

KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 sierpnia 2025

Pesymizm wobec perspektyw gospodarki globalnej i wzrost oczekiwań na obniżki stóp Fed.

- W minionym tygodniu nastroje na globalnym rynku znacząco pogorszyły się, choć biorąc pod uwagę skalę zmian notowań rynkowych jest to raczej konkretna korekta wcześniejszych niezłych nastrojów (szczególnie na rynkach akcji), niż gwałtowny wzrost awersji do ryzyka wobec znaczącego wzrostu prawdopodobieństwa scenariusza recesyjnego.
- W pierwszej części tygodnia wyraźnie pogorszyła się sytuacja na rynkach europejskich, przy silnych spadkach na rynkach akcji i osłabieniu europejskich walut w reakcji na ogłoszoną w poprzednią niedzielę umowę handlową USA-UE. Choć można w tej umowie wskazywać na pozytywne dla Unii Europejskiej kwestie (spadek niepewności, niższe cła sektorowe), to jednak w większym stopniu te czynniki wsparły aktywa amerykańskie, przy większych obawach przed negatywnym wpływem wyższych ceł na europejskich eksporterów niż na amerykańskich konsumentów.
- W efekcie w połowie tygodnia kurs dolara wyraźnie wzmocnił się wobec euro poniżej 1,15 USD/EUR. Przy niewielkich zmianach na europejskich rynkach obligacji, rentowności amerykańskich obligacji obniżyły się o ponad 10 pkt. baz., co mogło wynikać z oczekiwań rynkowych na złagodzenie retoryki Fed.
- Środowa decyzja FOMC o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie była zgodna z powszechnymi oczekiwaniami, podobnie jak odrębne stanowiska dwóch członków opowiadających się za obniżką stóp. Inwestorów zaskoczył natomiast przekaz prezesa Powella podczas konferencji prasowej. Choć Powell dopuścił opcję obniżki stóp we wrześniu, to nie powiedział nic, co mogłoby wskazywać, że takiemu scenariuszowi członkowie komitetu przypisują prawdopodobieństwo wyższe niż 50%. Prezes Fed jako solidną opisał sytuację na rynku pracy wskazując jako najważniejsze wciąż stabilne dane dot. bezrobocia. Powiedział, że wciąż komitet potrzebuje czasu, aby przeanalizować, które cele banku mogą być bardziej zagrożone tj. bezrobocia w warunkach pewnego spadku zatrudnienia czy też inflacji w sytuacji silnego wzrostu stawek ceł importowych do USA.
- Przekaz Fed poskutkował spadkiem oczekiwań rynkowych na obniżki stóp w krótkim okresie, dodatkowo wzmocnił dolara i obniżył rentowności obligacji. Te efekty okazały się natomiast jedynie okresowe, bo piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się najważniejszym wydarzeniem tygodnia, który przywrócił oczekiwania na wrześniową obniżkę stóp Fed, a oczekiwania dot. cięcia stóp do końca br. zwiększyły się do ponad 60 pkt. baz.
- W lipcu zatrudnienie w USA wzrosło o 73 tys., nieco poniżej oczekiwań rynkowych (104 tys.). Dużo ważniejsza była jednak korekta zatrudnienia w dół o ponad 250 tys. za maj i czerwiec. W rezultacie w okresie maj – lipiec zatrudnienie średniomiesięcznie wzrosło jedynie o 35 tys. Na tak słabe dane nt. zatrudnienia nie wskazywały dane tygodniowe dot. liczby nowych bezrobotnych ani publikowane w minionym tygodniu wyniki ankiety JOLTS

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

dot. liczby wakatów, wskaźników odejść z pracy czy zwolnień. Jednocześnie pomimo dużo słabszego zatrudnienia, stopa bezrobocia wyniosła 4,2%, zgodnie z oczekiwaniami, a wzrost wynagrodzeń 3,9% r/r nawet lekko zaskoczył *in plus*.

