



BIULETYN RYNKOWY

Wrzesień 2026

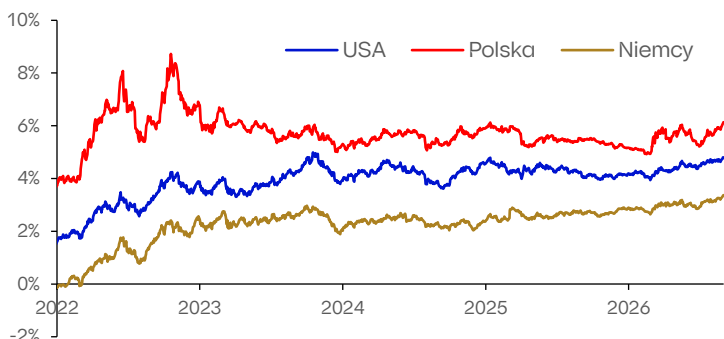
TEMAT MIESIĄCA

Korekta na obligacjach trwa

- **Obligacje nie mają dobrej passy.** Od wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie rentowności poszły mocno do góry. Dla obligacji 10-letnich przekroczyły ostatnio 6,1% w Polsce, 4,8% w USA i 3,3% w Niemczech. To poziomy najwyższe od 2023 roku, a w przypadku zachodnich sąsiadów od 2011 roku.
- **Inwestorzy żądają wyższych premii za ryzyko.** Wyższe rentowności rekompensują im ryzyko inflacyjne oraz rosnącego zadłużenia rządów. Do emisji obligacji skarbowych dochodzi jeszcze wysoki wolumen emisji obligacji korporacyjnych, np. ze strony spółek technologicznych, co dodatkowo podbija podaż obligacji (i podnosi rentowności).
- **Departament Skarbu USA reaguje.** Jego sekretarz, Scott Bessent zapowiedział skup obligacji długoterminowych. Chce go sfinansować papierami krótkoterminowymi i w ten sposób obniżyć koszty finansowania amerykańskiego długu. W reakcji na tę informację rentowności spadły, ale tylko na chwilę. Silną reakcję widzieliśmy natomiast na złocie, które wzrosło do poziomu niemalże 4700\$ za uncję, aby w kolejnym tygodniu potanieć do około 4400\$.
- **Fed ma inne cele.** Zadaniem Rezerwy Federalnej jest kontrolowanie rynku pracy i poziomu inflacji. Ta druga pozostaje uporczywie za wysoka, co zmusza Fed do rozważania podwyżek stóp procentowych. Determinację do realizacji celu potwierdził Kevin Warsh podczas ostatniego przemówienia w Jackson Hole.

WYKRES MIESIĄCA

Rentowności obligacji 10-letnich



Źródło: Bloomberg

Rentowności obligacji wzrosły do poziomów najwyższych od lat. W Polsce i Ameryce od kilku, w Europie Zachodniej od kilkunastu. Po latach ultra luźnej polityki pieniężnej z lat 2011-2022, wracamy do normalności, w której obligacje długoterminowe oferują wysoką realną stopę zwrotu. Obecnie w Polsce znacznie powyżej 3% (realnie, czyli z uwzględnieniem inflacji).

LICZBY MIESIĄCA

66%

Prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu Fed.

667 \$

O tyle wzrosła cena złota przez 3 tygodnie. Od dolców z początku miesiąca do górki w okolicy 4700\$. Gdy pojawiają się interwencje walutowe i perspektywa skupu obligacji, kruszec znów zyskuje miano bezpiecznej przystani.

2,62%

O tyle w sierpniu wzrósł indeks S&P500. Rynki akcji znacznie lepiej znoszą panujące napięcia geopolityczne, także za sprawą świetnych wyników spółek.

118,5%

W takim tempie rosły zyski gigantów IT z listy „Magnificent 7” w drugim kwartale (rok do roku). To najwyższe tempo od 2020 roku, kiedy Tesla dołączyła do indeksu S&P500.

3,6%

Realna rentowność polskich obligacji 10-letnich (czyli po odjęciu inflacji). Zakładając powrót inflacji do celu RPP na poziomie 2,5%. Nawet przy obecnej inflacji realna rentowność wydaje się atrakcyjna.

