

RPP bez zaskoczenia, teraz ruch EBC

- Skutkiem ponownego **zaostrzenia sytuacji na Bliskim Wschodzie** były **w środę dalsze wzrosty cen ropy naftowej oraz oczekiwań inflacyjnych**, co **ciężyło obligacjom skarbowym i pogarszało apetyt inwestorów na ryzykowne aktywa**. W dół poszły indeksy giełdowe, a spadki DAX i CAC40 zbliżyły się do 2%. To niekorzystne m.in. dla walut rynków EM otoczenie **nie przełożyło się jednak na zachowanie złotego**, który **był** generalnie **stabilny** i podążał za zmianami kursu EURUSD. Zgodna z rynkowym konsensusem decyzja RPP o pozostawieniu stóp NBP bez zmian nie miała zauważalnego wpływu na złotego ani rentowności krajowych SPW. W czwartek uwagę krajowych uczestników rynku przyciągnie konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego, natomiast globalnie najważniejszym wydarzeniem będzie decyzja EBC i konferencja prezes Ch.Lagarde. W naszej opinii, **przy założeniu braku nasilenia trybu risk-off oraz stabilizacji cen ropy, główne pary z PLN pozostaną w czwartek w wąskich przedziałach 4,31–4,32 na EURPLN oraz 3,70–3,72 na USDPLN**. W przypadku europejskich obligacji skarbowych, w tym krajowych SPW, **w drugiej części dnia oczekujemy prób rozwinięcia korekty**, choć do mocniejszych i trwalszych spadków ich dochodowości niezbędne są sygnały deeskalacji na Bliskim Wschodzie.
- Dziś kluczowym wydarzeniem na rynkach będzie decyzja EBC, który najpewniej podniesie stopy procentowe o 25pb**. To będzie druga podwyżka w tym cyklu, mająca przeciwdziałać odkotwiczeniu się inflacji w warunkach wzrostu cen surowców energetycznych. Ostatni wzrost cen ropy naftowej i gazu ziemnego buduje oczekiwania, że dzisiejsza podwyżka może nie być ostatnią – w komunikacie i wystąpieniu Ch.Lagarde istotne będą więc sygnały dotyczące dalszych działań EBC.
- W Polsce najważniejszym punktem dnia będzie konferencja Prezesa NBP A.Głapińskiego. Poza tym w regionie poznamy pełne dane o sierpniowej inflacji CPI z Czech** – wstępny odczyt wskazał na wzrost do 1,9% r/r z 1,7% r/r w lipcu. **Z USA napłyną dane o inflacji PPI za sierpień**, dla której prognozowany jest dalszy wzrost, napędzany wysokimi cenami energii. Odczyt będzie kształtował oczekiwania przed jutrzejszą, kluczową z punktu widzenia FOMC, publikacją inflacji CPI.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

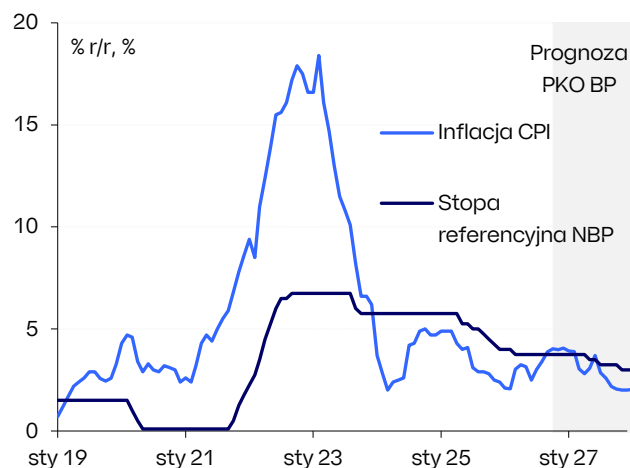
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

