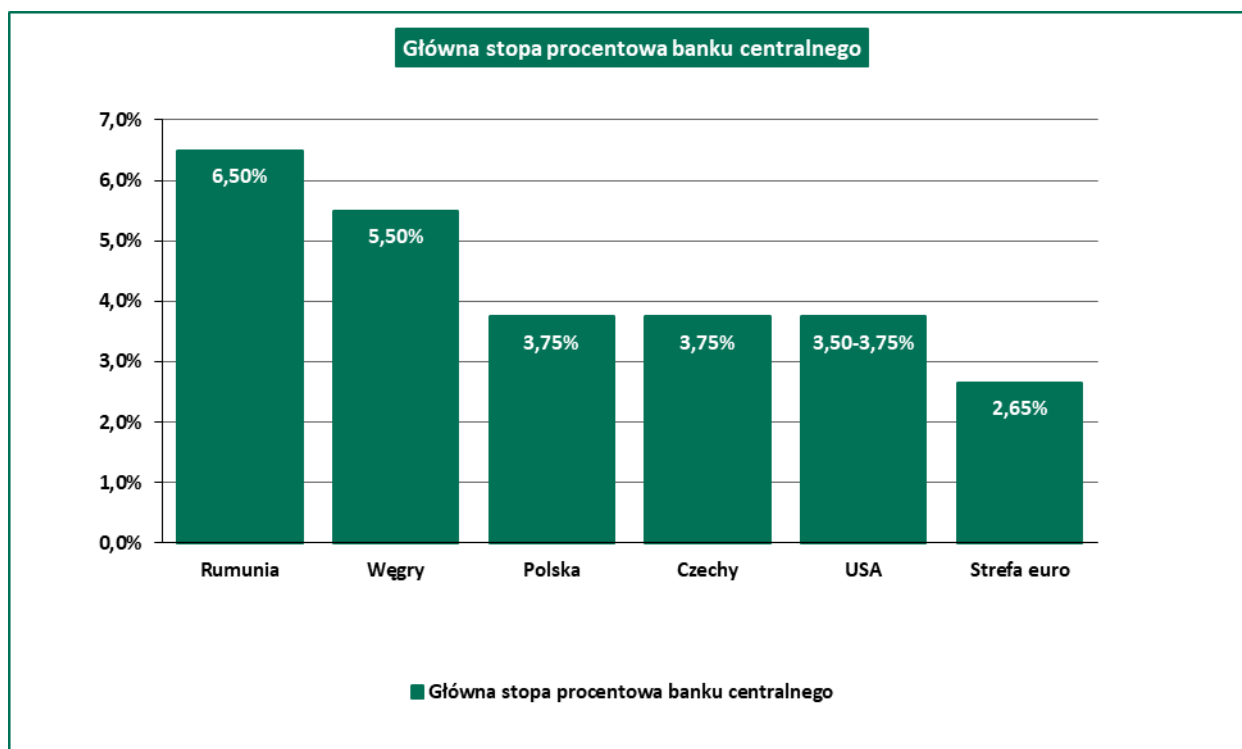


## Dane makroekonomiczne

### Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP



Stopy procentowe NBP pozostały we wrześniu br. bez zmian (3,75%), co było zgodne z rynkowymi oczekiwaniami. Od czasu poprzedniego posiedzenia decyzyjnego minęły dwa miesiące, w trakcie których pojawiły się nowe dane, które wyraźnie oddaliły perspektywę obniżek stóp NBP. W szczególności - według danych GUS - w ślad za rosnącymi cenami paliw, inflacja konsumencka przyspieszyła do najwyższego poziomu od 14 miesięcy (3,4% r/r). Głównym źródłem presji cenowej w Polsce są niekorzystne uwarunkowania zewnętrzne, związane z przedłużającą się wojną z Iranem oraz wynikającymi z niej ograniczeniami w żegludze handlowej wokół Półwyspu Arabskiego. Ponieważ są to czynniki podażowe, na które poziom stóp procentowych nie oddziałuje bezpośrednio, władze monetarne pozostają ostrożne w działaniach i nie zmieniły nastawienia polityki pieniężnej. Oczekiwania w zakresie decyzji RPP podczas kolejnego posiedzenia (w październiku br.) omówiliśmy na str. 3 niniejszego opracowania.

