

KOMENTARZ TYGODNIOWY

22 września 2025

Fed obniżył stopy, wyważony przekaz ws. kolejnych decyzji. Obniżka perspektywy ratingu Polski przez Moody's bez wpływu na krajowe aktywa.

- Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było [posiedzenie FOMC](#). Zgodnie z oczekiwaniami, komitet obniżył stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,00% – 4,25%. Komunikat oraz prognozy członków komitetu dot. ścieżki stóp procentowych (niższa mediana tych prognoz o 25 pkt. baz. w I. 2025 – 2026) wskazały na złagodzenie przekazu Fed, które z kolei osłabiła późniejsza konferencja prezesa Powella. Prezes Fed ocenił wrześniową obniżkę stóp jako element „zarządzania ryzykiem” sytuacji gospodarczej. Powiedział, że głębsza obniżka stóp nie była poważnie rozważana, generalnie nie powiedział nic, co „zapowiadałoby” obniżkę stóp na kolejnym październikowym posiedzeniu.
- Biorąc pod uwagę dotychczasową skalę pogorszenia sytuacji na rynku pracy w USA, nasze założenia spowolnienia aktywności w II poł. roku oraz umiarkowanego wzrostu inflacji z tytułu wzrostu cen podtrzymujemy prognozę dalszych stopniowych obniżek stóp Fed na kolejnych posiedzeniach FOMC.
- Choć oczekiwania rynkowe dot. ścieżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach zmieniły się minimalnie (wzrost prognozowanej stopy Fed o kilka pkt. baz.), to sytuacja rynkowa wskazuje na generalnie mniej łagodny odbiór komunikacji Fed przez inwestorów.
- W efekcie w skali tygodnia rentowności obligacji skarbowych USA lekko wzrosły (o 7 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej), a kurs dolara lekko wzmocnił się w relacji do koszyka walut. W relacji do euro kurs obniżył się minimalnie poniżej 1,175 USD/EUR. Te tendencje były wspierane przez publikacje danych makroekonomicznych z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa w sierpniu) – mocniejszych wobec prognoz rynkowych.
- Pozytywne nastroje przeważały natomiast na rynkach akcji, gdzie publikacje lepszych danych gospodarczych osłabiały obawy dot. spowolnienia gospodarczego na rynkach rozwiniętych. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o 1%, w tym w USA o 1,3% a w strefie euro o 0,6%.
- Na krajowym rynku akcji nie udzielił się optymizm globalny, indeks WIG stracił na wartości 1%. Na krajowym rynku stopy procentowej i rynku walutowym sytuacja była już bardziej zgodna z tendencjami globalnymi, przy lekkim wzroście rentowności (4-5 pkt. baz. w zależności od tenoru), minimalnym wzroście stawek IRS oraz minimalnym spadku krótszych stawek FRA i stabilnych notowaniach złotego (w okolicy 4,26 PLN/EUR).
- Tak jak po obniżeniu perspektywy ratingu przez agencję Fitch trudno było wskazywać na wyraźną reakcję rynkową, tak i po piątkowej decyzji agencji Moody's (stabilna ocena ratingowa A2/P-1 ale obniżenie perspektywy ratingu do negatywnej), dziś rano nie widać pogorszenia nastrojów rynkowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

Rentowności obligacji na dłuższym końcu wzrosły o kolejne 2 pkt. baz, a kurs złotego praktycznie nie zareagował.