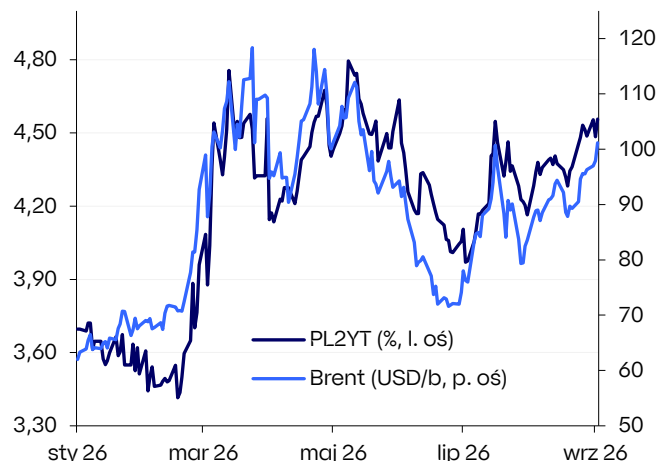
	Wartość 2026-09-09	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	155 497	-0,8
STOXX Europe 600	640	-1,4
S&P500	7 636	-0,5
Waluty:		
EURPLN	4,31	0,1
USDPLN	3,71	-0,1
CHFPLN	4,57	-0,1
EURUSD	1,16	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,56	7
PL5Y	5,67	3
PL10Y	6,21	4
DE10Y	3,44	8
US10Y	4,84	3
Surowce:		
Ropa Brent	101	3,4
Złoto	4400	1,1

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

RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie



Zwyżkujące ceny ropy naftowej w dalszym ciągu ciężą obligacjom skarbowym, w tym krajowym SPW



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

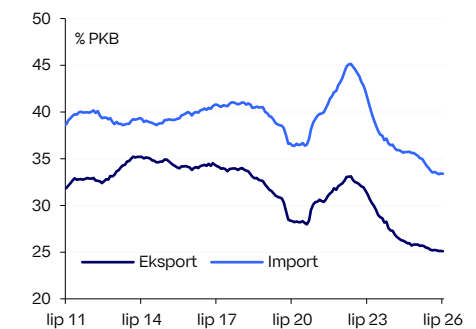
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **ŚWIAT:** D.Trump zrelacjonował wtorkową rozmowę telefoniczną z W.Putinem, podczas której nie doszło do przełomu. Według D.Trumpa W.Putin chce zawrzeć umowę z Ukrainą, ale przeszkodą jest wzajemna nienawiść między prezydentami Rosji i Ukrainy. D.Trump, podobnie jak wcześniej rzecznik Kremla D.Pieskow, wspominał o możliwości zorganizowania trójkrotnego spotkania Rosja-USA-Ukraina, choć na razie jest zbyt wcześnie by mówić o jego terminie. Na Bliskim Wschodzie irański Korpus Strażników Rewolucji Islamskich ogłosił nową strefę zamkniętą dla żeglugi – dokładne szczegóły nie są jeszcze znane.
- **USA:** D.Trump obiecał wypłacenie 5000 USD „dywidendy” każdemu dorosłemu obywatelowi USA jeśli Republikanie utrzymają kontrolę w Kongresie po listopadowych wyborach połówkowych. Wypłata „dywidendy” byłaby większa niż stymulacja z okresu pandemicznego i wymagałaby zgody Kongresu.
- **ŚWIAT:** [Raport roczny WTO](#) wskazuje, że światowy handel w 2025 zachował odporność, pomimo napięć geopolitycznych i rosnącej niepewności. Wolumen handlu towarami wzrósł o 4,6%, a usługami o 5,3%, głównie dzięki silnemu popytowi na produkty i usługi związane z AI. W 2026 prognozowane jest spowolnienie wzrostu handlu, ale inwestycje w AI mogą częściowo złagodzić negatywny wpływ konfliktów geopolitycznych. W czasie kryzysu w cieśninie Ormuz państwa częściej stosowały środki ułatwiające handel niż go ograniczające, co wg WTO podkreśla znaczenie współpracy i wymiany informacji dla odporności globalnego handlu.
- **ROM:** Bilans handlu towarowego w lipcu wykazał deficyt na poziomie 2,8 mld EUR, zbliżony do obserwowanego w ostatnich latach. W ujęciu płynnego roku deficyt utrzymał się na poziomie 8,3% PKB, stopniowo oddalając się od maksimów z 2022 (12% PKB). Poprawa relacji deficytu do PKB wynika ze wzrostu PKB przy stabilnym deficycie towarowym. Kluczowy wpływ miał efekt cenowy – wzrost cen w Rumunii był silniejszy niż u głównych partnerów handlowych, co przyspieszyło wzrost nominalnego mianownika tej relacji. Innym tego skutkiem jest również to, że eksport Rumunii staje się mniej konkurencyjny cenowo. Od 2015 eksport netto ma praktycznie cały czas ujemny wpływ na dynamikę PKB.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,75%. W lakonicznym [komunikacie](#), który był bardzo podobny do poprzedniego, Rada wskazała na przyspieszenie wzrostu PKB, słabszą dynamikę płac i zatrudnienia oraz wzrost inflacji do 3,4% r/r, napędzany głównie cenami paliw. W naszej ocenie perspektywy inflacyjne od lipca pogorszyły się ze względu na wzrost cen ropy i perspektywy luźniejszej polityki fiskalnej. Inflacja CPI w 3q26 może być o 0,4pp wyższa niż zakładała lipcowa projekcja. W tych warunkach przestrzeń do szybkich obniżek stóp jest ograniczona. Spadek inflacji do celu w połowie 2027 mógłby pozwolić RPP wznowić ostrożne obniżki stóp w przyszłym roku. Więcej w Marko Flash: [Lakoniczny jak RPP](#).
- **POL:** Popyt na pracę w 2q26 nieznacznie się osłabił – wskaźnik wolnych miejsc pracy (sa) spadł do 0,78% z 0,80% w 1q26. Na koniec czerwca liczba wakatów wyniosła 98,7 tys., co oznacza spadek o 1,5% q/q, ale wzrost o 3,0% r/r. Największe trudności rekrutacyjne wystąpiły w budownictwie (wskaźnik wakatów 1,59%), a najmniejsze w górnictwie (0,11%). Najwięcej nieobsadzonych ofert odnotowano w przetwórstwie przemysłowym (24,7 tys.). Regionalnie najwyższy wskaźnik wakatów wystąpił na Dolnym Śląsku (1,19%), a najniższy w woj. świętokrzyskim (0,38%). Dane wskazują, że mimo lekkiego spowolnienia względem poprzedniego kwartału, rynek pracy pozostaje stabilny.
- **POL:** Polska i USA podpisały kolejną umowę w ramach programu Foreign Military Financing, której celem jest finansowanie zakupu amerykańskiego sprzętu wojskowego. Obecnie pozyskano 4 mld USD kredytów, a łącznie w ramach tego programu pożyczaliśmy ponad 19 mld USD.

