

Coraz gorsze wyniki w nauce

- We wtorek globalne nastroje inwestycyjne były mieszane, a wśród giełdowych parkietów pozytywnie wyróżniała się warszawska GPW, gdzie WIG wzrósł o 1,3%, poprawiając historyczne maksima. Złoty pozostał stabilny wobec euro i dolara. Krajowa waluta pozostawała pod wpływem otoczenia zewnętrznego, w tym rosnących cen ropy i eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie. **Brent zbliżył się do 100 USD/b**, zwiększając presję na oczekiwania inflacyjne, globalny rynek długu i waluty EM, jednak skala zmian na parach ze złotym pozostała ograniczona przed posiedzeniami RPP i EBC. Na krajowym rynku FI rentowności SPW nieznacznie spadły, mimo utrzymującej się presji ze strony rosnących cen surowców energetycznych. W środę kluczowy będzie komunikat RPP, który przy obecnych trendach inflacyjnych nie powinien sygnalizować przestrzeni do obniżek stóp NBP w najbliższych miesiącach. Dla EURPLN istotny będzie również czwartkowy przekaz EBC, szczególnie w kontekście dalszej ścieżki stóp i dyferencjału NBP–EBC. W horyzoncie dzisiejszej sesji **zakładamy stabilizację EURPLN i USDPLN, choć trwale wybiecie Brent powyżej 100 USD/b mogłoby wyraźniej ciężyć PLN**. Na rynku FI bazowym scenariuszem pozostaje **stabilizacja rentowności SPW w okolicach 4,50% dla 2Y oraz 6,15% dla 10Y**, przy ograniczonej przestrzeni do silniejszego umocnienia krajowego długu bez deeskalacji na Bliskim Wschodzie.
- **Dziś globalne rynki będą śledzić rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie**, gdzie napięcie utrzymuje się na wysokim poziomie. **W kraju kluczowe będzie posiedzenie RPP** – stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian, a dla kształtowania rynkowych oczekiwań co do dalszych ruchów RPP istotne będą ewentualne odniesienia w komunikacie do ostatniego wzrostu inflacji i utrzymujących się wysokich cen ropy. Istotne sygnały dotyczące przyszłego poziomu stóp przyniesie też konferencja Prezesa NBP A.Głapińskiego, zaplanowana na jutro na godz. 15:00.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

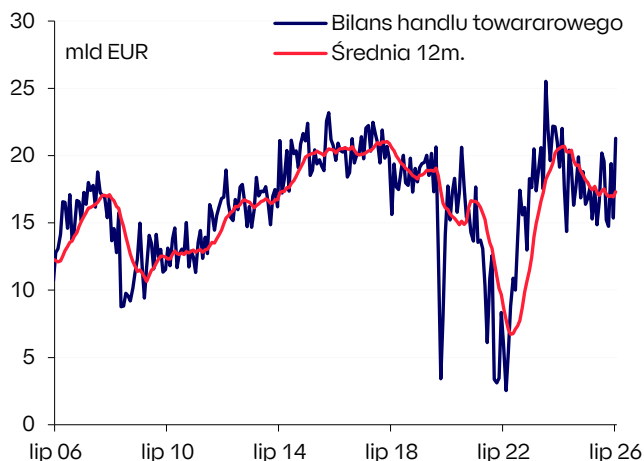
	Wartość 2026-09-08	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	156 698	1,3
STOXX Europe 600	650	0,0
S&P500	7 674	-0,6
Waluty:		
EURPLN	4,31	0,0
USDPLN	3,71	0,1
CHFPLN	4,58	0,1
EURUSD	1,16	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,48	-7
PL5Y	5,64	7
PL10Y	6,16	0
DE10Y	3,36	-3
US10Y	4,80	2
Surowce:		
Ropa Brent	98	0,9
Złoto	4354	-1,1

