

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 sierpnia 2025

Rozmowy Trump–Putin bez przełomu. Obecnie w centrum uwagi sympozjum w Jackson Hole.

- W minionym tygodniu na globalnym rynku utrzymały się niezłe nastroje rynkowe wspierające popyt na aktywa o wyższym profilu ryzyka. Czynnikiem stabilizującym nastroje było zgodne z oczekiwaniami podpisanie przez prezydenta Trumpa rozporządzenia przedłużającego na kolejne 90 dni obowiązywanie niższych, 30-proc. ceł importowych na produkty z Chin, co przedłuża „rozejm” handlowy między USA i Chinami zawarty w maju w Genewie.
- Z początkiem bieżącego tygodnia bez większego wpływu na rynki pozostało piątkowe spotkanie Donald Trump – Władimir Putin, które (zgodnie z oczekiwaniami) nie przyniosło przełomu, np. w postaci zawieszenia broni na froncie w Ukrainie. Dzisiaj odbędzie się spotkanie prezydenta Trumpa z prezydentem Ukrainy Wołodymyrem Zełenskim oraz przywódcami europejskimi, podczas którego prezydent USA poinformuje partnerów europejskich o przebiegu piątkowych rozmów z Putinem.
- Najbardziej oczekiwana w ubiegłym tygodniu publikacja danych nt. lipcowej inflacji w USA przyniosła oczekiwaną stabilizację inflacji CPI na poziomie 2,7% r/r i wzrost inflacji bazowej do 3,1% r/r (z 2,9% w czerwcu). Lekki wzrost inflacji bazowej był zgodny z oczekiwaniami rynkowymi i świadczy, że póki co nadal wpływ wprowadzonych w USA ceł importowych w ograniczonym zakresie wpływa na wzrost cen detalicznych towarów importowanych. Za lipcowy wzrost lipcowej inflacji bazowej w większym stopniu odpowiadał wzrost cen usług (w szczególności wysoce zmiennych kategorii). Natomiast dużym zaskoczeniem był dużo wyższy od oczekiwań wzrost cen producentów PPI w lipcu (3,3% r/r vs. 2,3% r/r w czerwcu). Jest to największy miesięczny wzrost PPI od 3 lat. W efekcie po tym jak w trakcie minionego tygodnia rynki zdyskontowały wrześniową obniżkę stóp Fed ze 100% pewnością, po czwartkowej publikacji PPI oczekiwania rynkowe spadły do ok 80%. Z pozostałych publikacji – dane nt. lipcowej sprzedaży detalicznej (lekki wzrost m/m) i produkcji (lekki spadek) okazały się bliskie oczekiwań rynkowych i nie wpłynęły na rynek.
- W tych warunkach przez większość tygodnia utrzymywały się wzrosty notowań na rynkach akcji i dopiero koniec tygodnia przyniósł korektę spadkową. W skali tygodnia światowy indeks MSCI wzrósł o 1,1%, przy wzroście indeksu MSCI w USA o 0,9% i wzroście o 1,6% w strefie euro oraz o 1,4% na rynkach wschodzących.
- Na globalnym rynku walutowym dolar wyhamował wcześniejszy silny ruch deprecjacyjny. W skali tygodnia dolar zyskał na wartości 0,1% w relacji do koszyka walut, ale lekko osłabił się wobec euro i zakończył tydzień lekko powyżej poziomu 1,17 dolara za euro. W skali tygodnia euro zyskało 0,3% w relacji do koszyka walut. Tym samym miniony tydzień był kolejnym tygodniem pozytywnego nastawienia rynków wobec aktywów europejskich.
- Na rynkach bazowych rentowności obligacji długoterminowych rosną drugi tydzień z rzędu po skokowym spadku pod koniec lipca w reakcji na słabe dane z rynku pracy w USA. W skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich w USA

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

wzrosły o 4 pkt. baz. do 4,32%, a w Niemczech o 10 pkt. baz. do 2,79%. Wyraźny wzrost rentowności obligacji europejskich to efekt przygotowywania się rynków na duże emisje papierów planowane na jesień, przy malejących oczekiwaniach na dalsze rozluźnianie polityki monetarnej przez EBC. Obecnie rynek dyskontuje obniżkę stóp o 25 pkt. baz. w perspektywie kolejnych 12 miesięcy z prawdopodobieństwem jedynie lekko przekraczającym 50%.