- Obawy dot. perspektyw gospodarczych w II poł. roku wzmocniła także publikacja lipcowego indeksu ISM w przemyśle, który obniżył się do 48,0 pkt. W efekcie, zupełnie bez znaczenia okazały się opublikowane wcześniej lepsze od oczekiwań rynkowych wyniki PKB w II kw. zarówno w USA, jak i strefie euro. Po niezłym wyniku gospodarki globalnej w I poł. roku, napływające dane wzmogły obawy, że silniejsza aktywność gospodarki w I połowie roku była wynikiem kumulacji popytu w oczekiwaniu na przyszły wzrost cen, a II poł. roku przyniesie ostatecznie negatywne skutki wzrostu protekcjonizmu w handlu zarówno dla gospodarki amerykańskiej jak i gospodarki globalnej.
- Ponadto poza oceną sytuacji gospodarczej, nastroje rynkowe pogorszyło polecenie prezydenta Trumpa zwolnienia komisarz ds. statystyk pracy Eriki McEntarfer, której zarzucił manipulowanie danymi z rynku pracy, także przed wyborami prezydenckimi, kiedy – w jego ocenie – miała ona wpływać na zawyżenie danych dot. zatrudnienia. Dodatkowo wcześniejsza rezygnacja z zarządu Fed Adrian Kugler (jej kadencja wygasa w styczniu 2026 r.) pozwoli prezydentowi na mianowanie nowego członka zarządu.
- W rezultacie w piątek dolar gwałtownie stracił na wartości, choć nie powrócił do poziomów z tygodnia wcześniejszego kończąc tydzień na poziomie 1,16 USD/EUR. W skali tygodnia w relacji do koszyka walut euro straciło na wartości 0,9%, a dolar wzmocnił się o 0,5%. W piątek skokowo obniżyły się rentowności amerykańskich obligacji skarbowych o 24 pkt. baz. w przypadku 2-letnich papierów i 17 pkt. baz. 10-latek jako efekt silnego wzrostu oczekiwań na obniżki stóp Fed. Rentowności obligacji niemieckich obniżyły się natomiast minimalnie (o 3 pkt. baz.).
- Piątek był także dniem silnej wyprzedaży na rynkach akcji, co łącznie z wcześniejszymi spadkami, poskutkowało spadkiem globalnego indeksu akcji MSCI o 2,2%, w tym o 2,4% w USA i o 3,0% w strefie euro. Nieco mniejsze spadki notowano w grupie rynków wschodzących (o 1,6%).
- Na rynku krajowym sytuacja rynkowa podążała za tendencjami zagranicznymi. Indeks WIG spadł o 2,7%, a kurs złotego stracił na wartości 0,9% wpisując się w osłabienie walut europejskich. W relacji do euro kurs wzrósł do ponad 4,27 PLN/EUR, silniej (o ponad 10 gr.) osłabiając się wobec dolara (ponad 3,75 PLN/USD).
- Rentowności krajowych obligacji skarbowych na krótszym końcu nie zmieniły się, a na dłuższym końcu krzywej obniżyły się jedynie o 4 pkt. baz. Skalę spadku rentowności mogły ograniczać niewielkie zmiany rentowności na bazowych rynkach europejskich, a w przypadku krótkiego końca mogła się do tego przyczynić korekta po ich solidnym spadku w tygodniu wcześniejszym. Trudno ocenić, na ile na te tendencje wpłynął wyższy od oczekiwań odczyt *flash* lipcowej inflacji CPI (3,1% r/r wobec oczekiwanych 2,9% r/r), przy lekko wyższym od prognoz szacunku wskaźnika inflacji bazowej. Zgodnie bowiem z prognozami w lipcu inflacja skokowo obniżyła się (z 4,1% w czerwcu) powracając do przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego RPP. Lipcowe dane nie zmieniają także dotychczasowej prognozy inflacji CPI w przedziale 2,5% - 3,0% r/r.