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

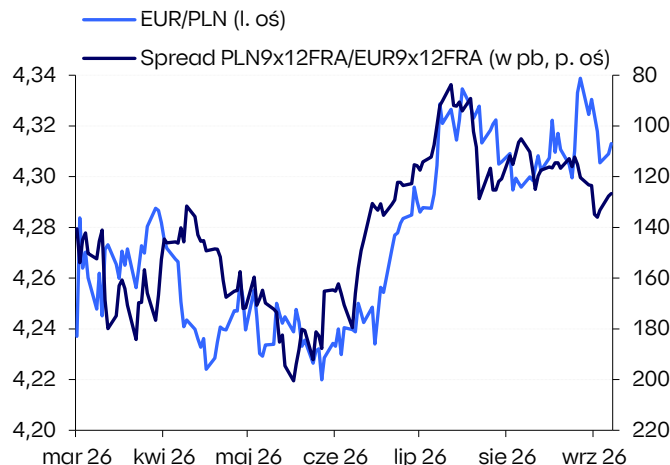
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** Dowództwo Centralne USA poinformowało, że siły USA zniszczyły we wtorek pięć irańskich tankowców przewożących ropę naftową. Atak stanowił odwet za dwukrotne ostrzelanie amerykańskiego okrętu wojennego pociskami balistycznymi przez Korpus Strażników Rewolucji Islamskiej w ciągu

Niemcy notują najwyższą nadwyżkę w wymianie towarowej od połowy 2024



Przekaz z posiedzeń RPP i EBC może wpłynąć na oczekiwany dyferencjał stóp, a pośrednio na EURPLN



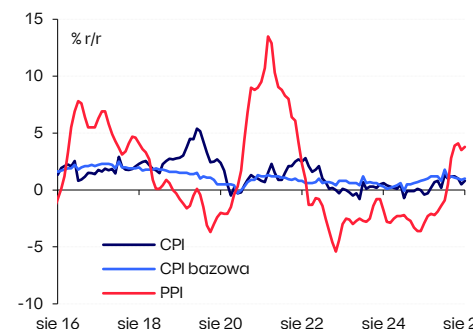
ostatnich dwóch dni. Ceny ropy wzrosły do niemal 100 USD za baryłkę po tym, jak USA przeprowadziły ataki na irańskie tankowce, a bojownicy Huti uderzyli w saudyjską infrastrukturę energetyczną w kolejnej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.

- **CHN:** Inflacja CPI w sierpniu przyspieszyła do 0,8% r/r z 0,5% r/r w lipcu, zgodnie z oczekiwaniami. Jednocześnie inflacja PPI wzrosła do 3,8% r/r z 3,5% r/r miesiąc wcześniej, a dane były wyższe od oczekiwań (kons.: 3,6% r/r).
- **GER: Nadwyżka w handlu towarami w lipcu osiągnęła poziom 21,3 mld EUR i była najwyższa od połowy 2024.** Eksport w lipcu spadł o 0,8% m/m, przerywając pięciomiesięczny okres wzrostowy. Spadek wynikał z niższej sprzedaży do krajów UE, podczas gdy eksport do USA wzrósł o ponad 19% m/m. W ujęciu r/r eksport ogółem pozostaje silny, rosnąc o 6,1%. Import spadł o 5,7% m/m, silniej niż oczekiwano (-1% m/m). Spadek importu miał szeroki zasięg geograficzny, obejmując dostawy z UE, USA i Chin. Niższa wymiana handlowa Niemiec z państwami UE prawdopodobnie jest jednorazowym spowolnieniem, ale rosnący eksport do USA może sygnalizować ponowne otwarcie tego kluczowego rynku zbytu, które jest możliwe dzięki faktycznemu złagodzeniu polityki celnej USA.
- **HUN: Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 1,3% r/r z 1,2% r/r w lipcu**, zgodnie z naszą prognozą. **Inflacja bazowa przyspieszyła do 2,0% r/r z 1,9% r/r w lipcu.** Wzrost CPI wynikał głównie z przyspieszenia inflacji usług (5,0% r/r vs 4,7% r/r) oraz wzrostu cen paliw (+1,3% r/r vs -0,1% r/r). Presję inflacyjną ograniczały mocny forint oraz pogłębiona deflacja w żywności (-4,8% r/r vs -4,4% r/r). Na wrześniowym posiedzeniu MNB przeanalizuje nowe prognozy i czynniki ryzyka, decydując, czy kontynuować cykl obniżek stóp – **prawdopodobieństwo tymczasowego wstrzymania cyklu wzrostu w porównaniu z poprzednimi miesiącami.**
- **USA: Prezydent D.Trump podpisał rozporządzenie o zakazie importu części nabiału, alkoholu i motocykli z Kanady oraz o rozszerzeniu listy towarów objętych 50% cłem (m.in. o sery, papier, stal i aluminium).** Prawo ma wejść w życie 29 września. Nowe amerykańskie cła są odpowiedzią na 50% kanadyjskie cła odwetowe wprowadzone po ogłoszeniu przez USA 50% cła na import z Kanady po wcześniejszym zerwaniu z nią rozmów handlowych. Decyzja Białego Domu ponownie eskaluje napięte relacje amerykańsko-kanadyjskie.
- **ŚWIAT: Wyniki PISA 2025 wskazują na dalszy spadek kompetencji 15-latków.** Średnio w OECD w latach 2015-2025 wynik spadł o 7 pkt. w naukach przyrodniczych, o 28 pkt. w czytaniu i o 22 pkt. w matematyce, osiągając najniższe poziomy w historii badania. **Polska zajęła 18. miejsce w naukach przyrodniczych, 14. w czytaniu i 12. w matematyce wśród 91 krajów.** Od 2022 polskie wyniki zmieniły się nieznacznie, ale w dłuższej perspektywie (2015-2025) odnotowano lekki spadek. To potwierdza, że Polska utrzymuje relatywnie silną pozycję międzynarodową, jednak nie uniknęła globalnego trendu pogarszania się osiągnięć uczniów.
- **CZE: Stopa bezrobocia rejestrowanego w sierpniu utrzymała się na poziomie 5%,** takim samym jak w lipcu, co oznacza, że była wyższa o 0,5pp r/r. Liczba bezrobotnych wzrosła o 12,1% r/r, a bezrobotnych nowo zarejestrowanych o 26,1% r/r. Jednocześnie liczba wakatów zwiększyła się o 4,4% r/r, choć relacja liczby ofert pracy do liczby bezrobotnych nieznacznie spadła. Na rynku pracy obserwuje się lekkie schłodzenie, co jest częścią trendu widocznego w całym regionie. Niemniej bezrobocie zharmonizowane w Czechach pozostaje najniższe w UE.