Eksport i import Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźnik wolnych miejsc pracy w Polsce

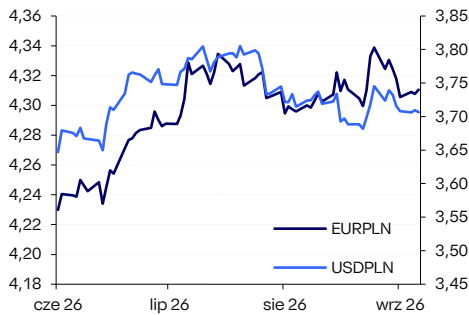


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty osłabił się marginalnie wobec euro i minimalnie umocnił do dolara, kurs EURPLN zwyżkował do 4,3150, a USDPLN obsunął się nieco poniżej 3,71. Na bazowych rynkach FX dolar nie zmienił się istotnie, a kurs EURUSD utrzymał się w okolicy 1,1630.
- Zgodna z szerokim konsensusem decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie nie miała zauważalnego wpływu na notowania złotego, podobnie jak niewnoszący istotnych zmian komunikat po posiedzeniu.** Co ciekawe, presja płynąca z coraz bardziej napiętej sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie i rosnących cen ropy, które w przypadku gatunku Brent przekroczyły psychologiczny poziom 100 USD/b, nie przełożyła się na notowania złotego, choć ciążyła m.in. globalnym rynekom akcji.
- W czwartek uwagę krajowych uczestników rynku przyciągnie konferencja prezesa NBP A.Głapińskiego, natomiast globalnie najważniejszym wydarzeniem będzie decyzja EBC i konferencja prezes Ch.Lagarde. Szeroko oczekiwana podwyżka stóp w strefie euro o 25pb jest już w pełni wyceniona, dlatego większe **znaczenie będzie miał wydzźwięk obu konferencji i jego wpływ na oczekiwania dotyczące przyszłej ścieżki stóp w Polsce i strefie euro.** Zakładamy, że w obu wystąpieniach mogą pojawić się jastrzębie akcenty, podkreślające ryzyka związane z wysokimi cenami surowców energetycznych i ich wpływem na przyszłą inflację. Naszym bazowym scenariuszem jest więc **zbilansowany wpływ tych wystąpień na złotego.** Oczekujemy zatem, że w czwartek główne pary z PLN pozostaną w wąskich przedziałach 4,31–4,32 na EURPLN oraz 3,70–3,72 na USDPLN, z ryzykiem testu górnych ograniczeń w przypadku dalszej istotnej eskalacji na Bliskim Wschodzie i wzrostu premii za ryzyko w wycenach globalnych aktywów.
- Środa nie przyniosła poprawy nastrojów na rynkach FI. Rentowności obligacji skarbowych poszły w górę, o ok. 3-8pb w przypadku papierów z Polski i Niemiec oraz o ok. 3-4pb w USA.