- Agencja Moody's swoją decyzję o obniżeniu perspektywy ratingu uzasadniła pogorszeniem sytuacji fiskalnej i oddalającą się w czasie perspektywą konsolidacji fiskalnej. Wskazano także na mniej stabilną sytuację geopolityczną w regionie.
- Na krajowe aktywa nie wpłynęły także publikacje miesięcznych danych ze sfery realnej za sierpień. Dane z [rynku pracy](#) wskazały na stabilne tendencje w zakresie zatrudnienia, niemniej na ryzyko lekko szybszego spadku dynamiki wynagrodzeń w warunkach dotychczasowego obniżenia popytu na pracę oraz niższej dynamiki wzrostu płacy minimalnej. Sytuacja na rynku pracy, przy niższej inflacji wspierającej siłę realną dochodów gospodarstw domowych, pozwala utrzymać stabilne wyniki [sprzedaży detalicznej](#). Sierpniowa [produkcja przemysłowa](#) wpisała się w dotychczasowy trend minimalnego wzrostu (w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości), przy niższych wzrostach produkcji w działach o wysokim udziale produkcji na eksport. Silnie negatywnie zaskoczył głęboki [spadek produkcji budowlanej](#), niemniej zakładamy, że było to efektem zmienności danych z powodu etapowania dużych projektów infrastrukturalnych, niż zatrzymanie dotychczasowego trendu poprawy. Takie wnioski wspierają dane dot. wykorzystania środków UE na cele inwestycyjne, nastroje inwestycyjne największych firm publicznych (głównych beneficjentów tego finansowania) oraz utrzymujące się od kilku miesięcy stabilne wzrosty produkcji przemysłowej w działach silnie powiązanych z budownictwem. Szacujemy, że w III kw. dynamika wzrostu PKB utrzyma się na poziomie lekko powyżej 3,0%.
- W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną jeszcze dane dot. sierpniowego bezrobocia, na które jednak od czerwca silniej wpływają czynniki regulacyjne niż cykliczne.
- Na rynku globalnym opublikowane zostaną wstępne wrześniowe indeksy PMI dla rynków rozwiniętych weryfikujące dotychczasowy obraz większej odporności gospodarek na wpływ podwyższenia ceł importowych w USA. Ponadto opublikowane zostaną także wrześniowe dane dot. wydatków konsumentów w USA oraz inflacji PCE. Najprawdopodobniej jednak inwestorzy będą już w większym stopniu oczekiwać na publikację danych z rynku pracy w USA w kolejnym tygodniu, które będą kluczową informacją dla prognozy decyzji FOMC podczas posiedzenia w październiku.

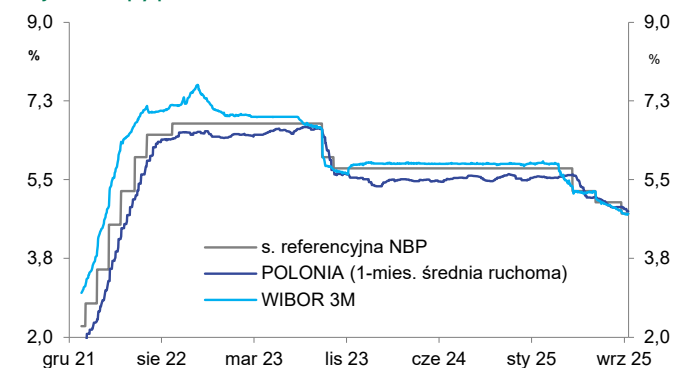
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 22 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	sie	10,8% r/r	11,0% r/r	11,8% r/r
wtorek 23 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	49,8 pkt.	50,0 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	49,3 pkt.	49,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	wrz	50,7 pkt.	50,7 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	wrz	50,5 pkt.	50,6 pkt.	-
10:00	PL	Stopa bezrobocia	sie	5,4%	5,5%	5,5%
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	wrz	6,50%	6,50%	-
18:35	US	Wystąpienie publiczne prezesa Fed J. Powella na prezent. Economic Outlook	wrz	-	-	-
środa 24 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	wrz	89,0 pkt.	89,4 pkt.	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	wrz	3,50%	3,50%	-
czwartek 25 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych	wrz	0,00%	0,00%	-
14:30	US	Dynamika PKB (II rew.)	II kw.	3,3%kw/kw (I rew.)	3,3% kw/kw	-
piątek 26 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Wskaźnik inflacji PCE	lip	2,6% m/m	2,6% m/m	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lip	2,9% m/m	2,9% m/m	-
16:00	US	Dochody gospodarstw domowych	lip	0,4% r/r	0,3% r/r	-
16:00	US	Wydatki gospodarstw domowych	lip	0,5% r/r	0,5% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu, *prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI

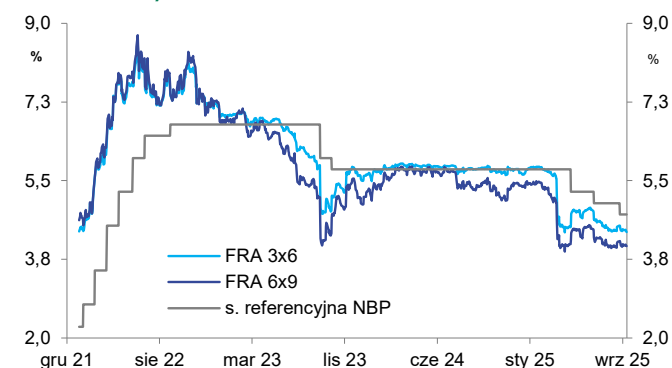
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