WYDARZENIA KRAJOWE:

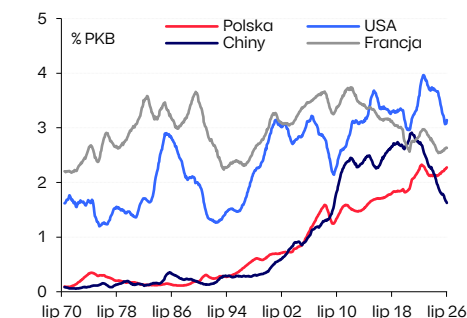
- **POL:** Minister obrony narodowej W.Kosiniak-Kamysz poinformował, że **Polska osiągnęła proporcję 50/50 między sprzętem wojskowym produkowanym w kraju a importowanym**, co było możliwe dzięki finansowaniu z programu SAFE. Środki te mają wspierać rozwój krajowego przemysłu obronnego i zwiększać jego zdolności produkcyjne. MON dąży do modelu podobnego do tureckiego, gdzie około 80% sprzętu jest produkowane lokalnie, a kraj rozwija

Inflacja w Chinach



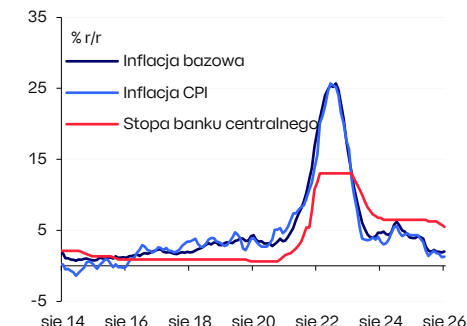
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Eksport towarowy Niemiec do wybranych państw



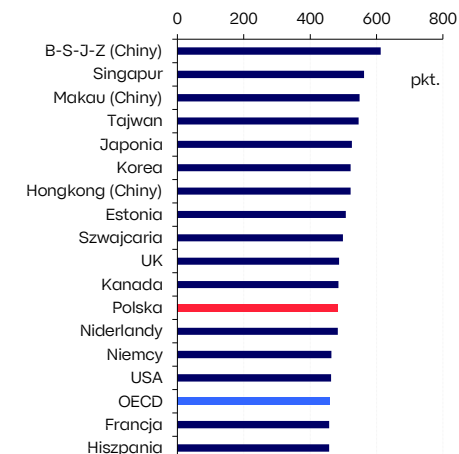
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI na tle stopy bazowej w Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wyniki PISA w matematyce w 2025*



