

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 września 2026

Ceny paliw i obligacji nadal pod presją. EBC podwyższy stopy, RPP nie zmieni stóp, inflacja w USA istotna dla decyzji Fed.

- Miniony tydzień i początek bieżącego tygodnia przyniosły nasilenie presji na wzrost cen ropy naftowej i produktów ropopochodnych w reakcji na wznowienie 30.08 działań wojennych w Zatoce Perskiej i dalszą ich eskalację w miniony weekend. W ostatnią sobotę wojsko USA zniszczyło trzy irańskie tankowce, co wzmogło obawy rynkowe przed ograniczeniem transportu przez cieśninę Ormuz. Według informacji podawanych przez amerykańskie źródła wojskowe miał on wynosić w ostatnich tygodniach blisko 10 mln barytek ropy dziennie (czyli ok. połowy transportu sprzed wojny). W rezultacie cena ropy Brent wyraźnie wzrosła i przekroczyła poziom 97 dolarów za barytkę. W tych warunkach miniony tydzień i początek bieżącego tygodnia przyniosły utrzymanie presji na wzrost rentowności obligacji.
- Czynnikiem dodatkowo oddziałującym w kierunku wyższych rentowności pod koniec minionego tygodnia była publikacja sierpniowych danych nt. rynku pracy w USA, które okazały się wyraźnie korzystniejsze od oczekiwań. Sierpniowe zatrudnienie wzrosło o 162 tys. wobec oczekiwanych 55 tys. Ten wynik, korekty na zatrudnienia za wcześniejsze miesiące (w górę o 55 tys.) oraz stabilna stopa bezrobocia na poziomie 4,1% świadczą o solidnej aktywności na amerykańskim rynku pracy. Z drugiej strony dynamika wynagrodzeń godzinowych kontynuowała trend spadkowy do 3,1% r/r, poniżej oczekiwań, co nieco uspakaja w kontekście wyzwań inflacyjnych.
- Z kolei ograniczająco na wzrost rentowności obligacji w minionym tygodniu wpłynęła wypowiedź wpływowego członka komitetu FOMC Christophera Wallera. Członek FOMC zasugerował, że jest gotów głosować podczas najbliższego posiedzenia FOMC (16.09) za utrzymaniem stabilnych stóp Fed, jeśli w sierpniu kontynuowane będą oznaki stabilizowania się inflacji (publikacja 11.09). W efekcie całokształtu tych informacji na koniec tygodnia rynkowa ocena prawdopodobieństwa podwyżki stóp Fed na posiedzeniu w przyszłym tygodniu ukształtowała się nieco powyżej 60% - czyli na poziomie zbliżonym do tego sprzed tygodnia.
- Jednocześnie utrzymywały się stabilne oczekiwania co do przyszłej polityki EBC. Publikacja sierpniowej inflacji CPI w strefie euro (wzrost zgodnie z oczekiwaniami do 3,3% r/r z 2,9% r/r) wraz z utrzymującą się presją na ceny paliw przypieczętowała w ocenie rynkowej podwyżkę stóp na EBC w tym tygodniu. Utrzymały się jednocześnie oczekiwania rynkowe, że EBC może ponownie podwyższyć stopy w grudniu br. (prawdopodobieństwo ok. 90%).
- W tych warunkach w skali minionego tygodnia rentowności obligacji 10-letnich wzrosły o ponad 5 pkt. baz. do 4,78% w USA i 3,34% w Niemczech, a w trakcie tygodnia notowały lokalne maksima rentowności (4,80% i 4,37%). Z początkiem bieżącego tygodnia presja na wzrost rentowności wzmogła się w

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

reakcji na ponowny wzrost cen ropy naftowej w kierunku 97 USD za baryłkę w reakcji na wspomniane ataki na irańskie tankowce w Zatoce Perskiej.

