

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

21 września 2026

## Fed podwyższył stopy o 25 pkt. baz. W Polsce obniżenie ratingu i wzrost krótkookresowej prognozy inflacji CPI.

- Podczas ubiegłotygodniowego [posiedzenia komitetu FOMC](#) podwyższył stopy procentowe o 25 pkt. baz. wskazując jako powód brak wystarczającej poprawy perspektyw spadku inflacji przy jednocześnie stabilnej sytuacji gospodarczej, w tym na rynku pracy. Jednocześnie zdecydowana większość członków komitetu wskazała w cokuwartalnej projekcji, że oczekuje jeszcze jednej podwyżki stóp w br. o 25 pkt. baz. i stabilizacji stóp w 2027 r. Te prognozy nie uwzględniają głosu prezesa K. Warsha, który podczas konferencji prasowej utrzymał dotychczasowe stanowisko unikania polityki *forward guidance* i nie odpowiedział na pytania dot. potencjalnych kolejnych działań Fed. Prezes Fed powtórzył, że komitet jest zdeterminowany, aby obniżyć inflację. Choć z wypowiedzi prezesa Warsha dało się wyczuć pewien dystans co do zaostrzenia polityki pieniężnej, to przy tak wyraźnym poparciu dla kolejnej podwyżki, przy założeniu, że w bliskiej perspektywie sytuacja na rynku surowców poprawi się jedynie w ograniczonym stopniu, można oczekiwać kolejnej podwyżki stóp Fed na posiedzeniu w grudniu.

- Reakcja rynkowa na decyzję Fed tuż po posiedzeniu była pozytywna, przy nawet lekkim spadku rentowności amerykańskich obligacji skarbowych w efekcie uspokojenia nastrojów dot. wiarygodności i niezależności Fed. Te tendencje nie utrzymały się jednak w dalszej części tygodnia.

- W większym stopniu czynnikiem uspokajającym nastroje było lekkie spadkowe odreagowanie cen na rynku surowców w drugiej połowie tygodnia (po silnym wcześniejszym pogorszeniu), dzięki informacjom dot. oczekiwanego przywrócenia w ciągu kilku dni ok. połowy przepustowości ropociągu Wschód – Zachód w Arabii Saudyjskiej oraz pełnego jego działania w przeciugu 6 tygodni. W minionym tygodniu informowano jedynie o udaremniionych próbach ataków jemeńskich Huti, nie pojawiały się także informacje dot. walk na linii USA – Iran. Pod koniec tygodnia, w wywiadzie prezydent Trump powiedział natomiast, że w najbliższym czasie będzie musiał podjąć decyzję co do dalszych działań USA względem Iranu wskazując na opcję „totalnego zniszczenia kraju”, dalszych sankcji oraz zawarcia porozumienia. Prezydent nie wykluczył spotkania z prezydentem Iranu.

- Ceny ropy naftowej (1-mies. kontrakt dla ropy Brent) obniżyły się na koniec tygodnia poniżej 105 USD/baryłkę, a dziś rano spadły poniżej 102 USD/ baryłkę. Sytuacja na rynku produktów ropopochodnych podążała za zmianami cen ropy, niemniej bardzo wysokie marże rafineryjne utrzymały się, a zgodnie z weekendowymi doniesieniami w wyniku dronowego ataku Ukrainy na Moskwę uszkodzona została rafineria, trudno zatem ocenić, na ile skuteczne okaże się wezwanie prezydenta Trumpa do unikania celów energetycznych przez Rosję i Ukrainę. W niewielkim stopniu (minimalnie poniżej 80 EUR/MWh) spadły ceny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
i Sektorowych  
[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**Łukasz Tarnawa**  
**Główny Ekonomista**

+48 696 405 159  
[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**Aleksandra Świątkowska**  
**Ekonomista**

+48 515 111 698  
[aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl)

gazu na rynku europejskim, które coraz silniej zaczynają negatywnie wpływać na średnioterminowe prognozy inflacyjne w Europie.