W minionym tygodniu miało miejsce również posiedzenie decyzyjne władz monetarnych w strefie euro. Rada Europejskiego Banku Centralnego podniosła stopy procentowe o 0,25 pp. - w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do 2,65% - uzasadniając swą decyzję zwiększeniem presji inflacyjnej związanej z wojną w Zatoce Perskiej. Wrześniowej decyzji towarzyszyła publikacja długoterminowych prognoz gospodarczych, które w porównaniu do poprzedniej aktualizacji (z czerwca br.) wskazały na podniesienie prognoz średniorocznej inflacji w latach 2027-2028 (odpowiednio do 2,5% i 2,1%, wobec 2,3% i 2,0% w prognozie z czerwca br.). Taka korekta oznacza, że tempo wzrostu cen utrzymać się będzie powyżej celu władz monetarnych (2,0%) przez dłuższy okres niż wcześniej oczekiwano. Prognozy EBC wskazują równocześnie na poprawę aktywności gospodarczej, która będzie podwyższać inflację bazową (tzn. po wyłączeniu cen żywności i energii). W takich uwarunkowaniach, podwyżka stóp przez EBC ma na celu niedopuszczenie do utrwalenia tendencji wzrostowej cen w gospodarce (poprzez ograniczenie ryzyka m.in. wzrostu oczekiwań inflacyjnych, cen dóbr i żądań płacowych).

## Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

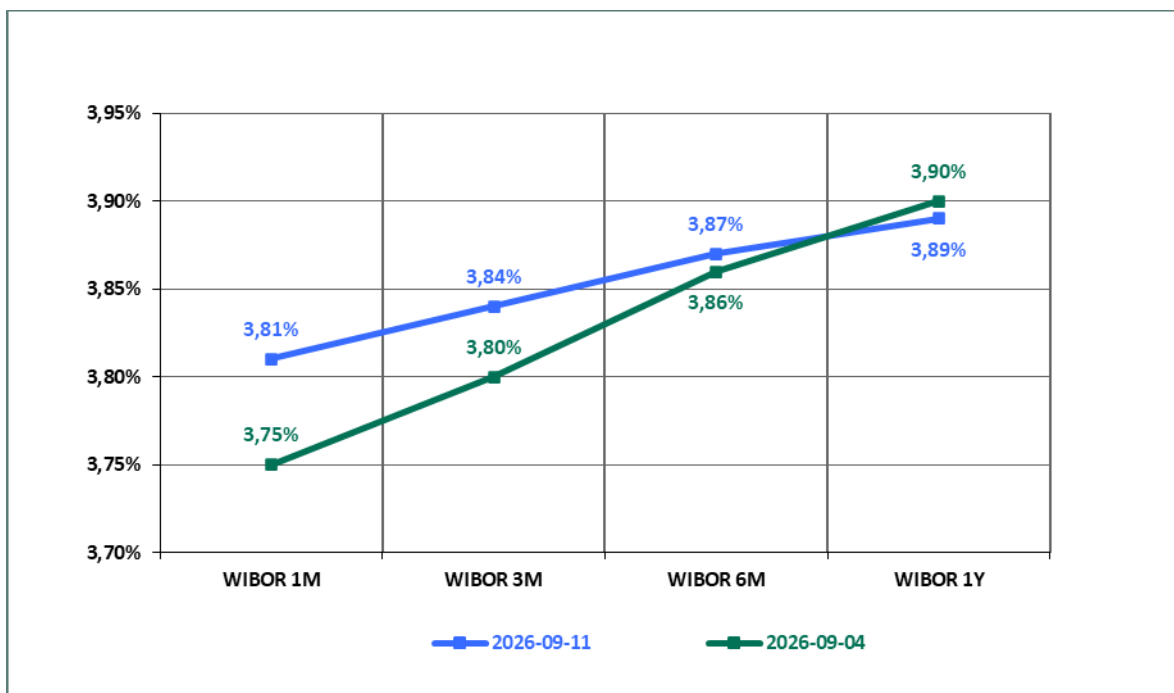
| Wskaźnik                                          | 07 2026 | 07 2026 | 01-07 2026 |
|---------------------------------------------------|---------|---------|------------|
|                                                   | 06 2026 | 07 2025 | 01-07 2025 |
| <b>Produkcja sprzedana przemysłu</b>              |         |         |            |
| Ogółem                                            | -1,8%   | 5,1%    | 3,6%       |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Przetwórstwo przemysłowe                          | -1,7%   | 4,4%    | 2,6%       |
| Górnictwo i wydobywanie                           | -4,9%   | 18,5%   | 18,6%      |
| Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną | -1,4%   | 7,4%    | 10,8%      |
| <b>Produkcja budowlano-montażowa</b>              |         |         |            |
| Ogółem                                            | -7,6%   | -2,4%   | -2,5%      |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Budowa budynków                                   | -3,9%   | -1,8%   | -4,5%      |
| Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej       | -12,4%  | -0,2%   | -1,0%      |
| Roboty budowlane specjalistyczne                  | -3,0%   | -6,4%   | -2,5%      |
| <b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych</b>       |         |         |            |
| Ogółem                                            | 2,2%    | 3,9%    | 3,7%       |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Pojazdy samochodowe, motocykle, części            | 1,7%    | 8,1%    | 3,0%       |
| Paliwa stałe, ciekłe i gazowe                     | -6,8%   | -0,2%   | 8,0%       |
| Żywność, napoje i wyroby tytoniowe                | 4,1%    | 1,5%    | -0,4%      |