- Wydaje się, że jak dotąd wątek pogorszenia relacji USA – Rosja w kontekście negocjacji pokojowych Rosja – Ukraina ma ograniczony wpływ na sytuację rynkową, w tym na sytuację na rynku ropy naftowej, wobec presji USA na Indie, aby ograniczyły zakupy rosyjskiego surowca. Trudno także dostrzec wyraźne reakcje na „groźby” w mediach społecznościowych D. Miedwiediewa, jak i piątkową informację prezydenta Trumpa o rozkazie rozmieszczenia dwóch okrętów podwodnych o napędzie nuklearnym w „odpowiednich” rejonach.
- Po kumulacji ważnych wydarzeń i publikacji danych w tygodniu minionym, w bieżącym tygodniu zaplanowano już mniej publikacji danych. Najważniejsze dane obejmą wskaźnik ISM w USA w usługach oraz czerwcowe dane z niemieckiego przemysłu oraz lipcowe dane dot. handlu zagranicznego Chin, ważne z punktu widzenia oceny wpływu zmian w polityce handlowej USA.
- 12 sierpnia upływa termin tymczasowego porozumienia handlowego USA-Chiny, z dotychczasowych doniesień najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się przedłużenie tymczasowego porozumienia. Podczas spotkania w minionym tygodniu nie uzgodniono istotnych kwestii wskazujących na wysokie prawdopodobieństwo ostatecznego porozumienia w bieżącym tygodniu.

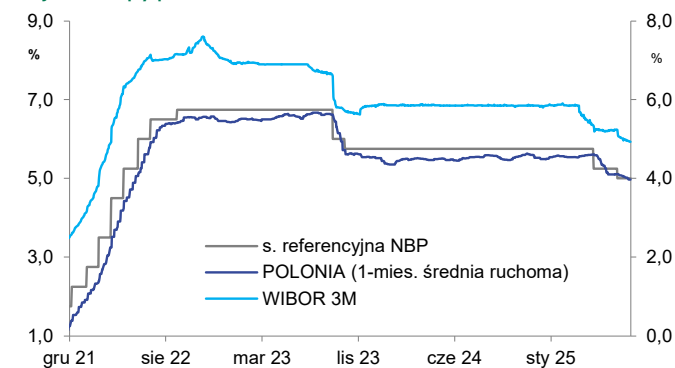
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 5 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lip	50,6 pkt.	50,4 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lip	50,8 pkt.	51,5 pkt.	-
środa 6 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	cze	-1,4% m/m	1,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	cze	-0,7% m/m	0,4% m/m	-
czwartek 7 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	lip	5,8% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Import	lip	1,1% r/r	1,3% r/r	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	cze	1,2% m/m	-0,6% m/m	-
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	sie	4,25%	4,00%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	sie	3,50%	3,50%	-
sobota 9 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	lip	0,1% r/r	-0,1% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

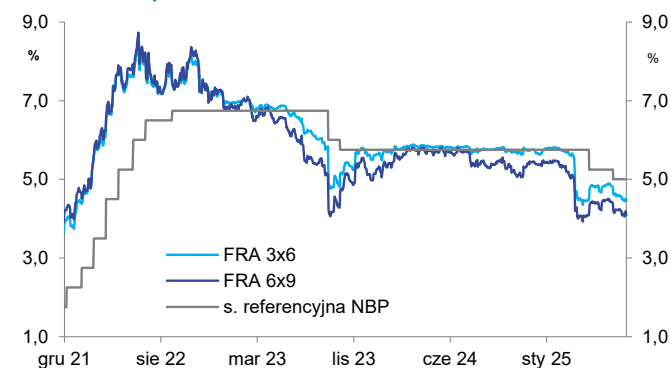
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