- Utrzymanie oczekiwań na zaostrenie polityki Fed, przy stabilnych oczekiwaniach dot. polityki EBC wsparty silniejszy poziom kursu dolara w relacji do euro w okolicach 1,16 dolara za euro. Jednocześnie większość walut rezerwowych, w tym dolara i euro, osłabiła się w minionym tygodniu w relacji do koszyka walut z powodu skokowej aprecjacji jena (+2,1% w skali tygodnia).
- Na rynkach akcji miniony tydzień przyniósł względnie stabilną sytuację pomimo wzrostu premii za ryzyko w kontekście sytuacji na Bliskim Wschodzie. W skali minionego tygodnia indeks akcji MSCI World obniżył się o 0,1%, indeks w USA wzrósł o 0,1%, z kolei w strefie euro indeks spadł o 1,1%, a na rynkach wschodzących spadek indeksu MSCI wyniósł 0,3%.
- Na krajowym rynku finansowym notowania obligacji podążały w ślad za sytuacją na rynkach bazowych. Po tym jak z początkiem minionego tygodnia rentowości obligacji 10-letnich pokonały psychologiczną granicę 6%, w trakcie tygodnia kontynuowały wzrost i w skali całego tygodnia wzrosły o 13 pkt. baz. do 6,08%. Z początkiem bieżącego tygodnia w reakcji na weekendowe wydarzenia na Bliskim Wschodzie rentowność 10-latek przekroczyła poziom 6,10%. W minionym tygodniu ponownie wzrosły kontrakty FRA i obecnie w perspektywie końca roku wyceniają możliwość podwyżki stóp NBP o 25 pkt. baz., a w perspektywie końca I kw. przyszłego roku – kolejną podwyżkę stóp. W ograniczonym stopniu wpływ na rynek obligacji miało wystąpienie prezesa NBP na spotkaniu G20, w którym stwierdził, że NBP nie zobowiązuje się z góry do określonej ścieżki stóp procentowych, natomiast analizuje napływające informacje, prognozy oraz bilans ryzyk i na tej podstawie podejmuje decyzje oraz wypowiedź członkini RPP Iwony Dudy, że stopy NBP powinny pozostać bez zmian do końca 2026 r. lub dłużej, gdy inflacja może tymczasowo przekraczać dopuszczalny poziom odchyień od celu NBP 3,5% r/r.
- Pomimo niepewnej sytuacji geopolitycznej kurs złotego odrobił część strat z wcześniejszego tygodnia umacniając się o 0,5% w relacji do koszyka walut i o 1-2 grosze wobec dolara i euro. Także WIG osiągnął solidny tygodniowy wzrost o 1,3%.
- W bieżącym tygodniu na krajowym rynku najistotniejszym wydarzeniem będzie czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP. Co do wyniku środowego posiedzenia RPP panuje jednomyślność, że stopy NBP nie zostaną zmienione. Od ostatniego posiedzenia RPP na początku lipca uwarunkowania polityki monetarnej skomplikowały się (wyższe ceny ropy, wyższe ceny paliw i wyższa krajowa inflacja bliska 3,5% r/r). W rezultacie można praktycznie z pewnością ocenić, że lipcowy przekaz prezesa NBP o możliwości poluzowania polityki monetarnej w tym roku jest już nieaktualny i nie zostanie podtrzymany. Natomiast rynek będzie oczekiwał informacji nt. nastawienia prezesa NBP i członków RPP do przyszłych decyzji w zakresie polityki pieniężnej w kontekście oceny bieżącej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej. Przemówienie prezesa NBP podczas spotkania G20 wskazało na wstrzemięźliwość prezesa NBP w formułowaniu przewidywań co do przyszłych decyzji RPP wbrew dotychczasowej praktyce podczas konferencji prasowych prezesa Głapińskiego. Natomiast nawet jeśli prezes konsekwentnie będzie odmawiał sformułowania „podpowiedzi wprost” nt. kolejnych decyzji RPP,

inwestorzy będą próbowali wyłowić jakiejkolwiek informacje nt. obecnej funkcji reakcji RPP – np. jaki poziom bieżącej inflacji RPP gotowa jest tolerować utrzymując stabilne stopy, wobec wysokiego prawdopodobieństwa przekroczenia przez CPI poziomu 3,5% we wrześniu i sporego ryzyka zbliżenia się CPI do 4,0% jeśli sytuacja na rynku paliw nie poprawi się.

