

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 sierpnia 2026

## Sytuacja na Bliskim Wschodzie bez zmian, utrzymuje się presja na rynku obligacji skarbowych.

- Miniony tydzień był kolejnym bez przełomowych informacji z Bliskiego Wschodu i generalnie ograniczonym ruchem transportowym przez cieśninę Ormuz. W trakcie tygodnia władze Iranu wskazały na potencjalnie dobry moment na porozumienie w warunkach dość silnej w ich ocenie pozycji Iranu, z drugiej strony administracja USA zasygnalizowała gotowość do zwiększenia presji na Iran poprzez sankcje ekonomiczne. Sekretarz Skarbu USA S. Bessent na dziś zapowiedział konferencję prasową, na której ma przedstawić nowe sankcje finansowe uderzające w Iran oraz jego partnerów handlowych. W odpowiedzi na groźby USA Iran zapowiedział, że zablokuje całkowicie eksport ropy z Zatoki Perskiej „jeśli wojna gospodarcza będzie nadal trwała”.
- Dotychczas reakcja rynkowa na retorykę obu stron była ograniczona. Ceny ropy naftowej typu Brent (kontrakt 1-mies) w skali tygodnia wzrosły o kilka dolarów, utrzymując się generalnie w przedziale 90-95 USD/baryłkę. Nieco mocniej wzrosły natomiast (o blisko 10%) ceny gazu na rynku europejskim, ponownie pogorszyła się też sytuacja na rynku produktów rafinacji ropy naftowej. Marża rafineryjna na europejskim rynku paliw ponownie wzrosła blisko dotychczasowych rekordowych poziomów. Wydaje się zatem, że choć wciąż osiągnięcie porozumienia USA-Iran pozostaje bazowym scenariuszem, niemniej mało prawdopodobna materializacja tego scenariusza w krótkim okresie przekłada się na zwiększenie presji na bardziej newralgicznych europejskich rynkach gazu i paliw.
- W tych warunkach presja na ceny obligacji skarbowych utrzymywała się. Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wzrosła o 6 pkt. baz. powracając do lokalnego maksimum w okolicach 3,25%. Rentowność amerykańskich papierów wzrosła o 2 pkt. baz. utrzymując się blisko rekordowych poziomów powyżej 4,70%. Informacje Departamentu Skarbu o planach podwojenia skupu papierów (10-30 letnich) tylko chwilowo obniżyły rentowności SPW o ok. 5 pkt. baz. Te działania, choć zazwyczaj mają charakter płynnościowy, zostały odebrane jako próba interwencji w celu obniżenia rentowności papierów na dłuższym końcu krzywej. Pod koniec tygodnia w większym stopniu na rynek obligacji w USA wpływały obawy dot. tempa wzrostu długu publicznego, który w minionym tygodniu przekroczył kolejny psychologiczny poziom 40 bln USD.
- Ta sytuacja, obok utrzymujących się słabszych oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp w USA wpłynęła na dalsze osłabienie dolara o 0,7% w relacji do koszyka walut, co przy wzmocnieniu euro poskutkowało wzrostem kursu euro wobec dolara do 1,167 USD/EUR. Na rynkach akcji dominowały słabsze nastroje, globalny indeks MSCI obniżył się o 1,4%, przy spadku w USA i strefie euro o 1,5%.
- Na sytuację rynkową w mniejszym stopniu wpłynęły publikacje danych makroekonomicznych. Solidny wzrost sierpniowych indeksów koniunktury PMI w gospodarkach rozwiniętych, pomimo ponownego pogorszenia sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie, mógł co prawda wzmacniać presję

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

na rentowności, wydaje się jednak, że w większym stopniu wpływał pozytywnie na ocenę odporności gospodarek na sytuację surowcową. Indeks composite dla USA wzrósł o 1,5 pkt, do 56,0 pkt., a w strefie euro utrzymał się w okolicach poziomu 52,0 pkt., minimalnie obniżając się w Niemczech. Ponadto w sierpniu solidnie wzrosły indeksy PMI w europejskim, w tym niemieckim, przemyśle. Sporym zaskoczeniem był także lekki spadek subindeksów cen produkcji w Europie, pomimo wzrostu cen paliw.