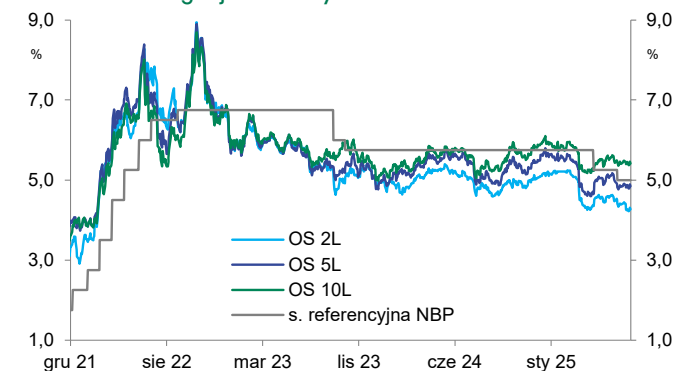
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



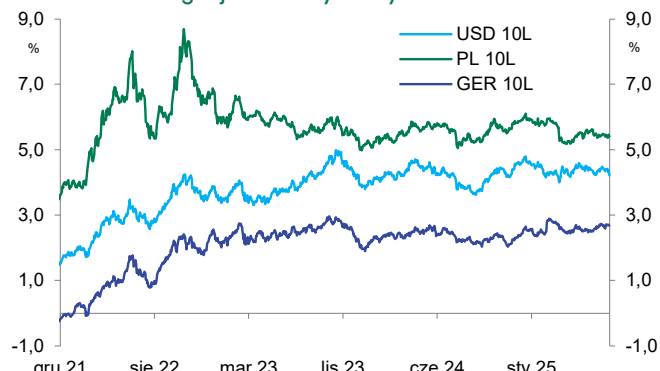
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



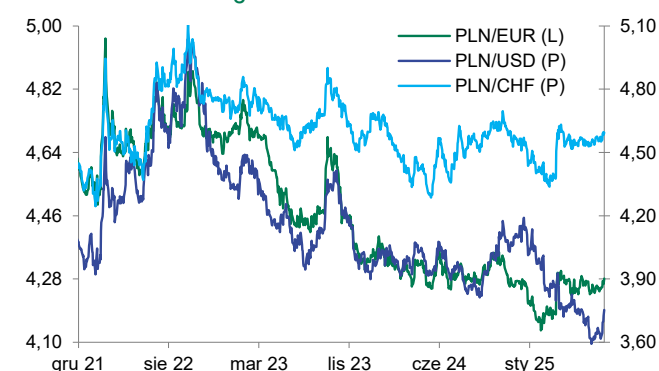
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



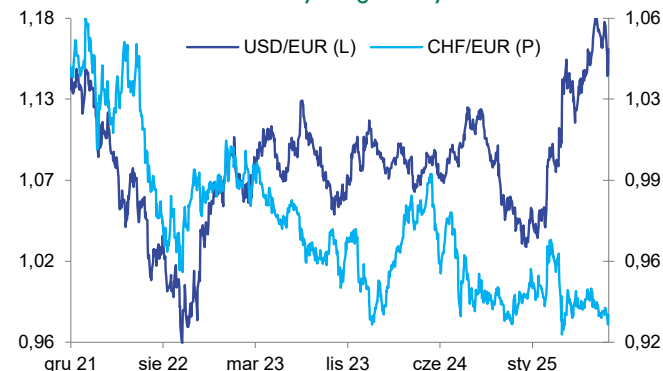
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



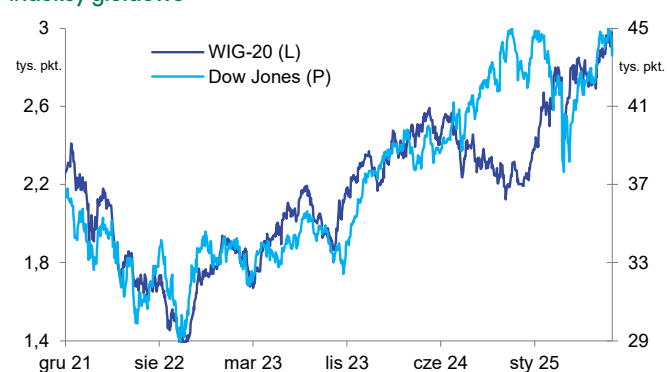
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