- Na globalnym rynku stopy procentowej tendencje kształtowały się podobnie – po silnej przecenie z początku tygodnia, jego druga połowa przyniosła odreagowanie, co skutkowało niewielkimi zmianami w skali tygodnia. Rentowności 10-letnich obligacji utrzymały się na poziomie zbliżonym do maksimów 5,0% w USA oraz 3,5% w Niemczech.
- Podobne tendencje notowały rynki akcji. Na większości rynków, spadki z początku tygodnia niwelowały późniejsze wzrosty, a indeksy w skali tygodnia zmieniły się w ograniczonym stopniu. Wyższe stopy procentowe w USA, ograniczenie obaw dot. wiarygodności Fed oraz wciąż podwyższony poziom premii za ryzyko sprzyjały umocnieniu dolara, który w skali tygodnia zyskał 1,0% w relacji do koszyka walut. Euro straciło na wartości 0,4%. Kurs euro wobec dolara spadł poniżej 1,15 USD/EUR.
- Na sytuację rynkową w mniejszym stopniu wpływały publikacje danych ze sfery realnej gospodarki, w tym nt. sierpniowego silniejszego od oczekiwań rynkowych odbicia sprzedaży detalicznej w USA, nieco słabszych danych dot. produkcji przemysłowej w USA oraz danych z Chin wskazujących na wciąż mocny wzrost eksportu, słabe wyniki popytu krajowego. Z drugiej strony zwiększenie skali emisji obligacji wspiera oczekiwania zwiększenia nakładów infrastrukturalnych oraz ograniczenia spadków inwestycji w Chinach.
- Inaczej niż Fed czy EBC (wskazujący na opcję podwyżki stóp w grudniu), wypowiedziach członków RPP w minionym tygodniu dominował przekaz dot. stabilnych stóp procentowych oraz opcji ich obniżenia w dłuższej perspektywie. W minionym tygodniu tylko W. Janczyk wskazał na ryzyko podwyżki stóp w związku z sytuacją na Bliskim Wschodzie.
- Pomimo tych uspokajających wypowiedzi oczekiwania rynkowe na wyższe stopy procentowe w minionym tygodniu ponownie wzrosły (stawki FRA wyższe o 15 – 20 pkt. baz. w skali tygodnia). Choć rentowności krajowych obligacji na dłuższym końcu krzywej pozostały stabilne (zgodnie z tendencjami globalnymi), to krótki koniec krzywej wyraźnie wzrósł – obligacje 2-letnie o 26 pkt. baz. do 4,78%.
- Te tendencje odzwierciedlają rosnące krótkookresowe prognozy inflacyjne. Ostateczny szacunek GUS potwierdził informacje publikacji *flash* wzrostu [inflacji CPI](#) do 3,4% r/r w sierpniu, głównie ze względu na dalszy wzrost cen paliw. Inflacja bazowa wzrosła do 3,3% r/r z 3,1% w lipcu. Wstępnie szacujemy, że przy dalszym wzroście cen paliw do transportu oraz silnym wzroście cen węgla i oleju opałowego, wrześniowy wskaźnik CPI wzrośnie do ok. 4,0% r/r (nawet przy utrzymaniu niskiego wskaźnika cen żywności). Gdyby ceny paliw na bieżącym poziomie utrzymały się także w kolejnych miesiącach, to do końca roku inflacja CPI wzrosłaby w okolice 4,5% r/r.
- Na przebieg ścieżki inflacji w kolejnych miesiącach kluczowy wpływ będą miały tendencje na rynku ropy naftowej oraz produktów ropopochodnych oraz ewentualne działania rządowe obniżające ceny paliw. W minionym tygodniu premier Tusk zapowiedział, że program CPN obniżający ceny paliw zostanie ponownie wprowadzony, jeśli wejdzie w życie ustawa dot. nadmiarowych zysków spółek paliwowych. W piątek Sejm ponownie przegłosował tę ustawę

skierowaną wcześniej przez prezydenta RP do Trybunału Konstytucyjnego. Z kolei kancelaria prezydenta skierowała do Sejmu własny projekt ustawy mający na celu redukcję cen paliw (obniżenie akcyzy, podatku od sprzedaży detalicznej i wprowadzenie ustawowego limitu na marże koncernów paliwowych).