- Z kolei w przypadku chińskiej gospodarki miniony tydzień przyniósł po raz kolejny negatywne informacje. Lipcowe dane ze sfery realnej potwierdziły dotychczasowy obraz słabnącego popytu krajowego i wzrostu aktywności opartego na sprzedaży zagranicznej. W lipcu pogłębiły się spadki inwestycji we wszystkich kategoriach, także inwestycjach infrastrukturalnych oraz prywatnych sektora przetwórczego. Sprzedaż detaliczna pozostaje w stagnacji, obniżyło się też tempo produkcji przemysłowej. Przy braku sygnałów zwiększenia w lipcu finansowania publicznego, ryzyko ponownie niższego wzrostu PKB w III kw. wyraźnie wzrosło.

- Seria opublikowanych danych z gospodarki polskiej za lipiec generalnie wskazała na stabilizowanie się koniunktury z niewielkimi odchyleniami od oczekiwań rynkowych. Wyniki [sprzedaży detalicznej](#) wskazują na stabilizowanie się wydatków konsumentów w III kw. Jeżeli, tak jak wskazały na to lipcowe dane z [rynku pracy](#), popyt na pracę w kolejnych kwartałach nie osłabnie silniej, dynamika konsumpcji prywatnej powinna stabilizować się w okolicach 3% r/r. W lipcu na stabilnym poziomie ukształtowała się dynamika [produkcji przemysłowej](#), przy solidnym odbiciu produkcji w działach o wysokim udziale sprzedaży eksportowej. Stabilne wyniki globalnego przemysłu pozwalają oczekiwać utrzymania mocniejszego wzrostu eksportu w dalszej części roku. Podtrzymujemy oczekiwania, że głównym czynnikiem wzrostu w kolejnych kwartałach będą inwestycje, dzięki kumulacji projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE. Sądzymy, że mocny wzrost inwestycji utrzyma się, niezależnie od zaskakująco słabych lipcowych danych dot. [produkcji budowlano-montażowej](#). Zakładamy, że lipcowy spadek ma charakter okresowy.

- Na ceny krajowych aktywów nie wpłynęły zarówno publikacje krajowych danych, jak i informacje dot. utrzymania przez Fitch ratingu Polski na poziomie „A-” z perspektywą negatywną oraz decyzji agencji S&P Dow Jones Indices o przekwalifikowaniu statusu Polski z kraju rozwijającego się na kraj rozwinięty. Zgodnie z informacjami Ministerstwa Finansów szacowany wpływ ogłoszonych w minionym tygodniu zmian podatkowych w kolejnych latach będzie neutralny dla wyniku sektora finansów publicznych (poniżej 0,1 pkt. proc. PKB rocznie w l. 027 – 2036).

- Wciąż trudna sytuacja geopolityczna i wysokie ceny paliw, presja na obligacje na rynkach bazowych oraz dużo słabsze krajowe wskaźniki fiskalne miały silniejszy wpływ na rentowności krajowych obligacji niż pozytywne informacje agencji. W efekcie rentowności polskich SPW wzrosły o 9 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich rosnąc powyżej poziomu 5,90%. Z drugiej strony te informacje nie wpływały negatywnie na kurs złotego, który w relacji do koszyka walut nieznacznie zyskał na wartości, a w relacji do euro utrzymał się na stabilnym poziomie (nieznacznie powyżej 4,30 PLN/EUR).