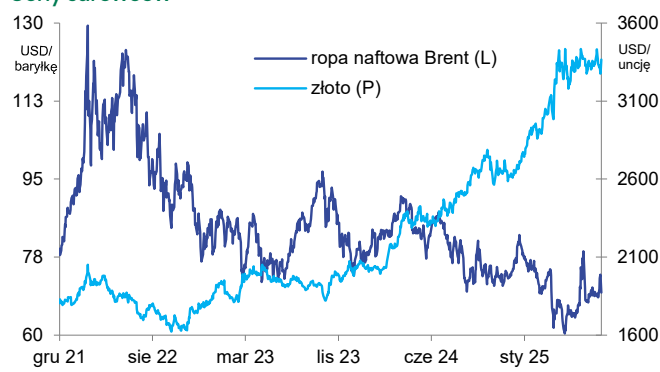
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



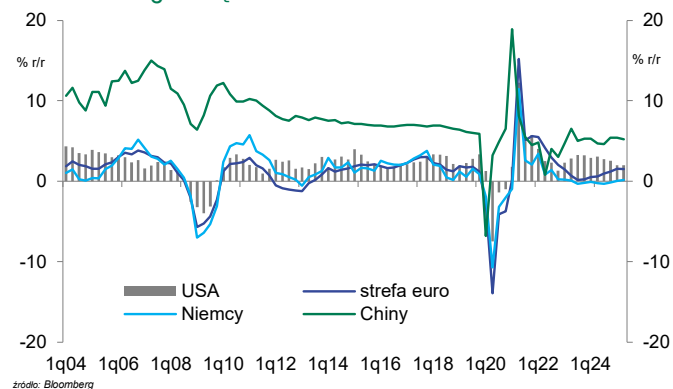
źródło: Bloomberg

2025-08-04

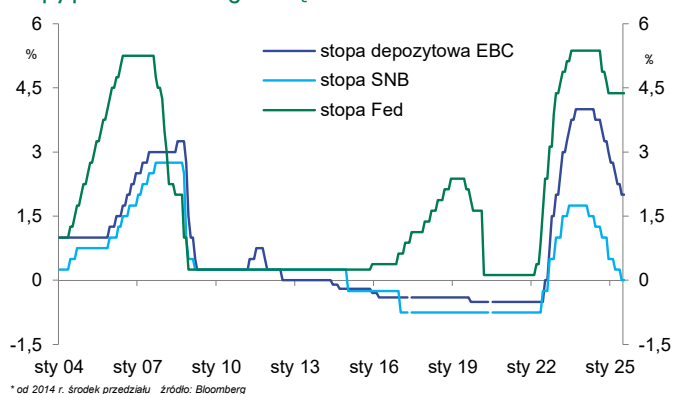
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

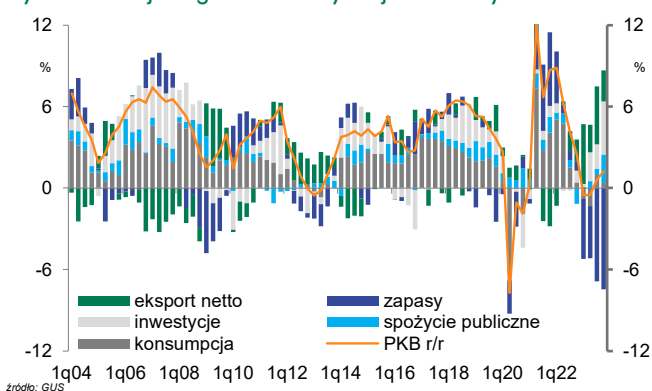
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