- Z pozostałych danych nt. gospodarki światowej, opublikowane w ostatni piątek statystyki z Chin wskazały na osłabienie aktywności gospodarczej w lipcu. Słabsze od oczekiwań okazały się wyniki sprzedaży detalicznej oraz inwestycji, przy nadal niezłej aktywności w przemyśle.
- Podczas krótszego tygodnia na krajowym rynku finansowym stabilna sytuacja globalna sprzyjała stabilizacji notowań krajowych aktywów. Natomiast czynnikiem, który pod koniec tygodnia popsuł nastroje na rynku akcji było poinformowanie przez ministra finansów o planach nałożenia dodatkowej daniny podatkowej na banki, co dało pod koniec tygodnia impuls do korekty spadkowej notowań na GPW. W rezultacie w skali tygodnia WIG spadł o 1,4% (po silnym 5-proc. wzroście we wcześniejszym tygodniu). Złoty lekko osłabił się – o 0,2% w relacji do koszyka walut – kończąc tydzień na poziomie nieco powyżej 4,26 PLN/EUR, 3,65 PLN/USD i na poziomie 4,53 PLN/CHF.
- Rynek złotych obligacji ponownie oparł się wzrostowi rentowności na rynkach bazowych i rentowności obniżyły się na całej długości krzywej dochodowości – przy najmniejszej skali spadku na długim końcu krzywej – o 3 pkt. baz. do 5,35% dla 10-latek. W podobnej skali obniżyły się notowania IRS.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane z polskiej gospodarki nie zaskoczyły i nie wpłynęły na sytuację rynkową. Wstępny [szacunek PKB za II kw.](#) wskazał na lekkie przyspieszenie dynamiki PKB do 3,4% wobec 3,2% r/r w I kw. [Ostateczny szacunek lipcowej inflacji CPI](#) wyniósł 3,1% r/r, baz zmian wobec szacunku *flash*. Szacujemy, że inflacja bazowa w lipcu pozostała na poziomie czerwcowym 3,4% r/r (publikacja dzisiaj o g. 14:00)
- Tak jak wskazaliśmy na wstępie, dzisiaj odbędzie się spotkanie Donalda Trumpa z przywódcami europejskimi, dotyczące piątkowych rozmów prezydenta USA z W. Putinem. Jako że perspektywa rozejmu na froncie (czynnik pozytywny dla rynków) pozostaje odległa, trudno w najbliższym czasie oczekiwać istotnego wpływu z tego obszaru na sytuację rynkową. W mediach co prawda pojawiły się informacje, że prezydent Trump chciałby doprowadzić do zorganizowania szczytu trójstronnego z udziałem przywódców USA, Ukrainy i Rosji już w piątek 22 sierpnia. Niemniej doprowadzenie do takiego szczytu w tak krótkim okresie wydaje się mało prawdopodobne.
- Przy względnie stabilnej sytuacji geopolitycznej i przy założeniu, że nie pojawią się nowe informacje z zakresu polityki handlowej USA (np. o nowych cłach sektorowych) uwaga inwestorów zwróci się na doroczne sympozjum przedstawicieli banków centralnych w Jackson Hole, które odbędzie się pod koniec tygodnia. W piątek o 16:00 czasu polskiego zaplanowane jest przemówienie prezesa Fed. Oczekiwane jest złagodzenie przekazu prezesa wobec konserwatywnej retoryki w lipcu i zasygnalizowanie większej otwartości FOMC wobec możliwości obniżki stóp we wrześniu. Wcześniej, we wtorek, opublikowane zostaną zapisy z dyskusji podczas lipcowego posiedzenia FOMC.