- W bieżącym tygodniu standardowo najistotniejsze dla rynków będą informacje z Bliskiego Wschodu, w tym zapowiedziana na dziś konferencja sekretarza Skarbu USA ws. sankcji wobec Iranu. Podczas wystąpienia w Jackson Hole prezes Fed K. Warsh zapewne niewiele ujawni w kontekście perspektyw polityki pieniężnej, natomiast znaczenie przekazu FOMC wydaje się nieco mniejsze biorąc pod uwagę publikowane w ostatnim czasie dane z USA (rynek pracy, inflacja), które pozwalają członkom komitetu dłużej analizować sytuację gospodarczą.
- Z gospodarki krajowej w bieżącym tygodniu opublikowane zostaną jeszcze dane dot. stopy bezrobocia, natomiast zapewne ważniejsze dla inwestorów będą publikacje danych w kolejny poniedziałek, w tym sierpniowy szacunek *flash* inflacji CPI oraz ostateczny szacunek PKB w II kw. wraz ze strukturą wzrostu. Wstępnie szacujemy, że w sierpniu inflacja CPI ukształtowała się w przedziale 3,3-3,4% r/r.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wskaźnik inflacji w sierpniu – szacunek *flash* (31 sierpnia)**

Wstępnie szacujemy, że w sierpniu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 3,3-3,4% r/r (ze wskazaniem na 3,4% r/r) z 3,0% r/r w lipcu. W sierpniu w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał wyłącznie ponowny skokowy wzrost cen paliw. Choć od 17.08 wprowadzono obniżony VAT na benzynę i olej napędowy, co obniży skalę wzrostu cen paliw, jednak ten wpływ będzie ograniczony w związku z metodyką GUS (próba ograniczona do ok. dwóch dekad miesiąca). Szacujemy, że żywność ponownie lekko ograniczyła wzrost inflacji CPI, z kolei pozostałe składowe (energia, inflacja bazowa) były praktycznie neutralne dla sierpniowej inflacji.

## Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

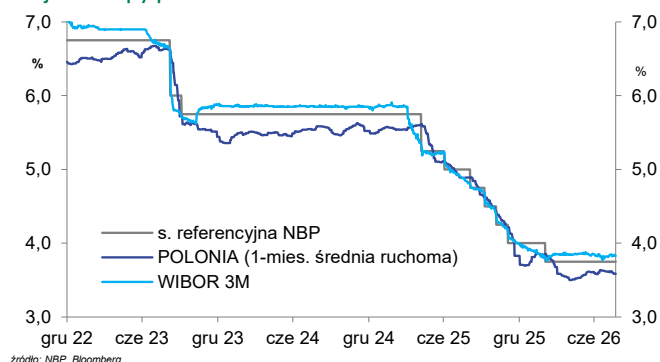
| poniedziałek 24 sierpnia |     |                                                               | okres  | poprzednie dane  | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
|--------------------------|-----|---------------------------------------------------------------|--------|------------------|----------------|--------------|
| 14:00                    | PL  | Podaż pieniądza M3                                            | lip    | 11,8% r/r        | 11,7% r/r      | 11,5% r/r    |
| wtorek 25 sierpnia       |     |                                                               | okres  | poprzednie dane  | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 08:00                    | DE  | Dynamika PKB (ost.)                                           | II kw. | 0,2% kw/kw(wst.) | 0,2% kw/kw     | -            |
| 09:30                    | PL  | Stopa bezrobocia                                              | cze    | 5,8%             | 5,8%           | 5,9%         |
| 10:00                    | DE  | Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo                             | sie    | 86,6 pkt.        | 87,0 pkt.      | -            |
| 14:00                    | HU  | Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych | sie    | 5,75%            | 5,50%          | -            |
| środa 26 sierpnia        |     |                                                               | okres  | poprzednie dane  | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 14:30                    | US  | Wskaźnik inflacji PCE                                         | lip    | 3,7% m/m         | 3,7% m/m       | -            |
| 14:30                    | US  | Wskaźnik inflacji bazowej PCE                                 | lip    | 3,3% m/m         | 3,3% m/m       | -            |
| 14:30                    | US  | Dochody gospodarstw domowych                                  | lip    | 0,2% r/r         | 0,3% r/r       | -            |
| 14:30                    | US  | Wydatki gospodarstw domowych                                  | lip    | 0,3% r/r         | 0,2% r/r       | -            |
| 14:30                    | US  | Wzrost PKB (rew.)                                             | II kw. | 1,5% kw/kw       | 1,5% kw/kw     | -            |
| czwartek 27 sierpnia     |     |                                                               | okres  | poprzednie dane  | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 13:30                    | EMU | Publikacja protokołu z lipcowego posiedzenia EBC              | lip    | -                | -              | -            |
| 14:00                    | PL  | Publikacja protokołu z lipcowego posiedzenia RPP              | lip    | -                | -              | -            |
| piątek 28 sierpnia       |     |                                                               | okres  | poprzednie dane  | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 16:00                    | US  | Wystąpienie publiczne prezesa Fed Kevin Warsh                 | sie    | -                | -              | -            |
| 16:00                    | US  | Indeks Uniwersytetu Michigan                                  | sie    | 55,2 pkt.        | 51,0 pkt.      | -            |
| poniedziałek 31 sierpnia |     |                                                               | okres  | poprzednie dane  | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 03:30                    | CHN | Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł                         | sie    | 49,2 pkt.        | -              | -            |
| 03:30                    | CHN | Indeks koniunktury PMI NBS – usługi                           | sie    | 49,0 pkt.        | -              | -            |
| 09:30                    | PL  | Wskaźnik inflacji CPI (wst.)                                  | sie    | 3,0% r/r         | -              | 3,3-3,4% r/r |
| 09:30                    | PL  | Dynamika PKB (fin.)                                           | II kw. | 3,7% r/r         | -              | 3,8% r/r     |