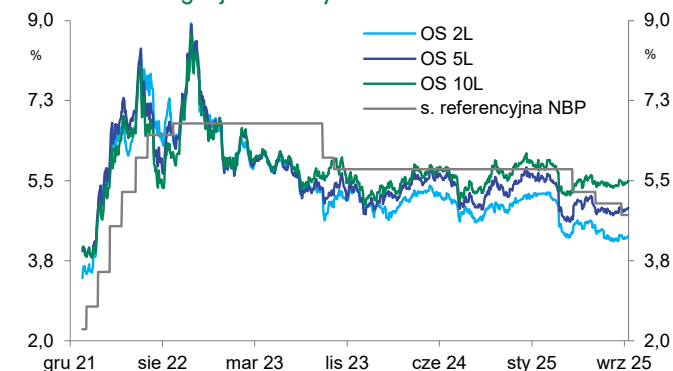
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



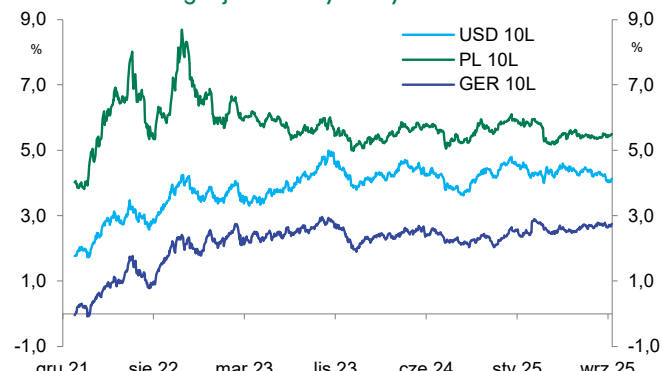
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



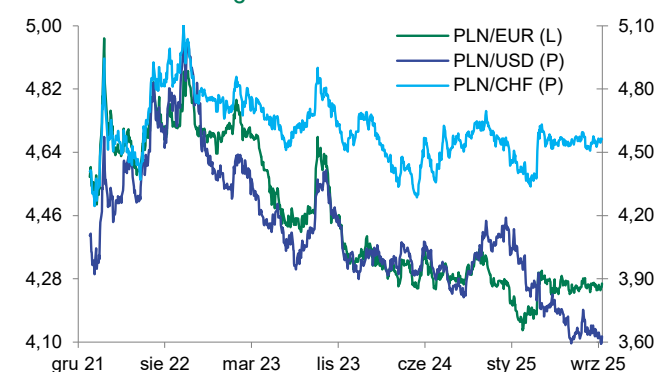
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



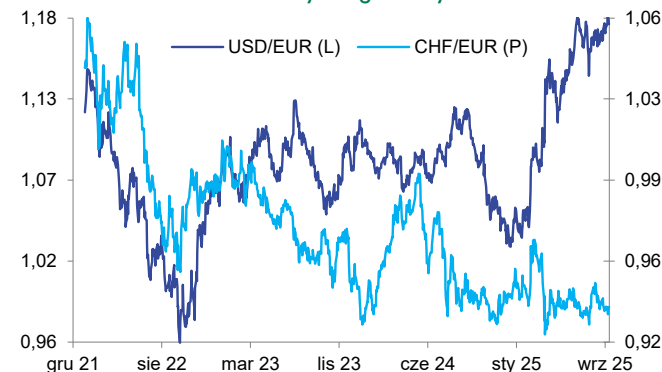
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



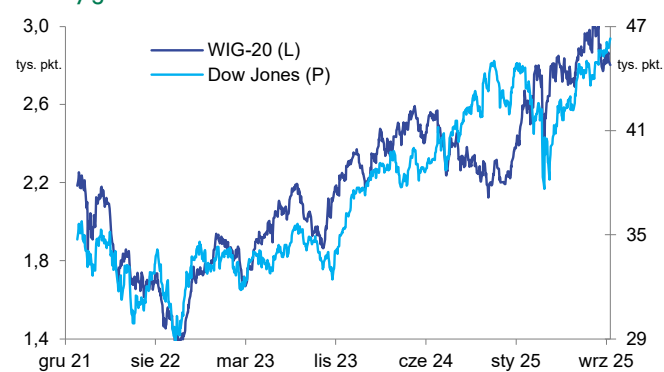
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