- Rosnące ceny ropy naftowej i towarzyszący im wzrost oczekiwań inflacyjnych w dalszym ciągu globalnie ciężą obligacjom skarbowym.** W środę cena ropy Brent przebiła psychologiczny poziom 100 USD/b, co było skutkiem dalszego zaostrzania sytuacji w Zatoce Perskiej. W takim otoczeniu rynki wyceniały ok. 75pb podwyżek stóp NBP i EBC do połowy 2027 oraz ok. 60pb podwyżek stóp Fed w tym samym okresie. W naszej opinii wyceny te są mocno pesymistyczne, a ich realizacja wymagałaby istotnego rozlania się impulsu inflacyjnego, czego nie zakładamy. Tym samym przynajmniej w krótkim terminie rosną szanse na co najmniej korektę wskazanych wyżej rynkowych wycen, co pociągnęłoby za sobą spadek rentowności obligacji skarbowych. Sygnałów rozpoczęcia takiego ruchu na obecnym etapie jednak nie widać, choć warto wskazać, że rentowności polskich SPW w tenorze 5- i 10-letnim testują dolne partie dość szerokich technicznych stref oporu, które widzimy odpowiednio między 5,60-5,90% oraz 6,15-6,37%.
- W czwartek lokalnie czynnikiem mogącym wpłynąć na trend krajowych SPW będzie konferencja prezesa NBP. Oczekujemy wyważonego przekazu, adekwatnego do globalnego otoczenia, bez gołębich akcentów, które pojawiły się na konferencji w lipcu br.** Globalnie uwaga inwestorów będzie skupiona na cenach ropy oraz przekazie z konferencji prezes EBC, po w pełni wycenionej podwyżce stóp o 25pb na kończącym się dzisiaj wrześniowym posiedzeniu. Nie zakładamy, że Ch.Lagarde wybrzmi zdecydowanie jastrzębio, co może nieco poprawić nastroje na europejskich rynkach bazowych. Jednak bez spadku notowań ropy, popartego sygnałami deeskalacji sytuacji na Bliskim Wschodzie, będzie to raczej lokalna korekta.

Waluty



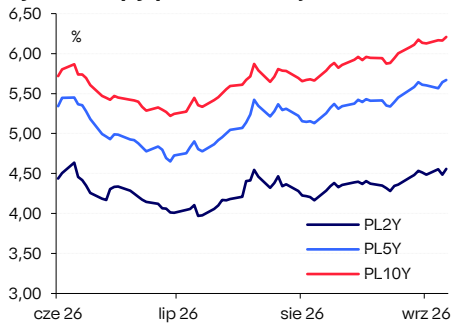
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



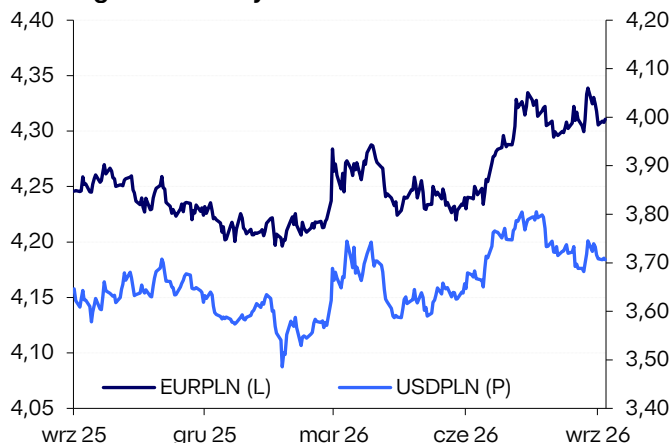
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

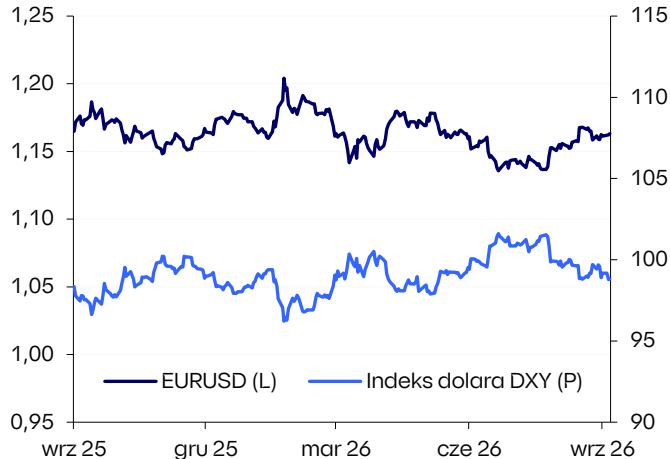
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