- Z publikacji danych nt. światowych gospodarek najistotniejsze będą wstępne szacunki wskaźników koniunktury PMI w strefie euro w sierpniu.
- W Polsce w bieżącym tygodniu i na początku przyszłego tygodnia zaplanowana jest seria publikacji miesięcznych danych nt. aktywności gospodarki w lipcu. Będą to pierwsze „twarde” dane nt. aktywności gospodarki polskiej w III kw.

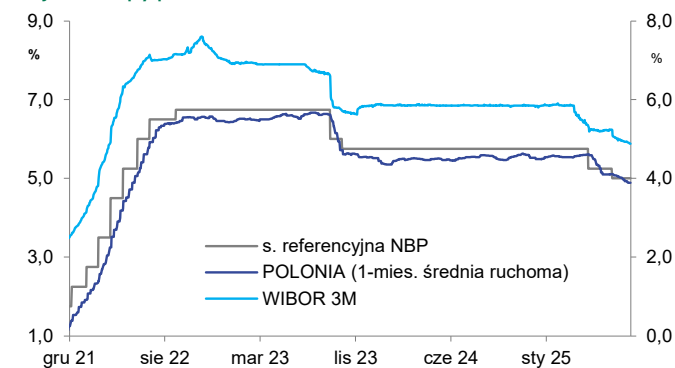
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 18 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		lip	3,4% r/r	3,2% r/r*	3,3–3,4% r/r**
środa 20 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z lipcowego posiedzenia FOMC		lip	–	–	–
czwartek 21 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		sie	49,1 pkt.	49,2 pkt.	–
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		sie	50,6 pkt.	50,1 pkt.	–
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw		lip	–0,8% r/r	–0,8% r/r	–0,8% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw		lip	9,0% r/r	8,6% r/r	8,6% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa		lip	–0,1% r/r	1,6% r/r	1,6% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI		lip	–1,8% r/r	–1,4% r/r	–1,5% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa		lip	2,2% r/r	1,4% r/r	0,8% r/r
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		sie	49,8 pkt.	49,8 pkt.	–
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		sie	51,0 pkt.	51,2 pkt.	–
piątek 22 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Przemówienie prezesa Fed J. Powella na Sympozjum w Jackson Hole		sie	–	–	–
sobota 23 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
–	US	Przemówienie prezes EBC Christine Lagarde na Sympozjum w Jackson Hole		sie	–	–	–
poniedziałek 25 sierpnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna		lip	2,2% r/r	3,1% r/r	4,1% r/r
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo		lip	88,6 pkt.	89,0 pkt.	–
14:00	PL	Podaż pieniądza M3		lip	10,5% r/r	10,6% r/r	10,1% r/r

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

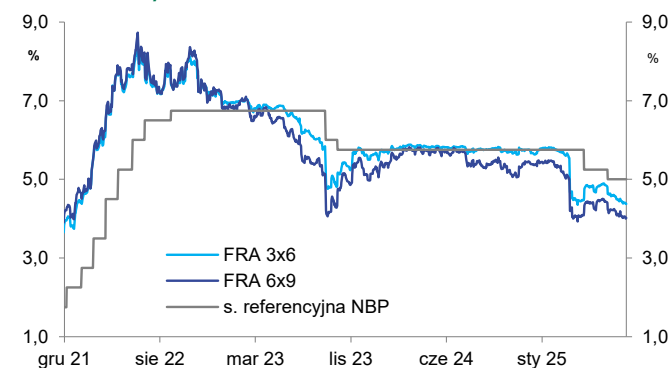
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