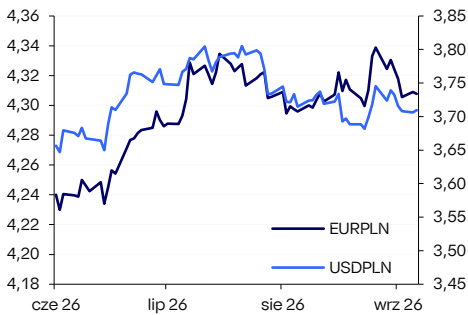
Źródło: OECD, PKO Bank Polski. *Państwa z wynikiem poniżej

również eksport uzbrojenia. W 2027 resort planuje przedstawić koncepcję Agencji Uzbrojenia 2.0, która rozszerzy jej rolę m.in. o innowacje i utrzymanie sprzętu.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **We wtorek złoty pozostał stabilny wobec euro i dolara**, a kursy EURPLN i USDPLN oscylowały odpowiednio w pobliżu 4,31 oraz 3,71. Na bazowych rynkach FX dolar nie zmienił się istotnie, a kurs EURUSD utrzymał się w okolicy 1,1620.
- Przy braku publikacji makroekonomicznych z kraju **złoty pozostawał pod dominującym wpływem globalnych nastrojów inwestycyjnych, którym ciążył wzrost cen surowców energetycznych związany z dalszą eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie**. Brent w trakcie sesji zbliżył się do **psychologicznej bariery 100 USD/b**, co poprzez wzrost oczekiwań inflacyjnych wywierało presję na globalny rynek długu oraz waluty rynków wschodzących. Zmiany na głównych parach ze złotym pozostały jednak niewielkie, gdyż inwestorzy oczekiwali na rezultaty posiedzeń RPP i EBC, analizowane w kontekście przyszłego dyferencjału stóp procentowych między Polską a strefą euro.
- W środę ważniejszy od samej decyzji RPP, która najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian, będzie towarzyszący jej komunikat. **Biorąc pod uwagę obecne trendy inflacyjne oraz ryzyko utrzymania podwyższonych cen surowców energetycznych, spodziewamy się braku sygnałów wskazujących na przestrzeń do obniżek stóp NBP w najbliższych miesiącach, co powinno być neutralne dla złotego**. Dla relatywnej siły PLN wobec EUR ważniejszy może być natomiast wydzwięk czwartkowych konferencji prezesa NBP A.Głapińskiego i prezesa EBC Ch.Lagarde oraz ich wpływ na oczekiwany dyferencjał stóp NBP–EBC. **W horyzoncie śródowej sesji nie oczekujemy zatem większych zmian EURPLN ani USDPLN**. Istotny wzrost notowań ropy Brent powyżej 100 USD/b mógłby jednak, poprzez kanał globalnej awersji do ryzyka, zacząć wyraźniej ciążyć złotemu.
- We wtorek na krajowym rynku stopy procentowej **rentowności polskich obligacji skarbowych nieznacznie spadły, choć sytuacja fundamentalna nie uległa istotnej zmianie**. W pierwszych godzinach handlu obserwowaliśmy przesuwanie się krzywych dochodowości w górę, jednak popołudnie przyniosło wyraźną korektę. Negatywny wpływ na notowania wciąż wywierał trend rosnących cen surowców energetycznych – warto zauważyć, że cena ropy Brent zbliżyła się do poziomu 100 USD za baryłkę. **Wobec braku przełomu w konflikcie na Bliskim Wschodzie trudno oczekiwać silniejszych, kierunkowych pozytywnych zmian na rynku**. Co więcej, ewentualna kontynuacja zwyżek cen na rynku surowców energetycznych mogłaby spowodować dalszą przecenę polskich papierów skarbowych.
- **W najbliższych dniach najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stabilizacja rentowności: w okolicach 4,5% dla papierów 2- letnich oraz 6,15% dla dziesięcioletnich**. W środę uwaga inwestorów skupi się na decyzji RPP. Choć wszystko wskazuje na utrzymanie parametrów polityki pieniężnej bez zmian w nadchodzących miesiącach, **kluczowy może okazać się oficjalny komunikat**. Należy zakładać, że zachowa on neutralny ton, a fragmenty sugerujące możliwość ewentualnych obniżek stóp mogą zostać z niego usunięte przygotowując inwestorów na **średnioterminową zmianę retoryki**. Na pełniejszą ocenę uwarunkowań makroekonomicznych rynki będą musiały jednak poczekać do czwartkowej konferencji prasowej prezesa NBP, A. Głapińskiego. **Za stabilizacją notowań z rynków bazowych przemawia z kolei oczekiwanie na czwartkowe posiedzenie EBC, na którym rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp o 25pb**.