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2025-2027 (dane źródłowe: World Economic Outlook, kwiecień 2026 r.)

| Wskaźnik                                  | 2025   | 2026<br>(prognoza) | 2027<br>(prognoza) |
|-------------------------------------------|--------|--------------------|--------------------|
| <b>Polska</b>                             |        |                    |                    |
| PKB, zmiana r./r.                         | 3,6%   | 3,3%               | 2,4%               |
| Inflacja, r./r.                           | 3,6%   | 3,3%               | 3,3%               |
| Deficyt finansów publicznych (jako % PKB) | -7,0%  | -6,7%              | -6,4%              |
| Dług publiczny (jako % PKB)               | 58,8%  | 65,7%              | 69,6%              |
| Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)      | -0,7%  | -1,1%              | -0,9%              |
| <b>Strefa euro</b>                        |        |                    |                    |
| PKB, zmiana r./r.                         | 1,4%   | 1,1%               | 1,2%               |
| Inflacja, r./r.                           | 2,1%   | 2,6%               | 2,2%               |
| Deficyt finansów publicznych (jako % PKB) | -3,0%  | -3,3%              | -3,4%              |
| Dług publiczny (jako % PKB)               | 87,1%  | 87,8%              | 88,4%              |
| Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)      | 1,6%   | 1,3%               | 1,5%               |
| <b>USA</b>                                |        |                    |                    |
| PKB, zmiana r./r.                         | 2,1%   | 2,3%               | 2,1%               |
| Inflacja, r./r.                           | 2,7%   | 3,2%               | 2,1%               |
| Deficyt finansów publicznych (jako % PKB) | -6,8%  | -7,5%              | -7,4%              |
| Dług publiczny (jako % PKB)               | 123,9% | 125,8%             | 128,6%             |
| Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)      | -3,6%  | -3,7%              | -3,6%              |