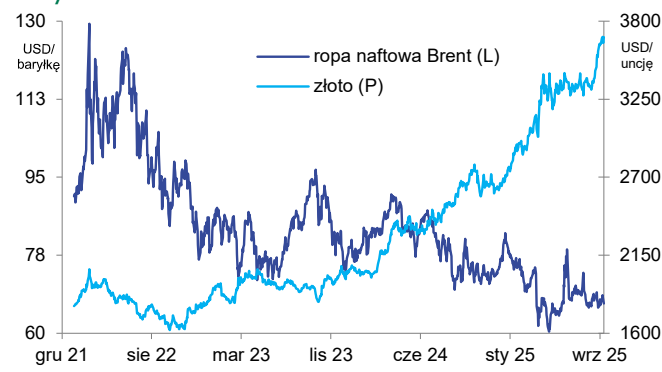
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

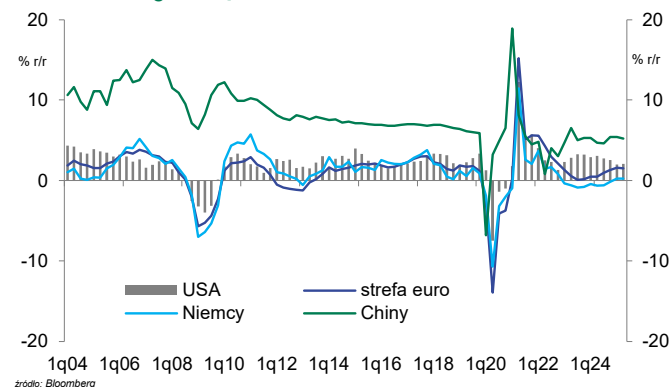
Ceny surowców



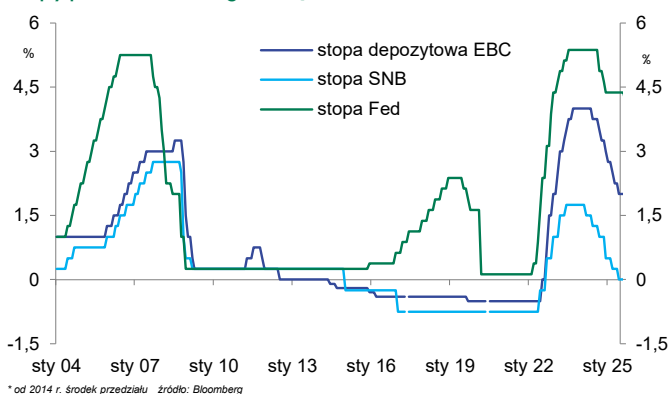
źródło: Bloomberg

Sfera realna

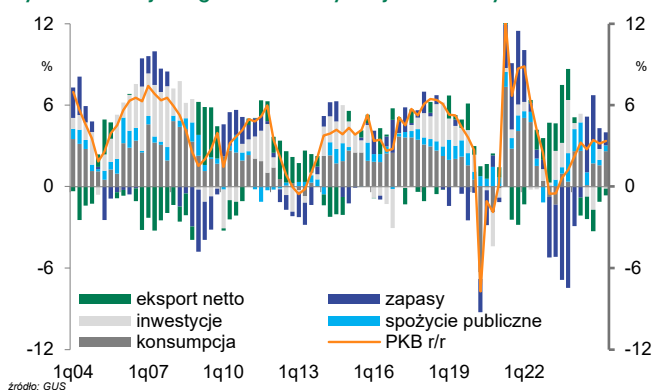
Wzrost PKB za granicą



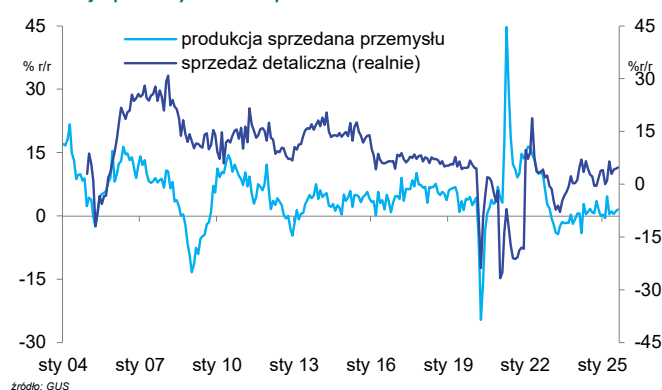
Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