WARTO OBSERWOWAĆ

- Postępy rozmów pokojowych między USA, a Iranem
- Odczyty inflacji w Europie i USA, najbliższe posiedzenie FED, działania Departamentu Skarbu USA dotyczące skupu obligacji czy interwencji walutowych
- Decyzja agencji Moody's dotycząca ratingu Polski (wrzesień)

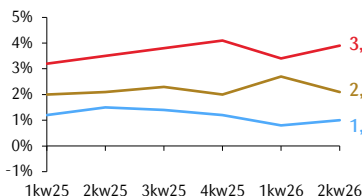


Bank Polski

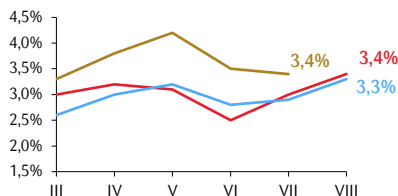
WSKAŹNIKI MAKRO

Polska ■ USA ■ Strefa Euro ■

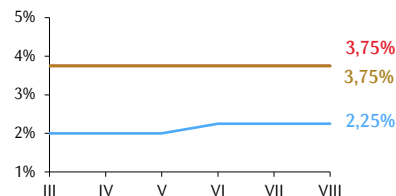
Wzrost PKB (r/r)



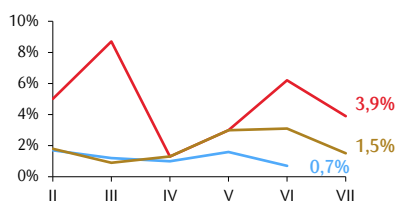
Inflacja (r/r)



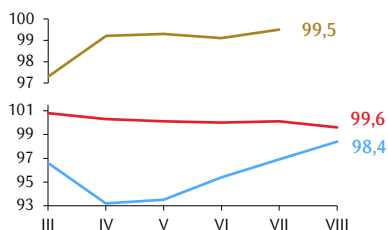
Główna stopa procentowa



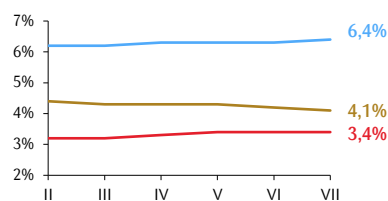
Sprzedaż detaliczna (r/r)



Wskaźniki wyprzedzające



Stopa bezrobocia

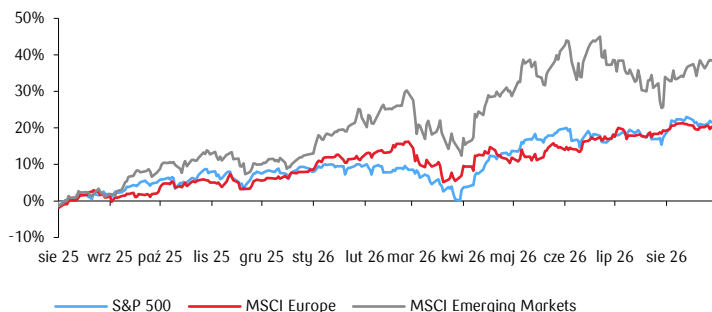
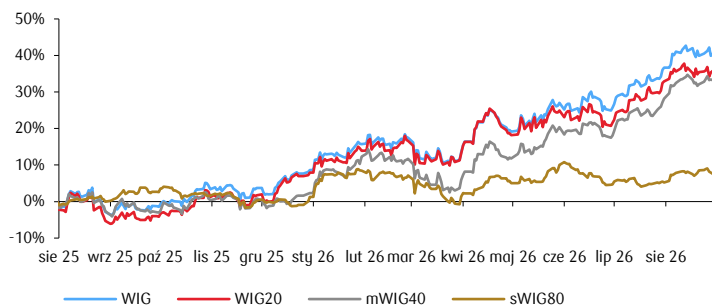


Źródło: GUS, Bloomberg, PKO BP

ESI dla PL i EZ, Conference Board LEI dla USA

Inflacja pozostaje wysoka, głównie za sprawą wzrostu cen energii. W strefie euro poziom 3,3% jest najwyższym odczytem od niemal 3 lat. Kontynuacja konfliktu na Bliskim Wschodzie podbija ceny ropy i powoduje, że we wrześniu możemy zobaczyć wzrost stóp procentowych w USA. Wyższe ceny wpływają też na konsumenta, co widać po słabszych dynamikach sprzedaży detalicznej w lipcu.

RYNKI AKCJI

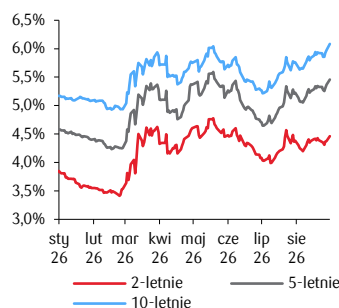


Źródło: Bloomberg, dane na 31.08.2026

W sierpniu globalne indeksy akcji wyraźnie zyskały na wartości. W ślad za nimi podążał również WIG, który wzrósł o ponad 3%. Apetyt na ryzykowne aktywa utrzymał się mimo eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz wzrostu rentowności obligacji, podnoszącego globalny koszt finansowania. Dla inwestorów istotniejsze okazały się jednak solidne fundamenty polskiej gospodarki oraz bardzo dobre wyniki finansowe za II kwartał publikowane przez spółki w Europie i Stanach Zjednoczonych.