## Rynki finansowe

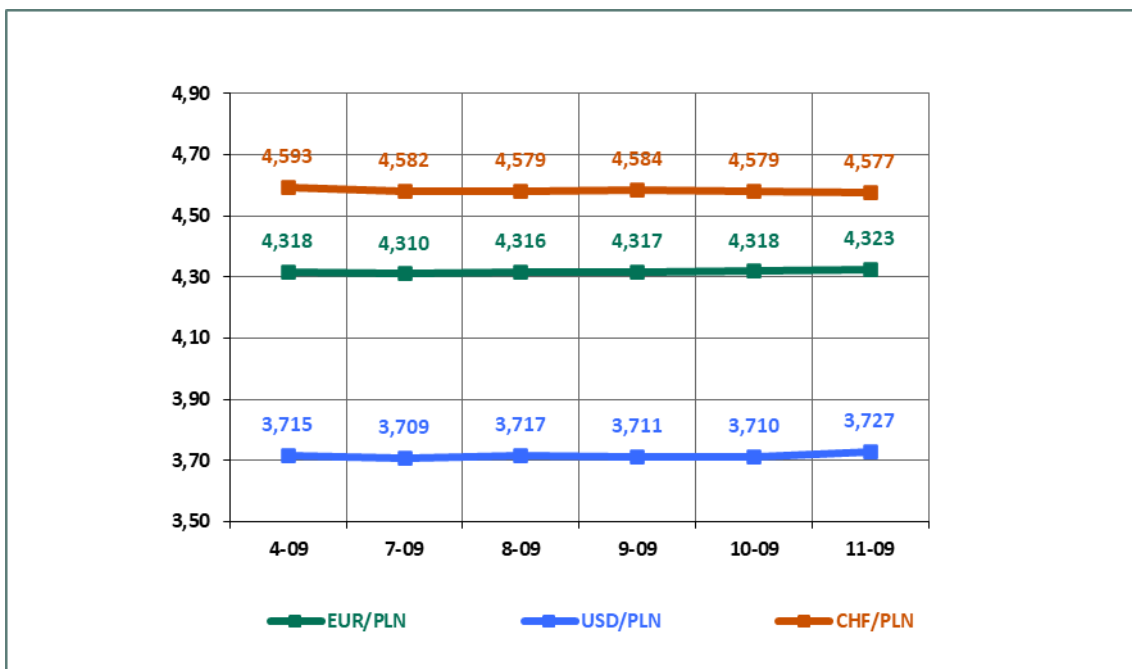
### Rynek stóp procentowych



Oczekujemy, że podobnie jak miało to miejsce we wrześniu (szczegóły na str. 1), również na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniach 6-7 października br. stopy procentowe zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie (3,75%), co będzie sprzyjać niewielkim zmianom rynkowych stawek (wykres obok). Przewidywania te wynikają z oceny, iż do ewentualnej dyskusji o podwyżce stóp NBP potrzebne byłyby sygnały wskazujące na szerszą presję cenową, czyli nie wynikającą wyłącznie ze wzrostu cen surowców energetycznych na świecie. Tymczasem, zarówno [raportowane przez GUS](#) osłabienie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, jak i umiarkowane tempo wzrostu płac (w tym proponowany przez rząd 3% wzrost [minimalnego wynagrodzenia](#) za pracę w 2027 r.) będą ograniczały potencjał do przenoszenia się wysokich cen paliw na ceny pozostałych towarów i usług.

#### Rynkowe stopy procentowe (4-11.09.2026 r.)

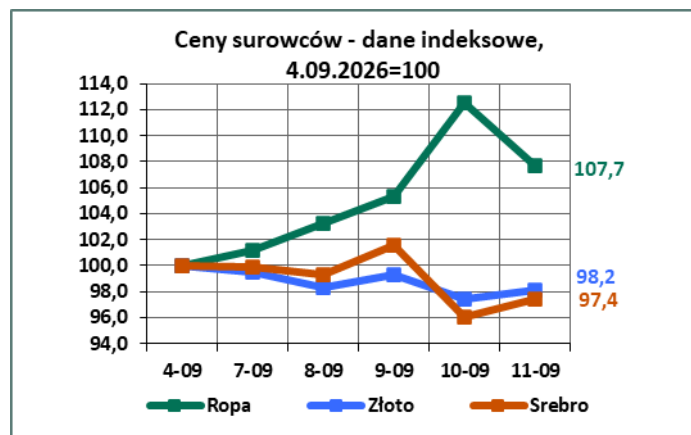
| STAWKA      | 2026-09-11 | 2026-09-10 | 2026-09-04 |
|-------------|------------|------------|------------|
| WIBOR 1M    | 3,81%      | 3,79%      | 3,75%      |
| WIBOR 3M    | 3,84%      | 3,83%      | 3,80%      |
| WIBOR 6M    | 3,87%      | 3,86%      | 3,86%      |
| WIBOR 1Y    | 3,89%      | 3,88%      | 3,90%      |
| POLONIA     | 3,50%      | 3,47%      | 3,53%      |
| POLSTR O/N  | 3,62%      | 3,46%      | 3,50%      |
| €STR (EUR)  | 2,19%      | 2,19%      | 2,19%      |
| SOFR (USD)  | 3,62%      | 3,62%      | 3,65%      |
| SONIA (GBP) | -          | 3,73%      | 3,73%      |
| SARON (CHF) | -          | -0,04%     | -0,04%     |