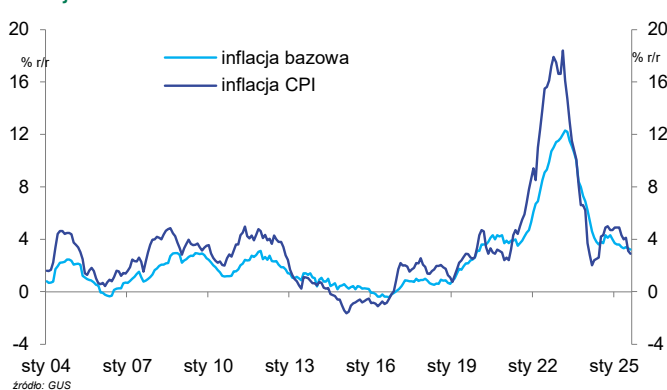
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



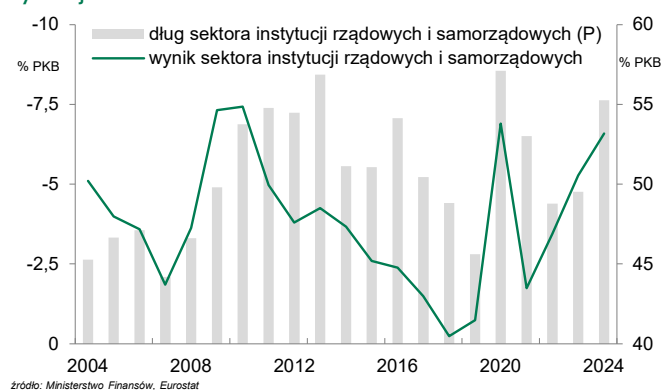
Rynek pracy



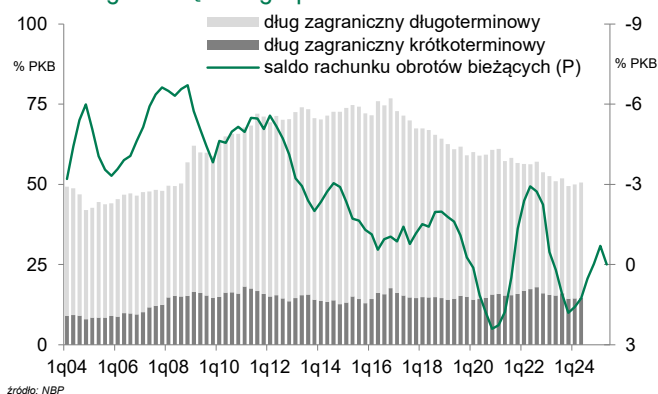
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2025	12.09.2025	19.09.2025	31.10.2025	30.11.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,00	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,50	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	4,82	4,73	4,74	4,65	4,50	4,50
FRA 3x6	%	4,49	4,40	4,36	-	-	-
FRA 6x9	%	4,14	4,07	4,04	-	-	-
FRA 9x12	%	3,83	3,79	3,80	-	-	-
IRS 2L	%	4,16	4,10	4,11	-	-	-
IRS 5L	%	4,19	4,13	4,17	-	-	-
IRS 10L	%	4,57	4,49	4,53	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,25	4,29	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,92	4,86	4,91	4,80	4,75	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,52	5,44	5,49	5,40	5,35	5,30
PLN/EUR	PLN	4,27	4,26	4,27	4,27	4,29	4,30
PLN/USD	PLN	3,66	3,64	3,63	3,65	3,70	3,74
PLN/CHF	PLN	4,57	4,56	4,56	4,58	4,60	4,60
USD/EUR	USD	1,17	1,17	1,18	1,17	1,16	1,15
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	3,75
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,23	4,06	4,13	4,05	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,72	2,71	2,74	2,65	2,60	2,60

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

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 jakiejkolwiek 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.

2025-09-22

Klauzula poufności: BOŚ jawne