- W ubiegłym tygodniu agencja ratingowa Moody's obniżyła długoterminowy rating Polski w walucie obcej o jeden poziom do "A3 z "A2". Agencja utrzymała stabilną perspektywę ratingu. Powodem obniżki ratingu jest ocena agencji trwałego pogorszenia się kondycji fiskalnej Polski. Moody's ocenia, że skuteczność polityki fiskalnej w Polsce uległa osłabieniu, co odzwierciedla jej procykliczny kurs w ostatnich latach oraz ograniczoną gotowość lub zdolność polskich władz do odbudowy buforów fiskalnych w okresie sprzyjających warunków gospodarczych.
- Jednocześnie reakcja rynkowa na decyzję Moody's jest znikoma. W piątek wieczorem i dziś rano rentowności SPW praktycznie nie wzrosły. Złoty pozostaje osłabiony (w skali tygodnia deprecjacja o ponad 1% w relacji do koszyka walut, wzrost relacji do euro do 4,36 PLN/EUR), niemniej te słabsze poziomy notowane były już przed ogłoszeniem decyzji agencji. Na taką sytuację mógł wpłynąć fakt, że Moody's swoją decyzją zrównał się z już wcześniej obniżonymi ocenami agencji Fitch i S&P. Po decyzji Moody's trzy największe agencje ratingowe oceniają wiarygodność kredytową Polski na tym samym poziomie: Moody's na "A3", a Fitch i S&P na poziomie "A-". Perspektywa ratingu Polski wg S&P jest stabilna, a wg Fitch negatywna. Ponadto, już od wielu miesięcy kwestie fiskalne oraz wysokie podażę ciążą mocniej cenom polskiego długu.
- Te ceny w krótkim okresie pozostaną zapewne pod presją w związku z silnym pogorszeniem krótkookresowych perspektyw inflacyjnych. Jakkolwiek wciąż scenariusz stabilnych stóp procentowych NBP uważamy za najbardziej prawdopodobny biorąc pod uwagę średnioterminowe prognozy inflacji oraz bieżące nastawienie Rady, to tak silny skokowy wzrost bieżącej inflacji, który będzie zapewne zaskoczeniem dla członków RPP niesie ryzyko zmiany przekazu Rady. Jednocześnie, jak już wielokrotnie wskazywaliśmy, przy takiej zmienności sytuacji na rynku surowców, niepewności dot. wprowadzenia programu obniżającego ceny paliw, te prognozy pozostają bardzo niepewne.
- W cieniu tendencji inflacyjnych pozostają dane ze sfery realnej, w tym nieco słabsze wyniki sierpniowej [produkcji przemysłowej](#), szczególnie, że w ostatnich miesiącach te dane są bardzo zmienne. Dzisiejsza publikacja potwierdziła, że po zaskakująco słabych danych lipcowych z budownictwa, w sierpniu produkcja odbiła. Na rynku pracy z kolei utrzymuje się stagnacja zatrudnienia, słabiej kształtuje się natomiast dynamika wynagrodzeń. W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną jeszcze dane dot. sprzedaży detalicznej i bezrobocia.
- Na rynkach zagranicznych, kluczowe będą publikacje wstępnych wrześniowych wskaźników koniunktury PMI w gospodarkach rozwiniętych, weryfikujące jak eskalujący konflikt na Bliskim Wschodzie wpływa na nastroje w sferze realnej oraz prognozy inflacyjne przedsiębiorstw. Niezmiennie, najsilniej na sytuację rynkową będą natomiast wpływać wszelkie informacje dot. rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie, w tym te związane z zapowiedzią prezydenta Trumpa dot. „konieczności podjęcia decyzji odnośnie dalszych działań wobec Iranu” i ewentualne spotkanie z prezydentem Iranu podczas sesji ONZ.

## Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

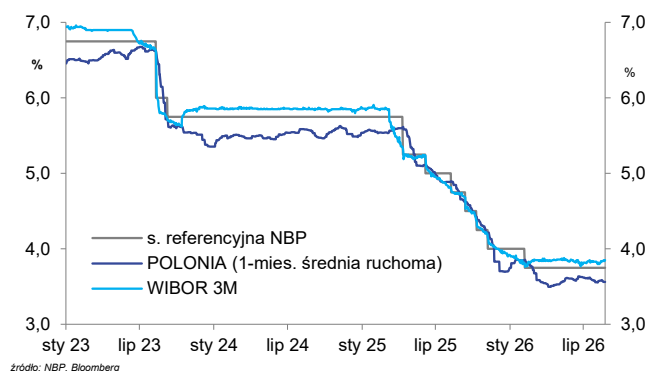
| wtorek 22 września   |     |                                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
|----------------------|-----|--------------------------------------------------------------------------|-------|-----------------|----------------|--------------|
| 09:30                | PL  | Sprzedaż detaliczna                                                      | sie   | 3,9% r/r        | 4,5% r/r       | 5,8% r/r     |
| 13:00                | EMU | Wystąpienie online prezes ECB Ch. Lagarde na konferencji nauk. NBP i NBU | wrz   | -               | -              | -            |
| 14:00                | PL  | Podaż pieniądza M3                                                       | sie   | 11,3% r/r       | 11,2% r/r      | 11,2% r/r    |
| 14:00                | HU  | Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych            | wrz   | 5,50%           | 5,50%          | -            |
| środa 23 września    |     |                                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 09:30                | PL  | Stopa bezrobocia                                                         | sie   | 5,8%            | 5,8%           | 5,8%         |
| 09:30                | DE  | Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)                                 | wrz   | 54,3 pkt.       | 54,0 pkt.      | -            |
| 09:30                | DE  | Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)                                   | wrz   | 49,7 pkt.       | 49,9 pkt.      | -            |
| 10:00                | EMU | Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)                                 | wrz   | 52,7 pkt.       | 52,6 pkt.      | -            |
| 10:00                | EMU | Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)                                   | wrz   | 51,6 pkt.       | 51,4 pkt.      | -            |
| 15:45                | US  | Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)                                 | wrz   | 53,9 pkt.       | 53,4 pkt.      | -            |
| 15:45                | US  | Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)                                   | wrz   | 56,5 pkt.       | 56,0 pkt.      | -            |
| czwartek 24 września |     |                                                                          | okres | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ |
| 09:30                | CH  | Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych               | wrz   | 0,00%           | 0,00%          | 0,00%        |

\* szacunek na podstawie danych z flash CPI

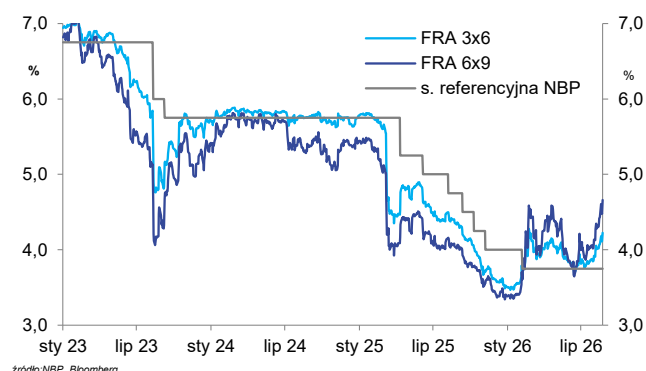
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