\* szacunek na podstawie danych z flash CPI

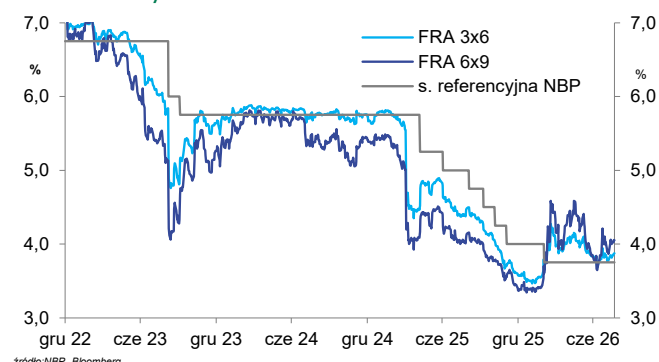
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

## Rynki finansowe

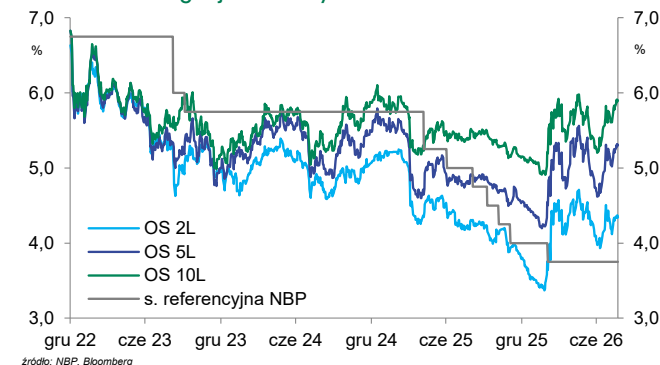
### Krajowe stopy procentowe



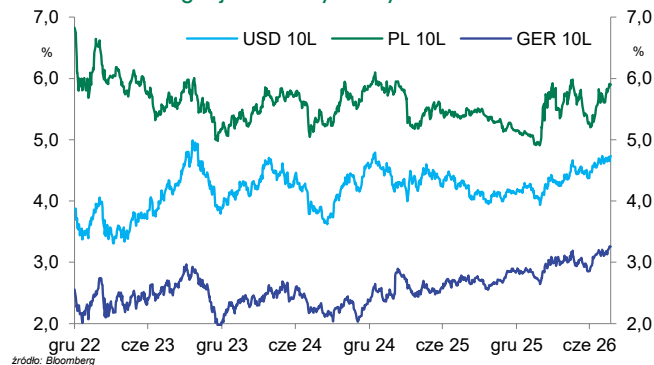
### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