RYNKI OBLIGACJI

Rentowności polskich obligacji skarbowych (na dzień 31.08.2026)



Źródło: Bloomberg

W sierpniu rentowności polskich obligacji skarbowych silnie wzrosły, 10-letnie przekroczyły psychologiczny poziom 6%. Pogorszenie nastrojów na krajowym rynku długu było konsekwencją utrzymujących się wysokich cen surowców energetycznych oraz rosnących oczekiwań inflacyjnych. Inwestorzy obawiali się również wysokiej podaży papierów na rynku pierwotnym w związku z publikacją projektu budżetu na 2027 r. Dodatkowo negatywnie na wyceny wpływały spekulacje dotyczące możliwych podwyżek stóp procentowych w strefie euro i USA.



Bank Polski

OCENA PERSPEKTYWY RYNKÓW AKCJI*

Prognoza półroczna*



Polska



Atrakcyjna wycena w stosunku do rynków globalnych, solidny wzrost gospodarczy na tle innych krajów europejskich



Po blisko 4-letnich wzrostach wyceny wróciły do historycznych średnich, obawy o wysoki deficyt budżetowy i zwiększenie podatków na spółki z GPW

Rynki rozwinięte



Utrzymujące się solidne wyniki spółek, największe od lat plany stymulacji fiskalnej w Europie



Ryzyko podwyżek stóp procentowych, niepewność geopolityczna, wysoka zmienność spółek technologicznych

Rynki wschodzące



Niskie wyceny wskaźnikowe spółek, rosnąca rola chińskiej technologii i rozwoju AI



Umocnienie dolara po jastrzębim wystąpieniu Fed, brak wyraźnych efektów stymulacji w Chinach, silne wahania kursów spółek technologicznych

USA
EU

OCENA PERSPEKTYW RYNKÓW OBLIGACJI*

PERSPEKTYWY WALUT



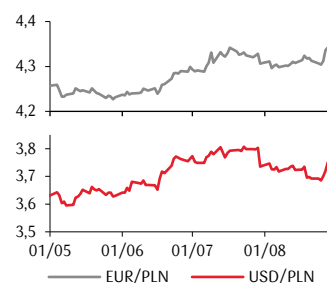
Polska



Wysokie rentowności w relacji do inflacji, wysoka płynność systemu finansowego i solidny popyt na papiery dłużne. Perspektywa spadku inflacji w przyszłym roku



Wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na inflację, podwyższona podaż obligacji skarbowych ze względu na wzrost wydatków budżetowych, perspektywa wzrostu zadłużenia publicznego w kolejnych latach i ryzyko rewizji ratingów



Źródło: Bloomberg

Notowania złotego w ostatnim miesiącu pozostały względnie stabilne. Kurs euro wzrósł o 2 grosze, a dolara utrzymał się w pobliżu 3,73. Negatywnie na polską walutę oddziaływały przede wszystkim wzrost ryzyka geopolitycznego, rosnące ceny surowców oraz spekulacje dotyczące możliwych podwyżek stóp procentowych przez główne banki centralne. Skalę deprecjacji złotego ograniczały natomiast oczekiwania na podwyżki stóp NBP oraz relatywnie silne fundamenty polskiej gospodarki.

* Prognoza półroczna Komitetu Inwestycyjnego Banku na okres IX 2026 – II 2027

OPRACOWANIE

Biuro Strategii Rynkowych



Dr Mirosław Budzicki
Strateg Rynku Stopy
Procentowej
miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Departament Rozwoju Produktów Inwestycyjnych



Łukasz Mickiewicz, CFA, DI
Menedżer ds. komunikacji
inwestycyjnej
lukasz.mickiewicz@pkobp.pl
k: 696 407 596

Centrum Bankowości Prywatnej



Eliza Krzyżńska, MPW
Dyrektor ds. relacji z klientami
bankowości prywatnej
eliza.krzyzinska@pkobp.pl

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

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 z instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Nie powinny też stanowić wyłącznej przesłanki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Zawieranie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, może się wiązać z konsekwencjami podatkowymi. W celu uzyskania szczegółowych informacji w zakresie opodatkowania dochodów z inwestycji w poszczególne instrumenty finansowe, Klient powinien zasięgnąć porady profesjonalnego doradcy podatkowego, radcy prawnego lub innej osoby, uprawnionej do udzielania porad w przedmiotowym zakresie.

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, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.