## Rynki finansowe

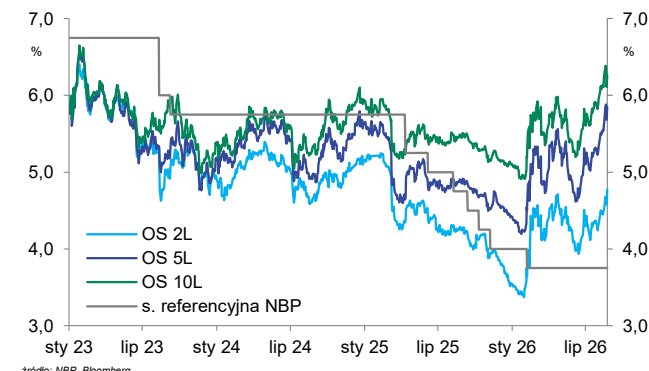
### Krajowe stopy procentowe



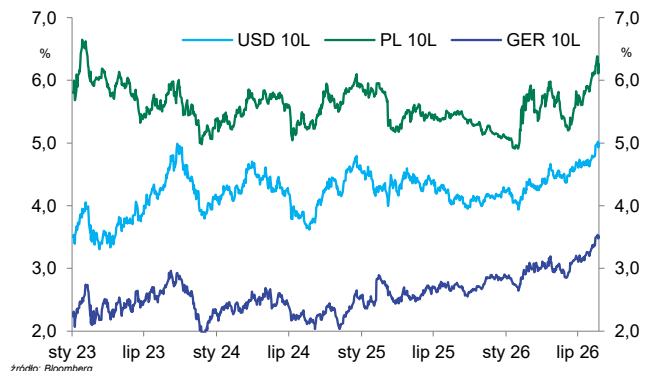
### Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



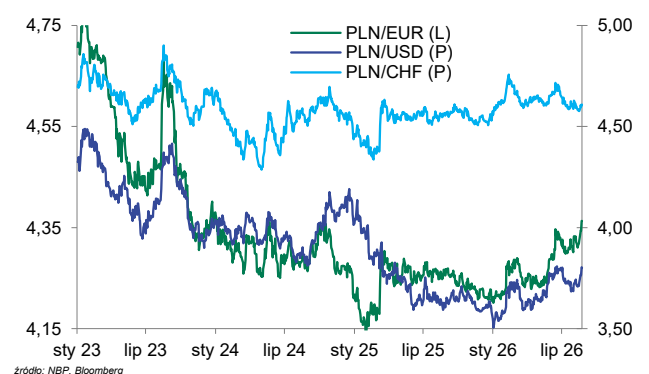
### Kontowności obligacji skarbowych - Polska



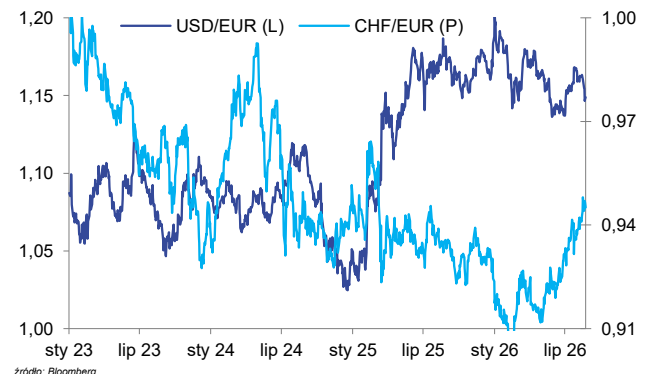
### Kontowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



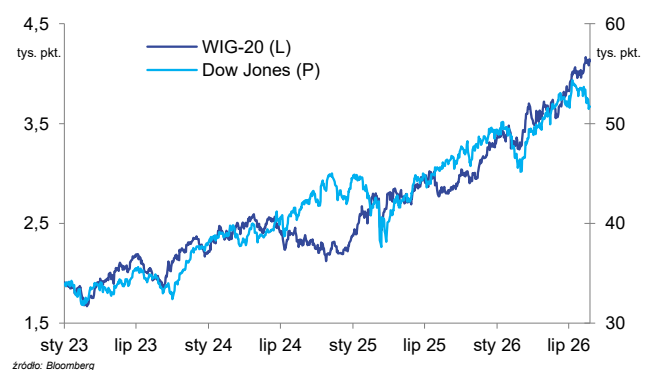
### Notowania kursu złotego



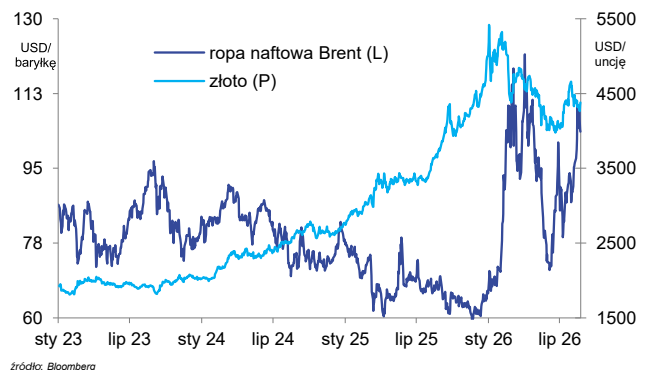
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