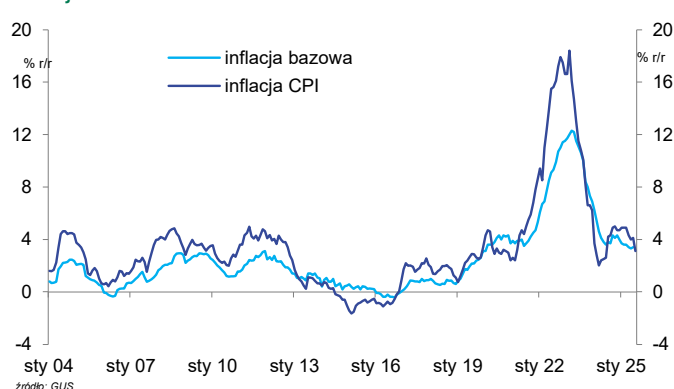
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



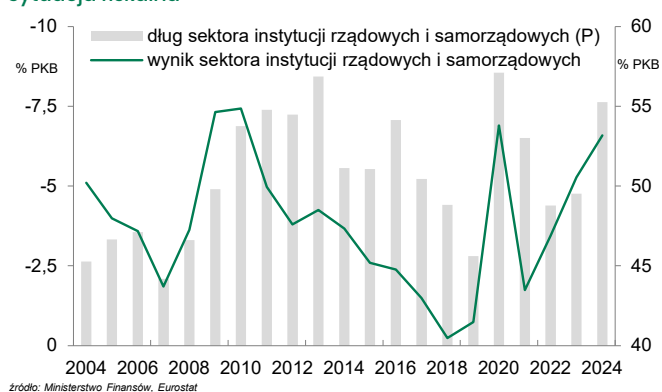
Rynek pracy



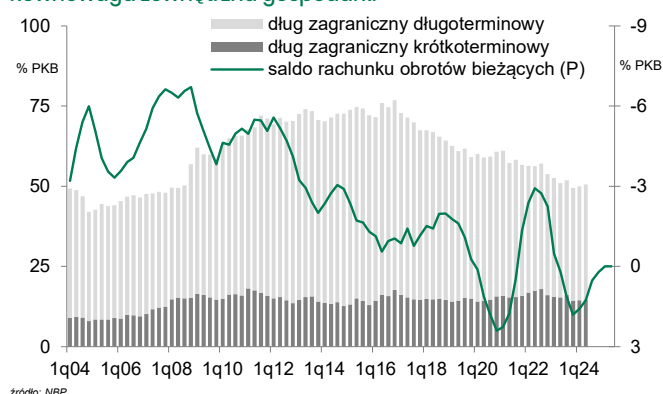
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2025	25.07.2025	01.08.2025	31.08.2025	30.09.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,00	5,00	5,00	5,00	4,75	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
WIBOR 3M	%	4,93	4,96	4,93	4,90	4,70	4,40
FRA 3x6	%	4,51	4,50	4,46	-	-	-
FRA 6x9	%	4,19	4,12	4,10	-	-	-
FRA 9x12	%	3,89	3,84	3,79	-	-	-
IRS 2L	%	4,22	4,18	4,15	-	-	-
IRS 5L	%	4,24	4,21	4,19	-	-	-
IRS 10L	%	4,61	4,59	4,55	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,27	4,27	4,25	4,20	4,05
Obligacje skarbowe 5L	%	4,89	4,87	4,85	4,85	4,80	4,65
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,46	5,41	5,35	5,30	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,25	4,28	4,27	4,27	4,30
PLN/USD	PLN	3,73	3,62	3,75	3,71	3,73	3,81
PLN/CHF	PLN	4,58	4,55	4,59	4,59	4,59	4,57
USD/EUR	USD	1,14	1,17	1,16	1,15	1,15	1,13
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
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	%	4,37	4,39	4,22	4,25	4,15	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,71	2,68	2,65	2,60	2,45

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 jakiegokolwiek 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.