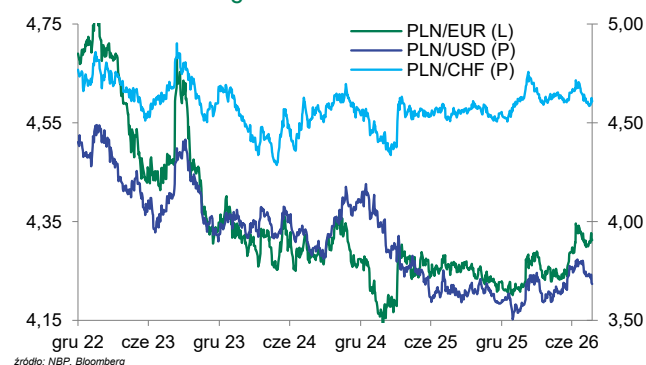
### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



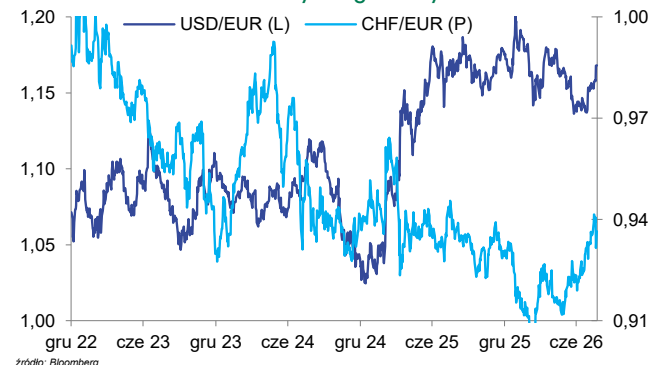
### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



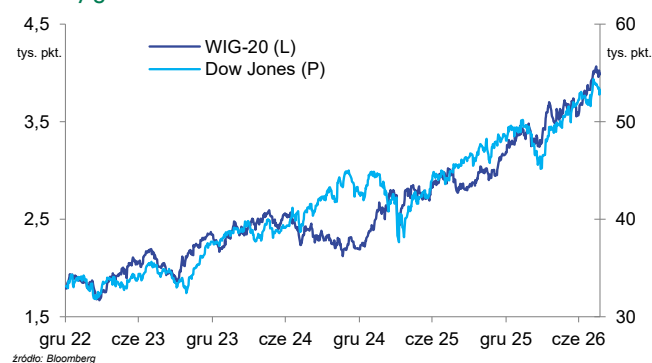
### Notowania kursu złotego



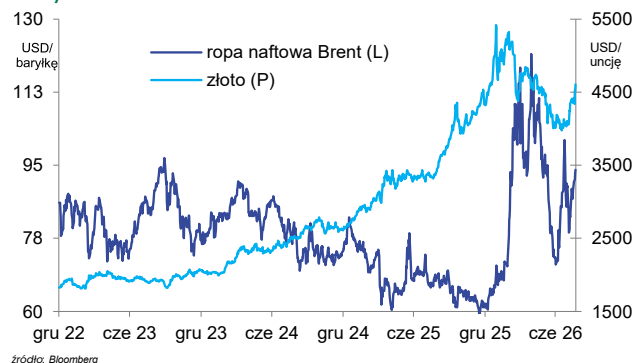
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełtowe

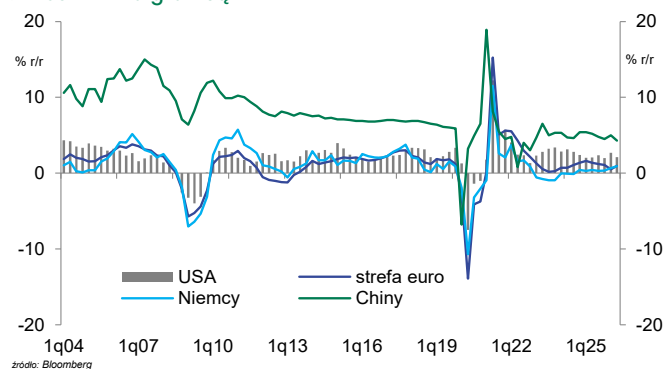


### Ceny surowców

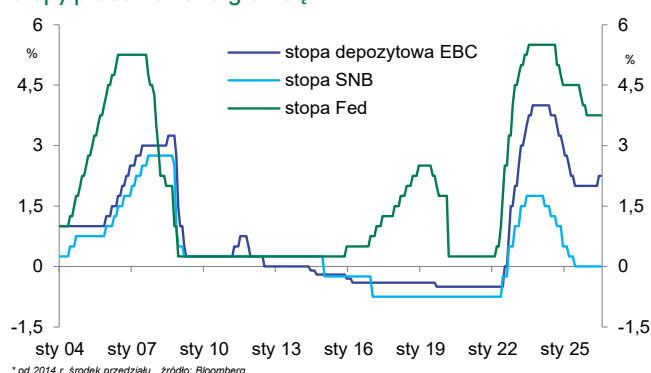


## Gospodarka

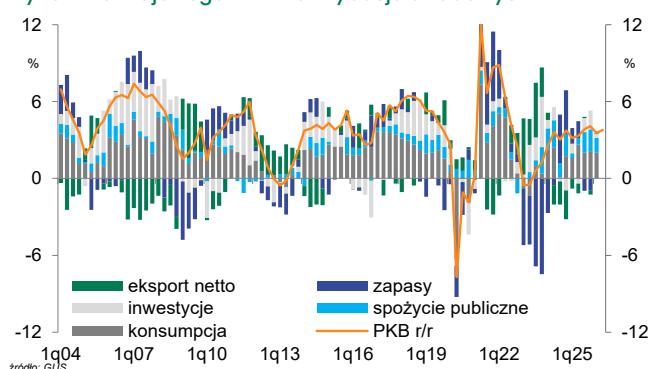
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



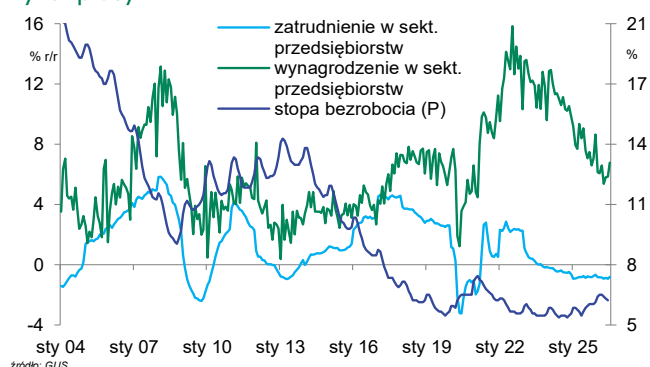
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