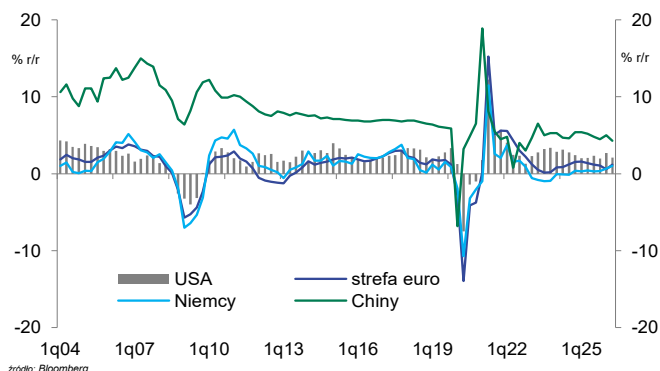


### Ceny surowców

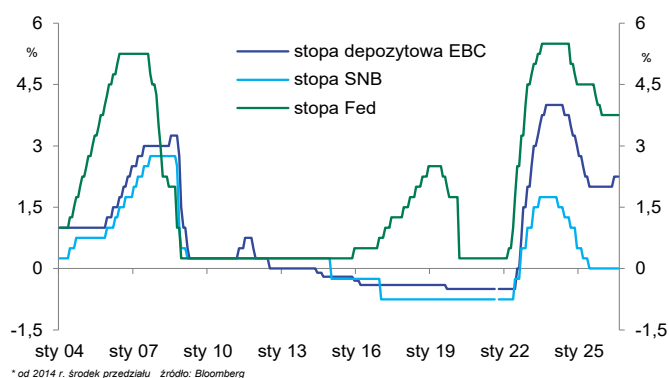


## Gospodarka

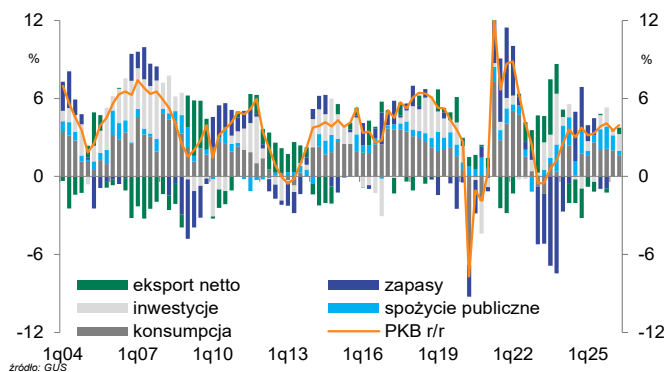
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



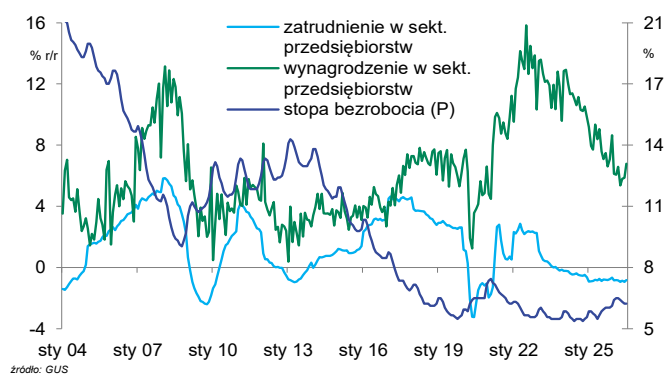
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



