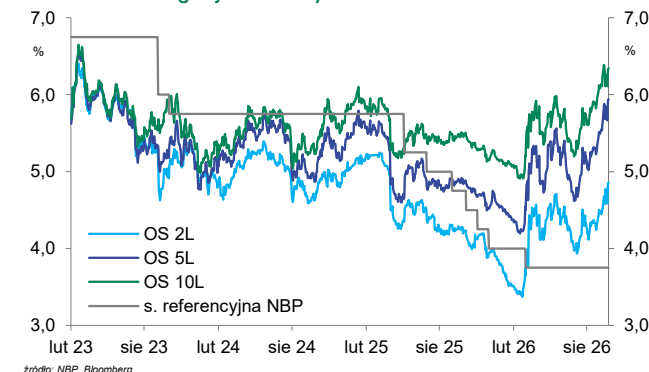
Krajowe stopy procentowe



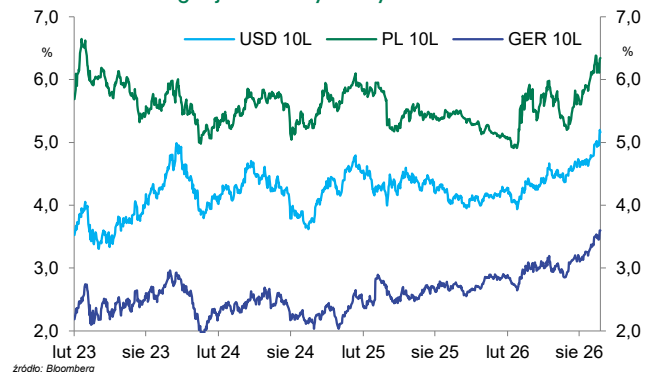
Oczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



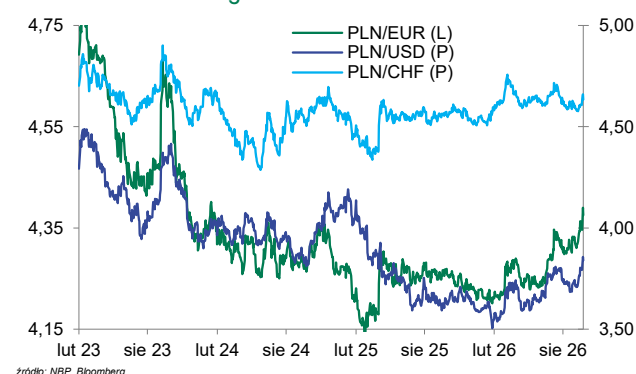
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



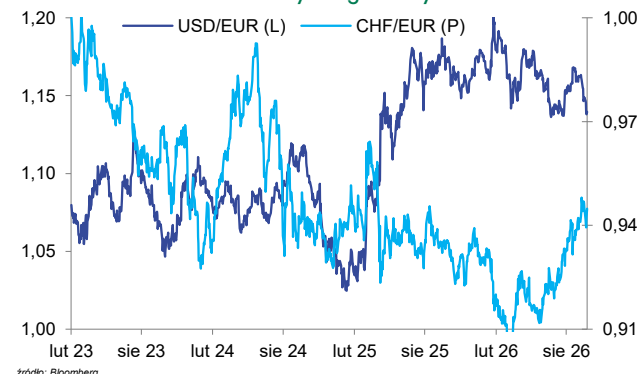
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