- Dla rynku europejskiego kluczowym wydarzeniem bieżącego tygodnia będzie czwartkowe posiedzenie Rady Prezesów EBC. W świetle całokształtu dotychczasowych danych i przekazu członków rady (w tym protokołu z ostatniego posiedzenia rady) podwyżka stóp EBC jest praktycznie przesądzona – o 25 pkt. baz. do 2,5% dla stopy depozytowej EBC. Natomiast inwestorzy będą się przede wszystkim wstuchiwać w przekaz prezesa Lagarde podczas konferencji prasowej w odniesieniu do przyszłości, w szczególności – jak prezes EBC poradzi sobie z wyzwaniem balansowania między zbyt łagodnym przekazem w świetle chęci oddziaływania na oczekiwania inflacyjne w warunkach podwyższonej inflacji, a z drugiej strony – zbyt jastrzębim wyzwaniem w kontekście bieżącej presji na wzrost rentowności obligacji, który mógłby tę presję jeszcze podsycać. Zapewne rynki będą wyczulone na jakiejkolwiek sygnały dotyczące gotowości EBC do reakcji na bieżący wzrost napięcia na rynku obligacji.

- Z kolei pod tygodnia w USA istotnym rynkowym wydarzeniem będzie publikacja inflacji CPI za sierpień. Wynik sierpniowej inflacji może bowiem przechylić szalę decyzji podczas posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku Fed, które odbędzie się w kolejnym tygodniu (16.09). Na kluczowe znaczenie sierpniowej inflacji dla decyzji FOMC wskazał w ubiegłotygodniowej wypowiedzi członek komitetu Christophera Wallera. Mediana oczekiwań rynkowych dot. sierpniowej inflacji to lekki spadek inflacji bazowej do 2,4% r/r przy stabilizacji inflacji CPI na poziomie 3,5% r/r. Ostatnie miesiące przynosiły raczej niespodzianki w postaci niższej inflacji. Jeśli taka sytuacja powtórzy się, to szanse na utrzymanie stóp Fed bez zmian wzrosną, jeśli natomiast publikacja przyniesie inflację wyższą od oczekiwań, to wzrośnie prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki monetarnej Fed już w przyszłym tygodniu.

- W bieżącym tygodniu niezmiennie istotne dla rynków będą informacje z Bliskiego Wschodu, w szczególności te skutkujące oceną faktycznej drożności cieśniny Ormuz.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (8–9 września)

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 3,75%.

Sama decyzja RPP o utrzymaniu stóp bez zmian jest powszechnie oczekiwana.

Wiele znaków zapytania dotyczy przyszłości. Od ostatniego posiedzenia RPP na początku lipca uwarunkowania polityki monetarnej skomplikowały się (wyższe ceny ropy, wyższe ceny paliw i wyższa krajowa inflacja). W rezultacie można praktycznie z pewnością ocenić, że lipcowy przekaz prezesa NBP o możliwości poluzowania polityki monetarnej po wakacjach jest już nieaktualny i nie zostanie podtrzymany. Natomiast rynek będzie przede wszystkim oczekiwał informacji nt. nastawienia prezesa NBP i członków RPP do przyszłych decyzji w zakresie polityki pieniężnej w kontekście oceny bieżącej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej. Przemówienie prezesa NBP podczas spotkania G20 wskazało na wstrzemięźliwość prezesa NBP w formułowaniu przewidywań co do przyszłych decyzji RPP wbrew dotychczasowej praktyce podczas konferencji prasowych prezesa Głapińskiego. Natomiast nawet jeśli prezes konsekwentnie będzie odmawiał sformułowania „podpowiedzi wprost” nt. kolejnych decyzji RPP, inwestorzy będą próbowali wyłowić jakiejkolwiek informacje nt. obecnej funkcji reakcji RPP – np. jaki poziom bieżącej inflacji RPP gotowa jest tolerować utrzymując stabilne stopy, wobec wysokiego prawdopodobieństwa przekroczenia przez CPI poziomu 3,5% we wrześniu i sporego ryzyka zbliżenia się CPI do 4,0% jeśli sytuacja na rynku paliw nie poprawi się. W naszej ocenie RPP pozostanie w najbliższych miesiącach w trybie „wait and see”.

• Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (10 września)

Oczekujemy, że rada EBC podniesie stopy procentowe o 25 pkt baz., w tym stopę depozytową do poziomu 2,50%.

Podwyższenie stóp EBC jest powszechnie oczekiwane. Za podwyżką przemawia utrzymywanie się podwyższonej inflacji w strefie euro (inflacja HICP w sierpniu wzrosła do 3,3% r/r), komfortem dla rady EBC pozostają z kolei silniejsze od oczekiwań wyniki aktywności gospodarki (odczyty PKB za II kw., wskaźniki PMI).

Natomiast inwestorzy będą się przede wszystkim wstuchiwać w przekaz prezesa Lagarde podczas konferencji prasowej w odniesieniu do przyszłości, w szczególności – jak prezes EBC poradzi sobie z wyzwaniem balansowania między zbyt łagodnym przekazem w świetle chęci oddziaływania na oczekiwania inflacyjne w warunkach podwyższonej inflacji, a z drugiej strony – zbyt jastrzębim wyzwaniem w kontekście bieżącej presji na wzrost rentowności obligacji, który mógłby tę presję jeszcze podsycać. Zapewne rynki będą wyczulone na jakiejkolwiek sygnały dotyczące gotowości EBC do reakcji na bieżący wzrost napięcia na rynku obligacji. Wobec podwyższonej niepewności związanej z cenami energii i sytuacją geopolityczną oczekujemy utrzymania przez prezesa Lagarde powściągliwej komunikacji i braku jednoznacznej zapowiedzi kolejnych ruchów EBC.

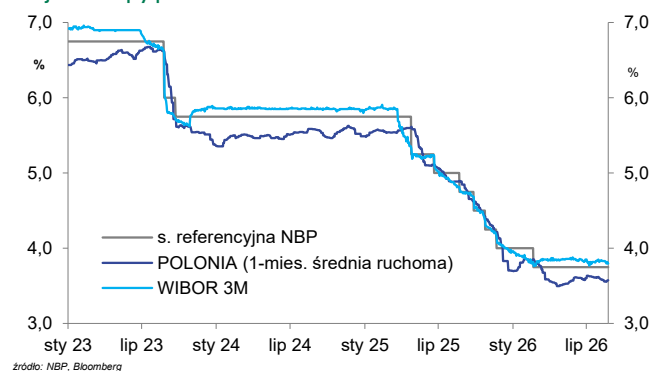
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 8 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	sie	23,9% r/r	-	-
03:00	CHN	Import	sie	27,5% r/r	-	-
środa 9 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	sie	0,5% r/r	0,9% r/r	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	wrz	3,75% (ref)	3,75% (ref)	3,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	wrz	-	-	-
19:00	EMU	Wystąpienie publ. prez. EBC Ch. Lagarde na wydarz. Deutsche Bundesbank, Berlin	wrz	-	-	-
czwartek 10 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	wrz	2,25% / 2,40%	2,50% / 2,65%	2,50% / 2,65%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	wrz	-	-	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	wrz	-	-	-
piątek 11 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	sie	3,4% r/r	3,4% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	2,5% r/r	2,4% r/r	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	wrz	51,7 pkt.	49,8 pkt.	-
poniedziałek 14 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lip	-2,216 mld EUR	-2,129 mld EUR	-1,488 mld EUR

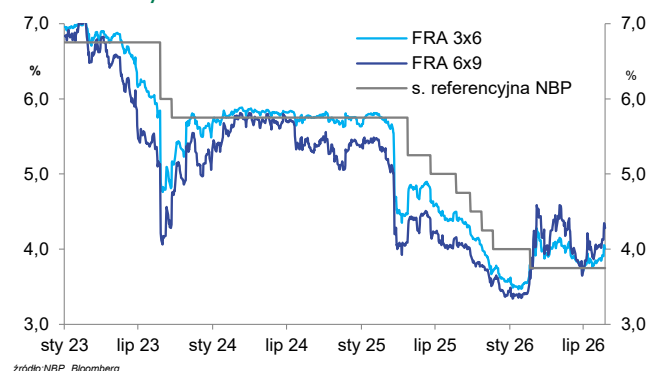
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