Waluty



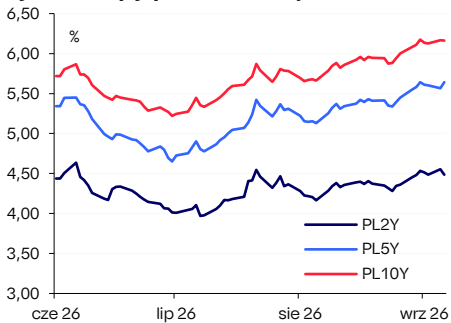
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



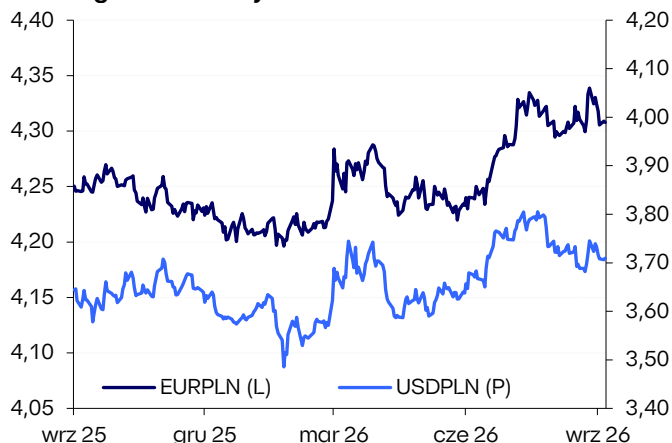
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

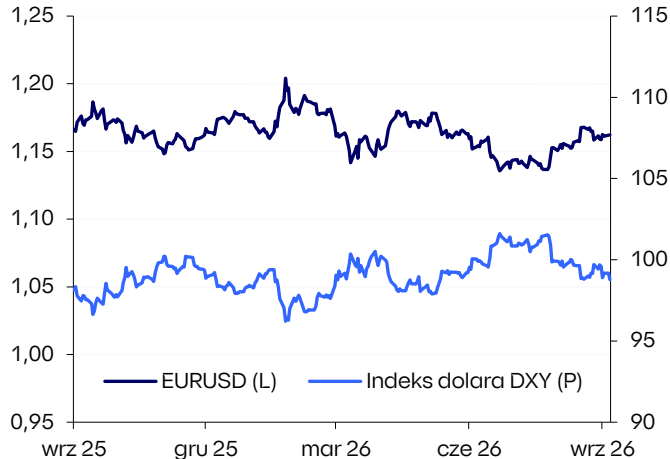
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