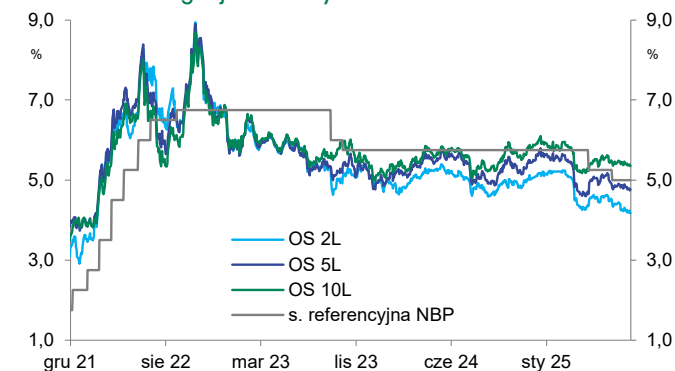
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



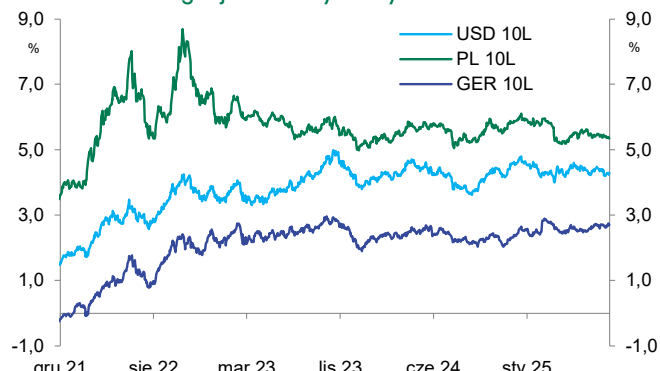
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



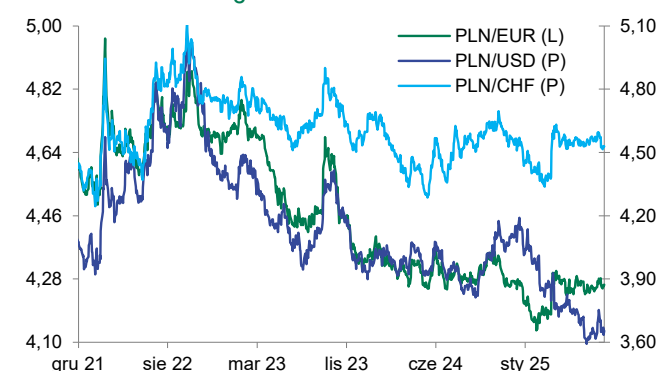
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



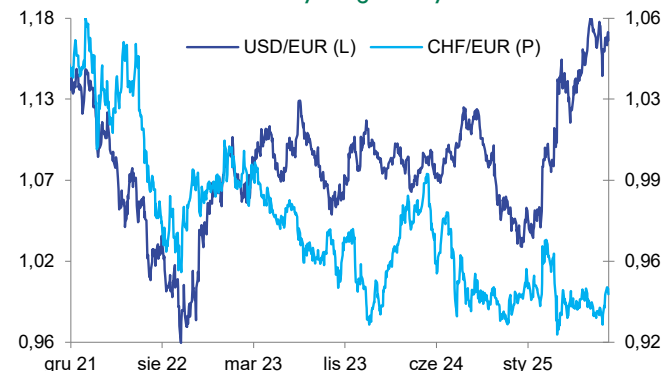
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



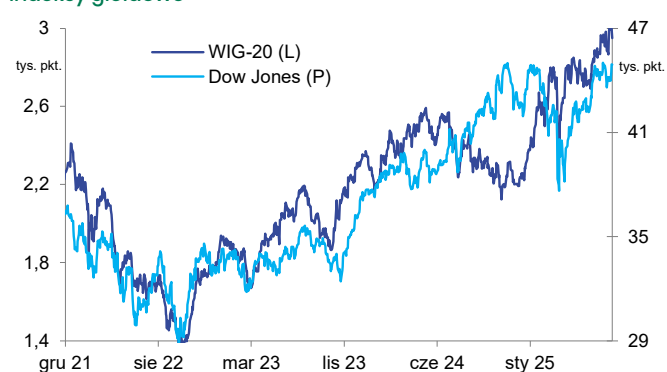
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