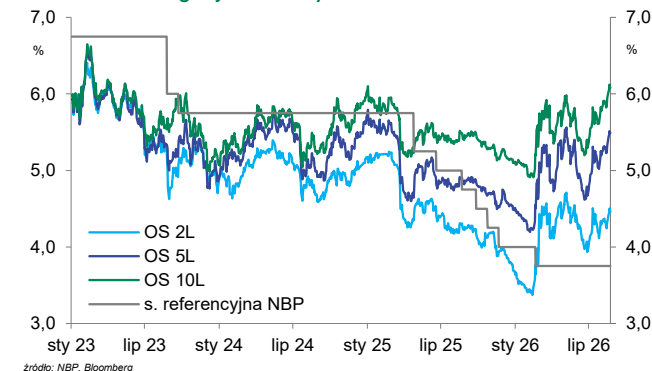
Krajowe stopy procentowe



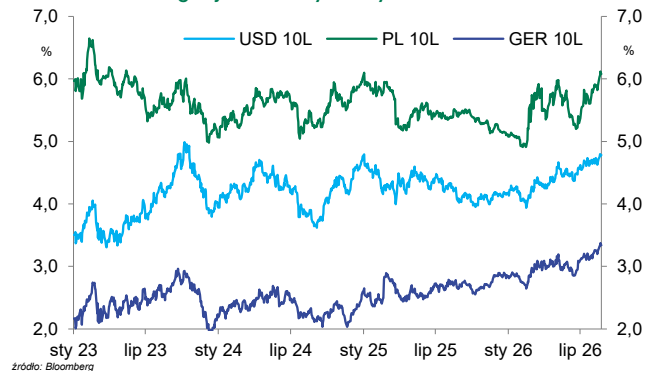
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



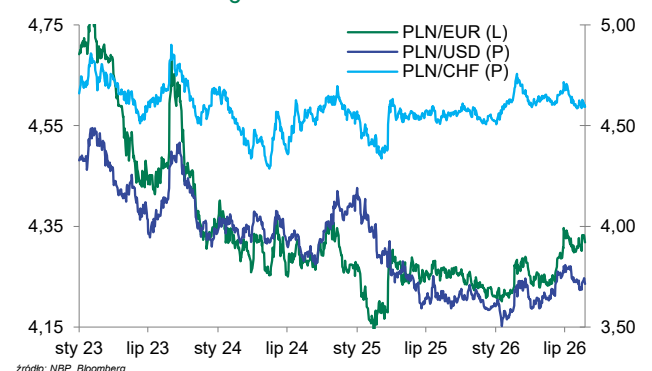
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



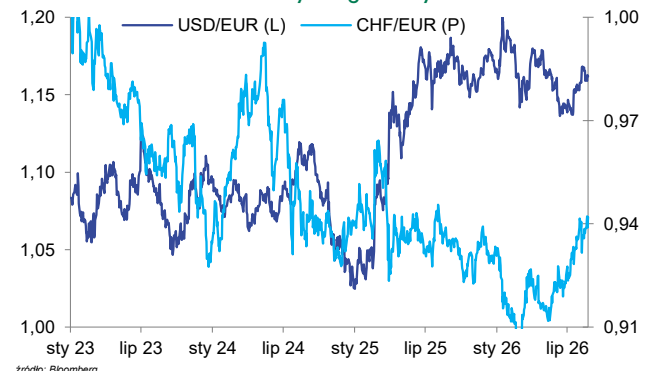
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