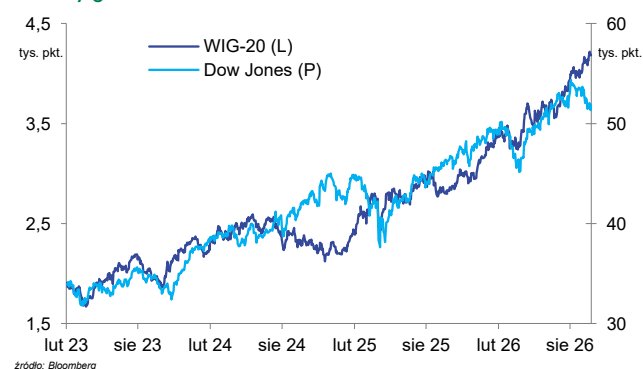
Notowania kursu złotego



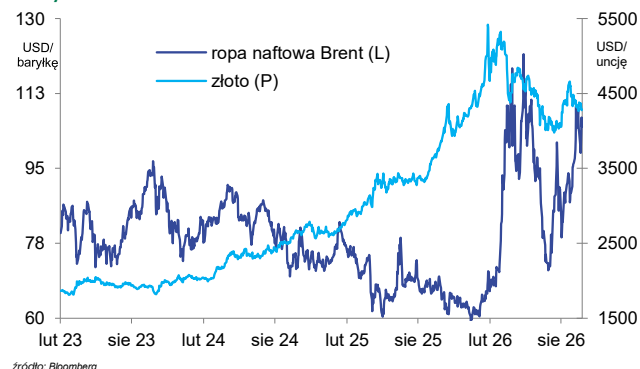
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

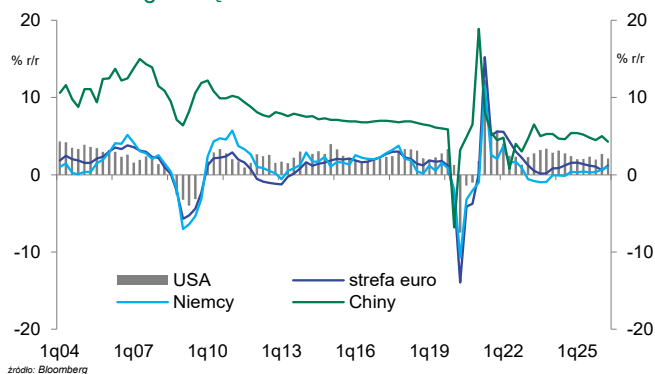


Ceny surowców

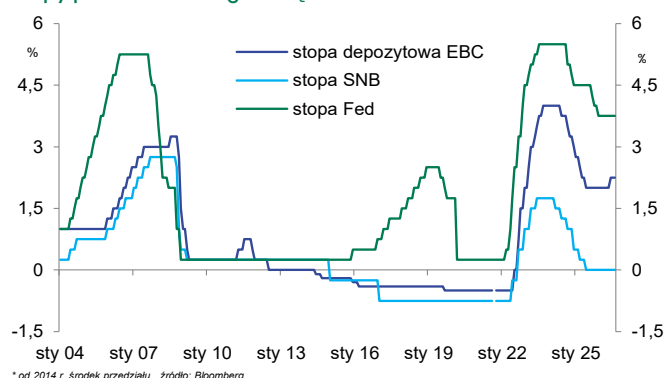


Gospodarka

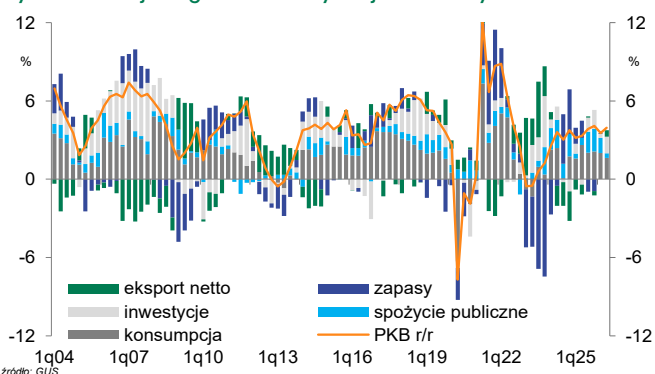
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



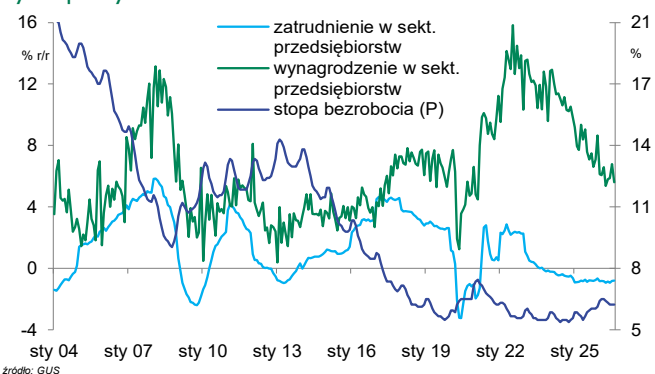
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