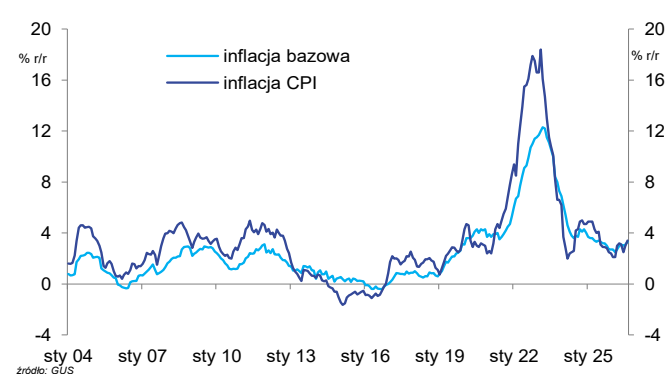
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



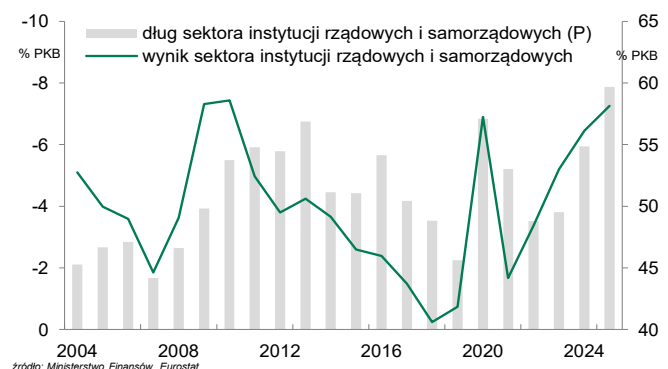
Rynek pracy



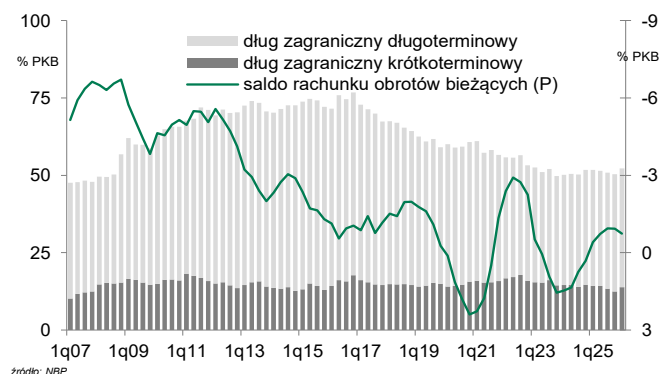
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

|                            |     | zmiana     |            |             | prognoza   |            |            |
|----------------------------|-----|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
|                            |     | 18.09.2026 | 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                   | %   | 3,85       | 0,01       | 0,05        | 3,85       | 3,85       | 3,85       |
| FRA 3x6                    | %   | 4,23       | 0,15       | 0,22        | -          | -          | -          |
| FRA 6x9                    | %   | 4,66       | 0,23       | 0,38        | -          | -          | -          |
| FRA 9x12                   | %   | 4,81       | 0,22       | 0,37        | -          | -          | -          |
| IRS 2L                     | %   | 4,72       | 0,17       | 0,30        | -          | -          | -          |
| IRS 5L                     | %   | 4,98       | 0,12       | 0,26        | -          | -          | -          |
| IRS 10L                    | %   | 5,28       | 0,04       | 0,17        | -          | -          | -          |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 4,78       | 0,26       | 0,32        | 4,65       | 4,60       | 4,50       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 5,85       | 0,21       | 0,36        | 5,75       | 5,65       | 5,55       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 6,26       | 0,00       | 0,18        | 6,35       | 6,20       | 6,05       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,36       | 0,04       | 0,05        | 4,32       | 4,31       | 4,30       |
| PLN/USD                    | PLN | 3,80       | 0,07       | 0,09        | 3,76       | 3,75       | 3,74       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,61       | 0,03       | 0,02        | 4,67       | 4,66       | 4,65       |
| USD/EUR                    | USD | 1,15       | -0,01      | -0,01       | 1,15       | 1,15       | 1,15       |
| Stopa Fed                  | %   | 4,00       | 0,25       | 0,25        | 4,00       | 4,00       | 4,25       |
| Stopa depozytowa EBC       | %   | 2,50       | 0,00       | 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 | %   | 5,00       | 0,03       | 0,21        | 4,95       | 4,90       | 4,85       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 3,52       | 0,01       | 0,18        | 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 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.