W tym tygodniu - oprócz dalszego przebiegu wojny na Bliskim Wschodzie - najważniejszym wydarzeniem na głównych rynkach mającym wpływ na rynki finansowe będzie środowa (16.09 br.) publikacja komunikatu po [posiedzeniu decyzyjnym władz monetarnych w USA](#). Oczekiwania rynkowe (rynek terminowy) wskazują na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu br. Bezpośrednią presję na władze monetarne, by podnosić stopy procentowe zwiększa [przyspieszenie wskaźnika inflacji](#) w sierpniu br. (do 3,4% r/r, wobec 3,3% r/r w lipcu br.) oraz [poprawa koniunktury](#) na rynku pracy (zatrudnienie w sierpniu br. wzrosło o 162 tys. osób, wobec wzrostu o 21 tys. w lipcu br.). Dodatkowo, oczekiwania części uczestników rynku finansowego na bardziej restrykcyjny (tj. związany z podwyżką stóp procentowych) komunikat władz monetarnych potęguje niepewność związana z utrzymywaniem się cen surowców energetycznych na podwyższonym poziomie oraz jej wpływ na dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach. Ewentualny dalszy brak działań obniżających inflację ze strony władz monetarnych może być interpretowany jako nieformalne przyzwolenie na pozostawanie inflacji ponad celem na poziomie 2% w skali rocznej. To z kolei zwiększyłoby ryzyko utraty zaufania do polityki monetarnej w USA oraz do osłabienia dolara na rynku walutowym.

#### Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 2004-2023<br>(średnia) | 2024 (średnia) | 2025 r. (średnia) | 2026-09-04 | 2026-09-11 | ZMIANA |
|------------------|------------------------|----------------|-------------------|------------|------------|--------|
| USD/PLN          | 3,45                   | 3,98           | 3,76              | 3,7145     | 3,7267     | 0,3%   |
| EUR/PLN          | 4,20                   | 4,31           | 4,24              | 4,3179     | 4,3228     | 0,1%   |
| CHF/PLN          | 3,48                   | 4,52           | 4,53              | 4,5925     | 4,5768     | -0,3%  |



Kierunek zmian na rynku surowców nadal wyznacza geopolityka, w tym wojna w Zatoce Perskiej. W tym kontekście, kolejne epizody walk w regionie, jakie [miały miejsce w ubiegłym tygodniu](#) sprzyjały ponownemu wzrostowi cen ropy na światowych rynkach (Brent w ujęciu tygodniowym zyskał 7,7% - wykres obok).

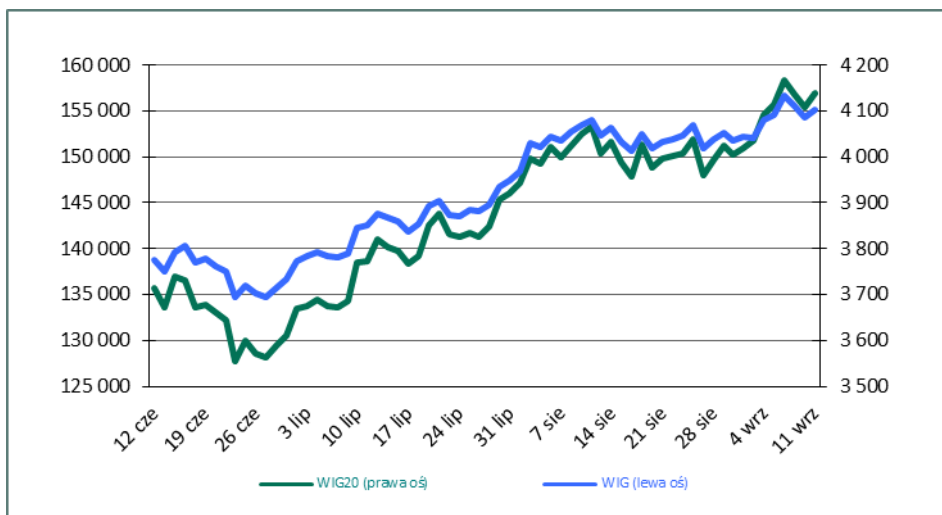
Tymczasem, amerykańska agencja ds. energii (ang. EIA) [opublikowała](#) w minioną środę cykliczne prognozy, które zakładają, iż średnia cena ropy Brent w 2026 r. wyniesie 91 dolarów za baryłkę (wzrost o 22 USD wobec średniej w 2025 r.), zaś w 2027 r. 74 dolary za baryłkę. Prognozowane przez ekspertów EIA wahania cen (wzrost o 32% w 2026 r. i spadek o 19% w 2027 r.) cen ropy odzwierciedlają niepewność odnośnie kształtowania się dynamiki wskaźników inflacji w najbliższych kwartałach. W tym kontekście, prognozowana ścieżka zmian cen surowców na najbliższe miesiące jest argumentem przemawiającym za pozostawieniem stóp procentowych NBP w najbliższych miesiącach bez zmian. Prognoza EIA koresponduje również z naszą długoterminową oceną, zgodnie z którą potencjał trwałego wzrostu cen ropy naftowej pozostaje ograniczony ze względu na kluczową rolę Stanów Zjednoczonych w geopolityce. Scenariusz długotrwałej wyżki cen surowców mógłby negatywnie wpłynąć na koniunkturę gospodarczą w USA, zwiększając ryzyko recesji oraz obniżając szanse partii republikańskiej na utrzymanie władzy przed listopadowymi [wyborami parlamentarnymi w Stanach Zjednoczonych](#).