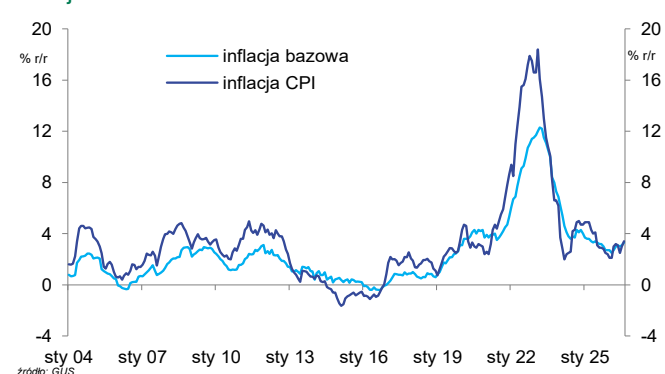
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



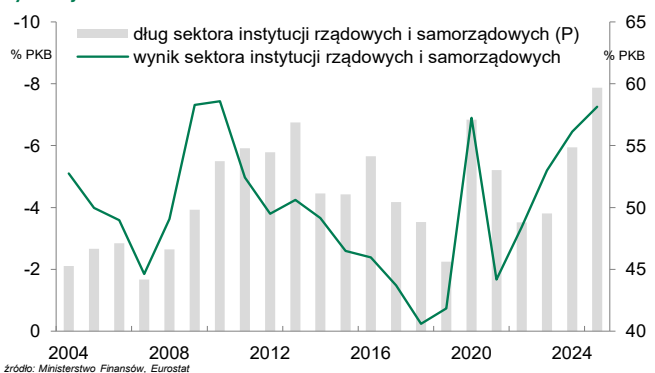
Rynek pracy



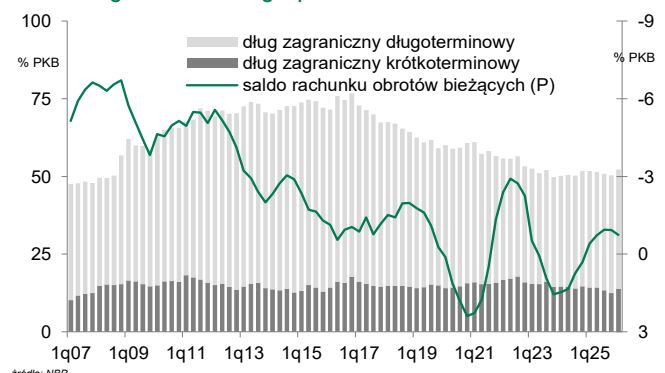
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		zmiana			prognoza		
		25.09.2026	ost. 7 dni	ost. 14 dni	31.10.2026	30.11.2026	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	%	3,86	0,01	0,02	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,38	0,15	0,30	-	-	-
FRA 6x9	%	4,82	0,16	0,38	-	-	-
FRA 9x12	%	5,00	0,20	0,41	-	-	-
IRS 2L	%	4,85	0,13	0,30	-	-	-
IRS 5L	%	5,11	0,13	0,25	-	-	-
IRS 10L	%	5,41	0,12	0,17	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,86	0,09	0,34	4,65	4,60	4,50
Obligacje skarbowe 5L	%	5,94	0,10	0,30	5,75	5,65	5,55
Obligacje skarbowe 10L	%	6,35	0,09	0,09	6,35	6,20	6,05
PLN/EUR	PLN	4,38	0,01	0,05	4,32	4,31	4,30
PLN/USD	PLN	3,84	0,04	0,11	3,76	3,75	3,74
PLN/CHF	PLN	4,63	0,03	0,06	4,67	4,66	4,65
USD/EUR	USD	1,14	-0,01	-0,02	1,15	1,15	1,15
Stopa Fed	%	4,00	0,00	0,25	4,00	4,00	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,00	0,00	2,50	2,50	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	5,16	0,16	0,19	4,95	4,90	4,85
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,60	0,08	0,10	3,45	3,45	3,40

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.