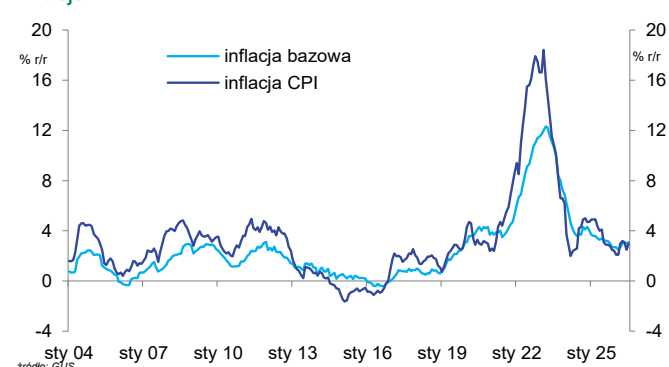
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



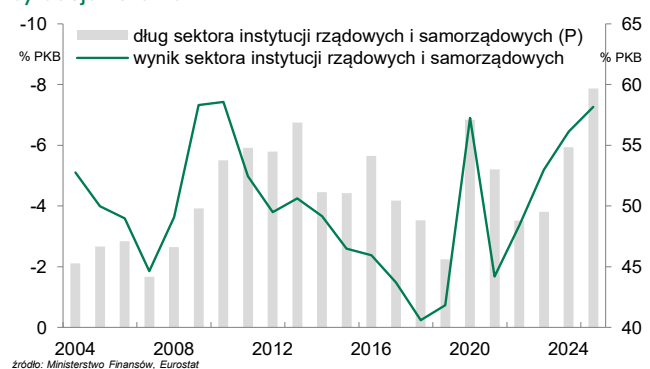
### Rynek pracy



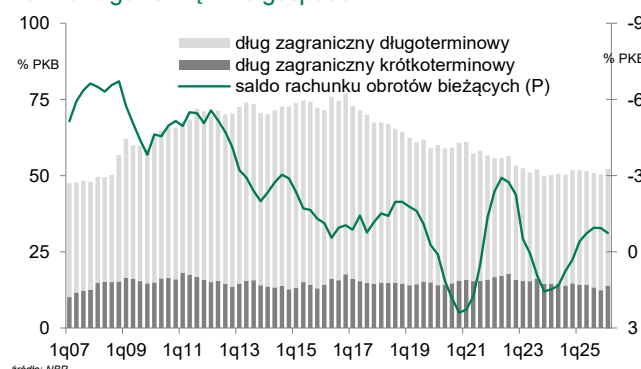
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

|                            |     | zmiana     |            |             | prognoza   |            |            |
|----------------------------|-----|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
|                            |     | 21.08.2026 | 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       | -0,01       | 3,85       | 3,85       | 3,85       |
| FRA 3x6                    | %   | 3,88       | 0,06       | 0,09        | -          | -          | -          |
| FRA 6x9                    | %   | 4,05       | 0,05       | 0,18        | -          | -          | -          |
| FRA 9x12                   | %   | 4,15       | 0,04       | 0,19        | -          | -          | -          |
| IRS 2L                     | %   | 4,21       | 0,03       | 0,19        | -          | -          | -          |
| IRS 5L                     | %   | 4,49       | 0,06       | 0,24        | -          | -          | -          |
| IRS 10L                    | %   | 4,90       | 0,08       | 0,27        | -          | -          | -          |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 4,34       | 0,01       | 0,22        | 4,35       | 4,30       | 4,15       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 5,30       | 0,07       | 0,28        | 5,30       | 5,20       | 5,00       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 5,90       | 0,09       | 0,29        | 5,85       | 5,75       | 5,55       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,31       | 0,00       | 0,01        | 4,30       | 4,28       | 4,26       |
| PLN/USD                    | PLN | 3,68       | -0,05      | -0,05       | 3,72       | 3,71       | 3,70       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,61       | 0,02       | 0,01        | 4,65       | 4,63       | 4,61       |
| USD/EUR                    | USD | 1,17       | 0,01       | 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 | %   | 4,73       | 0,04       | 0,09        | 4,70       | 4,65       | 4,50       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 3,26       | 0,05       | 0,13        | 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.