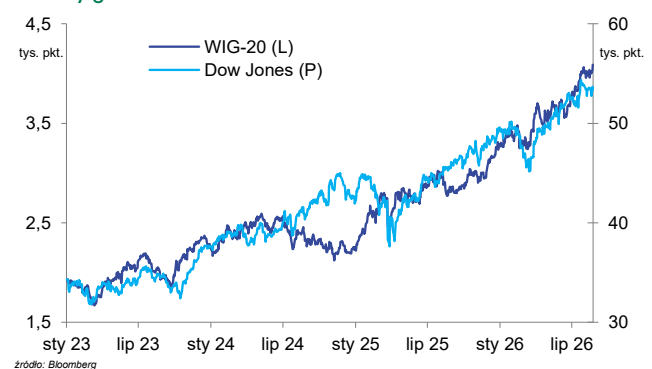
Notowania kursu złotego



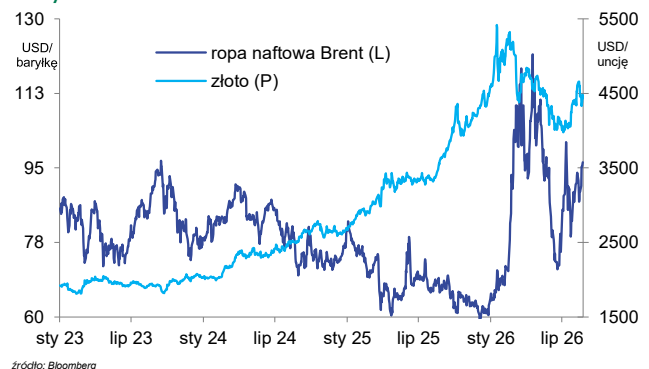
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

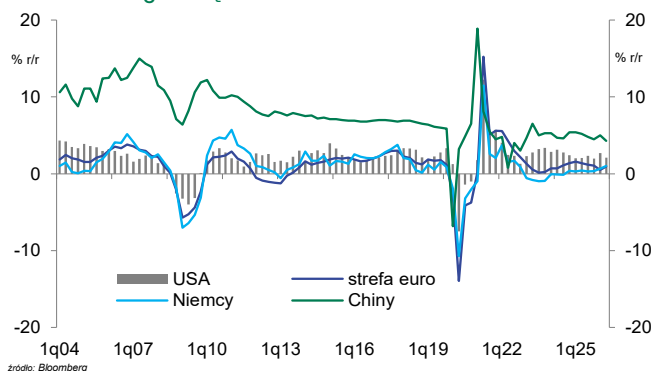


Ceny surowców

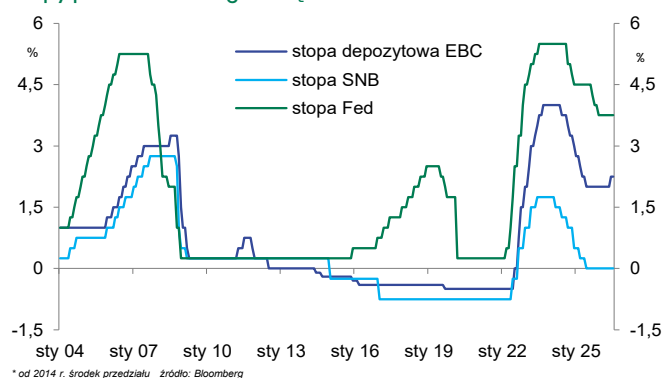


Gospodarka

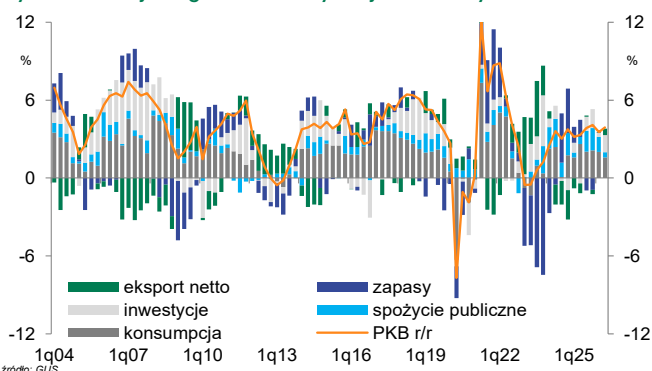
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