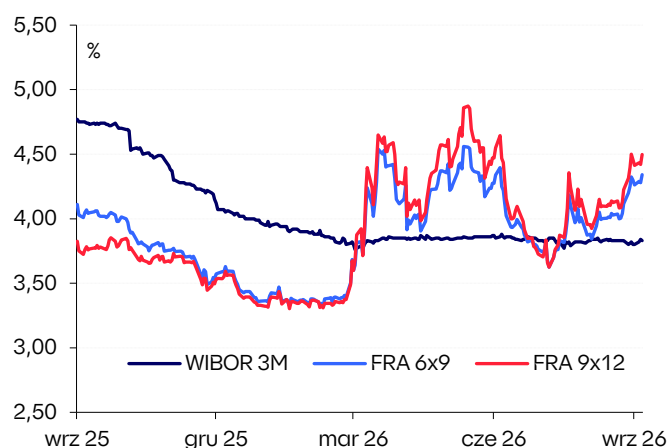
PLN vs główne waluty



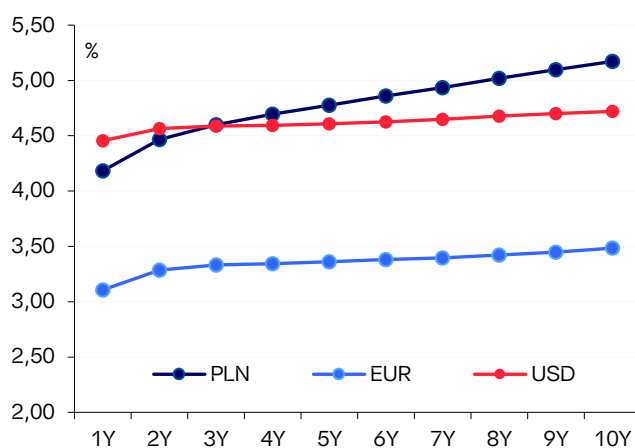
Notowania USD



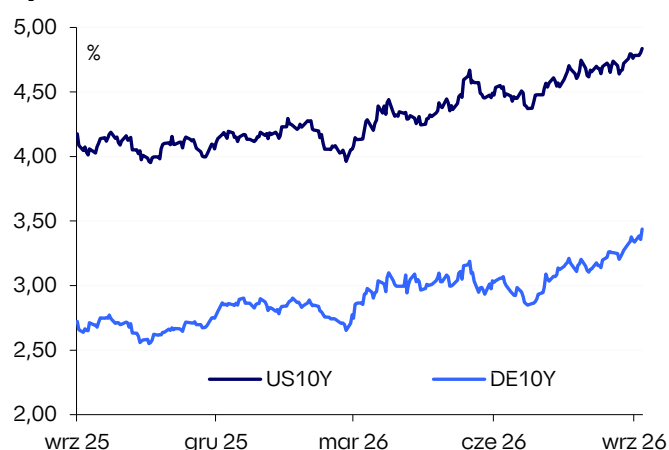
Krótkoterminowe stopy procentowe



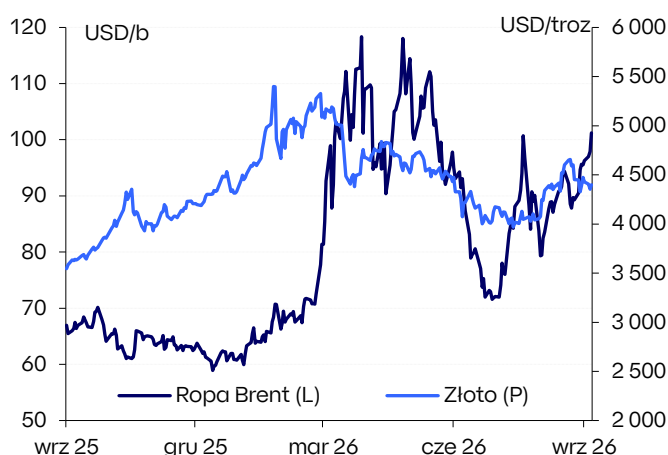
Krzywe IRS



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	-2,948	--	--	-2,822
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	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.