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

| Data  | Cena ropy (USD/bbl) | Cena złota (USD/oz.) | Cena srebra (USD/oz.) |
|-------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| 4-09  | 94,29               | 4 430,16             | 66,22                 |
| 7-09  | 95,42               | 4 406,31             | 66,17                 |
| 8-09  | 97,36               | 4 355,55             | 65,75                 |
| 9-09  | 99,34               | 4 401,34             | 67,28                 |
| 10-09 | 106,06              | 4 316,82             | 63,58                 |
| 11-09 | 101,53              | 4 348,84             | 64,49                 |

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

| Data  | Pszenica konsumpcyjna (zł, t) | Filety z piersi kurczaka (zł/kg) | Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg) | Ziemniaki (zł/kg) | Jaja M (zł/100 szt.) |
|-------|-------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------------------|----------------------|
| 20-07 | 830,33                        | 21,98                            | 4,88                            | 1,07              | 53,80                |
| 27-07 | 838,74                        | 21,03                            | 5,24                            | 1,09              | 53,02                |
| 3-08  | 845,03                        | 20,30                            | 5,63                            | 1,01              | 51,34                |
| 10-08 | 854,74                        | 19,99                            | 5,71                            | 1,01              | 52,95                |
| 17-08 | 862,66                        | 19,56                            | 5,66                            | 1,00              | 51,57                |
| 24-08 | 859,12                        | 19,53                            | 5,64                            | 1,28              | 52,25                |
| 31-08 | 897,99                        | 19,11                            | 5,51                            | 1,32              | 51,81                |



Utrzymywanie przez władze monetarne w USA relatywnie niskich stóp procentowych na tle podwyższonego tempa wzrostu cen pomaga utrzymywać się indeksom akcyjnym na wysokim poziomie. Najbliższe posiedzenie komitetu decyzyjnego Rezerwy Federalnej, którego komunikat mógłby zmienić rynkowe nastroje na globalnych rynkach akcji zaplanowano w dniach 15-16 września 2026 r.

## Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (14-18.09.2026 r.)

| Data        | Kraj   | Wskaźnik makro                           | Okres | Ost.       |
|-------------|--------|------------------------------------------|-------|------------|
| 15 września | Polska | Inflacja konsumencka (finalne dane), r/r | VIII  | 3,0%*      |
| 16 września | USA    | Decyzja w sprawie stóp procentowych      | IX    | 3,50-3,75% |

\* według wstępnych danych GUS, wskaźnik inflacji konsumenckiej w sierpniu br. wyniósł 3,4% r/r



**Daniel Piekarek**

Główny Ekonomista

kom. +48 573 337 834

e-mail: [daniel.piekarek@bankbps.pl](mailto:daniel.piekarek@bankbps.pl)



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.