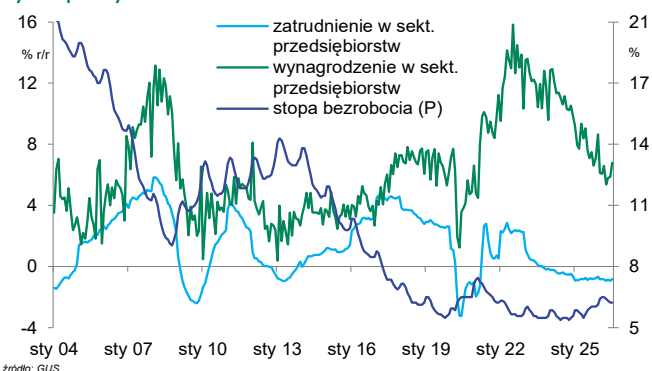
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



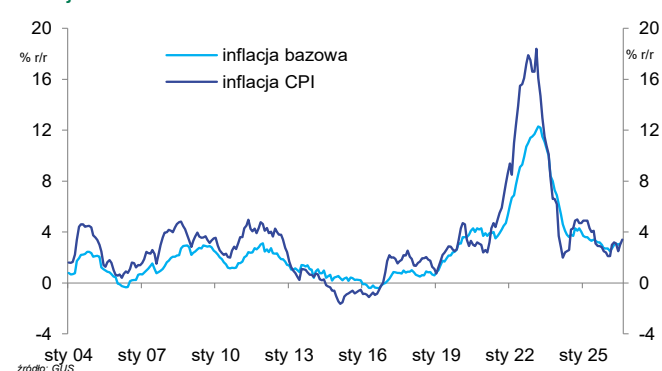
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



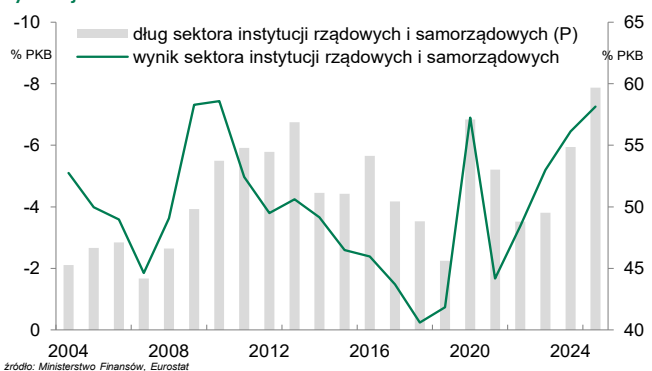
Rynek pracy



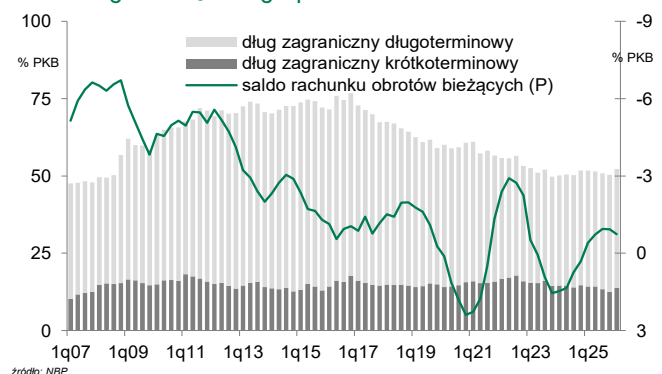
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

		zmiana			prognoza		
		04.09.2026	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	%	3,80	-0,03	-0,03	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,01	0,09	0,14	-	-	-
FRA 6x9	%	4,28	0,15	0,23	-	-	-
FRA 9x12	%	4,43	0,19	0,29	-	-	-
IRS 2L	%	4,42	0,13	0,20	-	-	-
IRS 5L	%	4,71	0,17	0,23	-	-	-
IRS 10L	%	5,11	0,17	0,21	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,46	0,13	0,12	4,30	4,25	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%	5,49	0,16	0,19	5,25	5,15	5,00
Obligacje skarbowe 10L	%	6,08	0,13	0,18	5,85	5,75	5,55
PLN/EUR	PLN	4,32	-0,01	0,01	4,30	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,71	-0,01	0,03	3,71	3,72	3,74
PLN/CHF	PLN	4,59	-0,03	-0,02	4,65	4,65	4,65
USD/EUR	USD	1,16	0,00	-0,01	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	%	4,78	0,06	0,05	4,70	4,65	4,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,34	0,06	0,08	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.