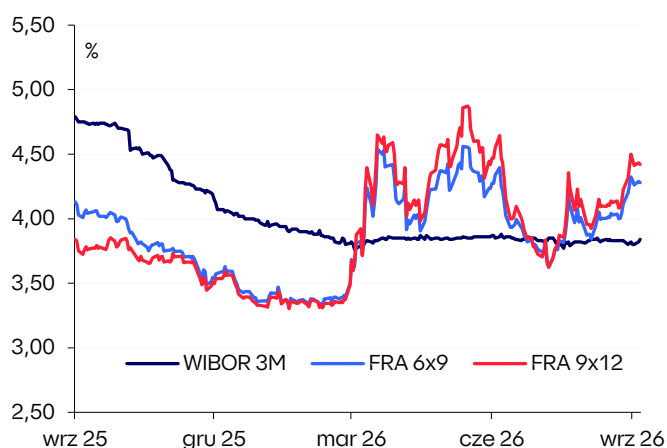
PLN vs główne waluty



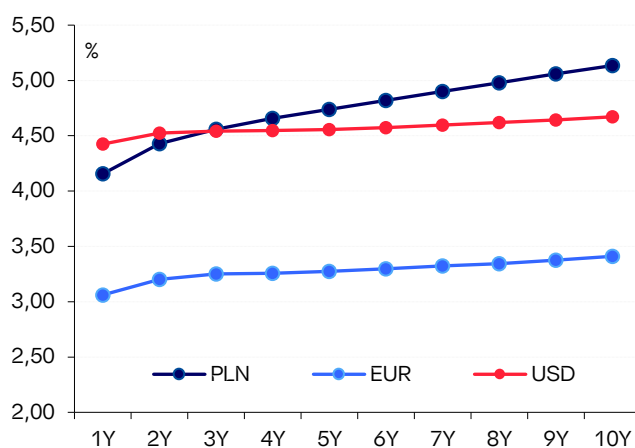
Notowania USD



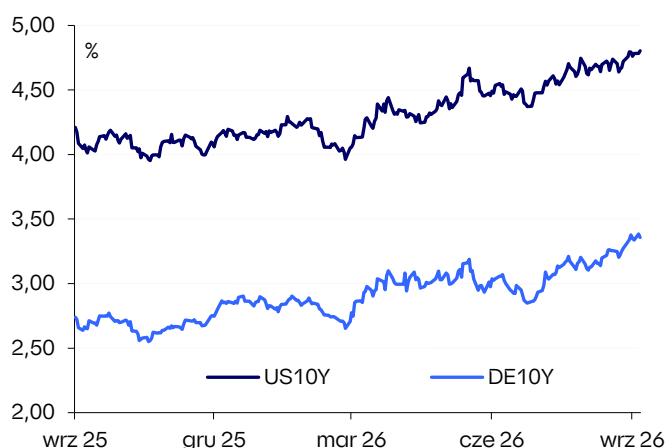
Krótkoterminowe stopy procentowe



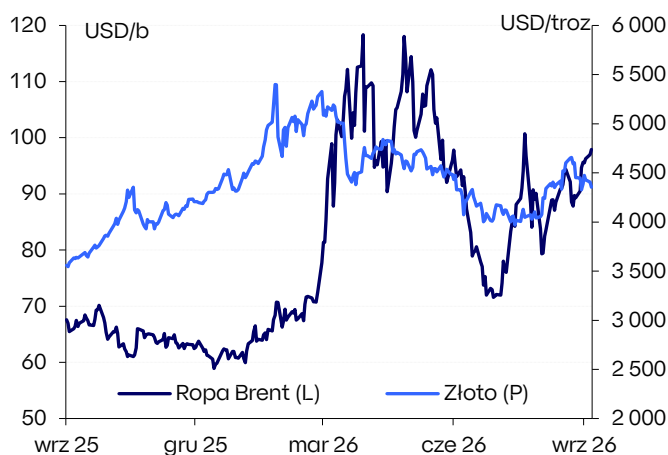
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 7 września						
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% m/m	0,0	0,2	--	-1,1
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-0,5	0,0	--	-1,6
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	-0,2	--	--	-0,4
HUN: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:30	% r/r	4,1	3,0	--	4,7
CZE: Produkcja przemysłowa (lip.)	9:00	% r/r	7,0	0,5	--	0,0
EUR: Indeks Sentix (wrz.)	10:30	pkt.	0,9	1,7	--	5,1
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,6	1,0	--	1,2
EUR: Zatrudnienie (2q)	11:00	% r/r	0,5	0,5	--	0,5
Wtorek, 8 września						
GER: Eksport (lip.)	8:00	% m/m	0,9	0,3	--	-0,8
GER: Import (lip.)	8:00	% m/m	4,5	-1,0	--	-5,7
HUN: Inflacja CPI (sie.)	8:30	% r/r	1,2	1,4	1,3	1,3
CZE: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	5,0	5,0	--	5,0
Środa, 9 września						
CHN: Inflacja PPI (sie.)	3:30	% r/r	3,5	3,6	--	3,8
CHN: Inflacja CPI (sie.)	3:30	% r/r	0,5	0,8	--	0,8
ROM: Saldo handlowe (lip.)	8:00	mld EUR	-2,961	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	3,75	3,75	--
Czwartek, 10 września						
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie., rew.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	1,9	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,25	2,50	2,50	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,40	2,65	2,65	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	206	205	--	--
USA: Inflacja PPI (sie.)	14:30	% r/r	4,7	5,2	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	4,06	3,98	--	--
Piątek, 11 września						
ROM: Inflacja CPI (sie.)	8:00	% r/r	8,2	6,7	6,7	--
ROM: Wynagrodzenie (lip.)	8:00	% r/r	3,5	--	--	--
USA: Inflacja CPI (sie.)	14:30	% r/r	3,4	3,4	3,3	--
USA: Inflacja bazowa (sie.)	14:30	% r/r	2,5	2,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	51,7	51,0	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.