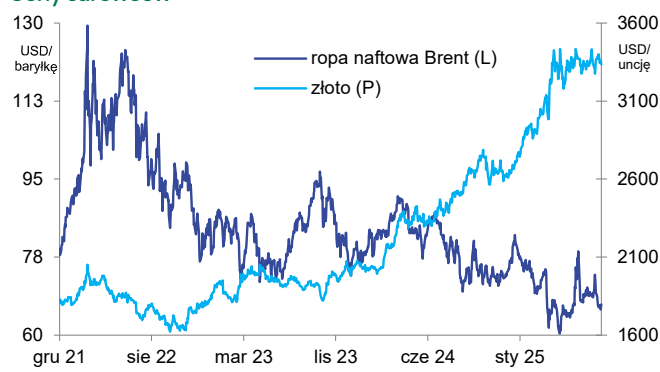
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



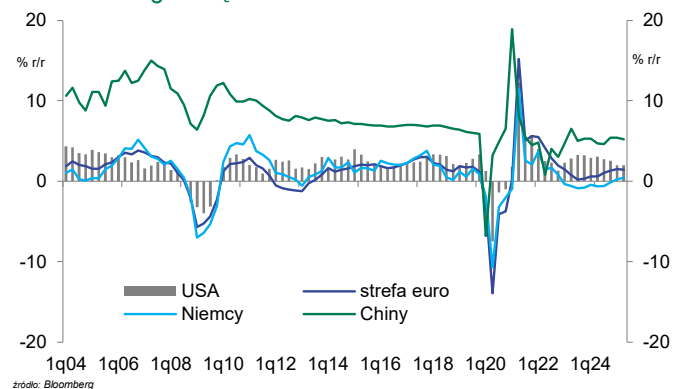
źródło: Bloomberg

2025-08-18

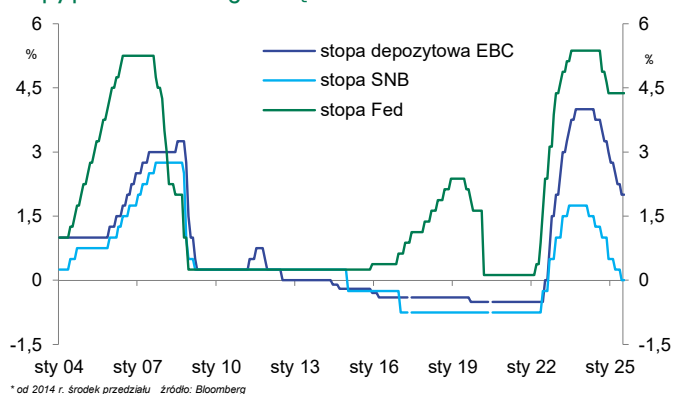
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

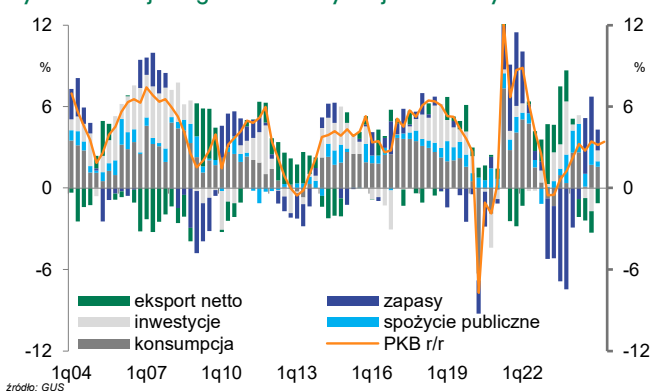
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



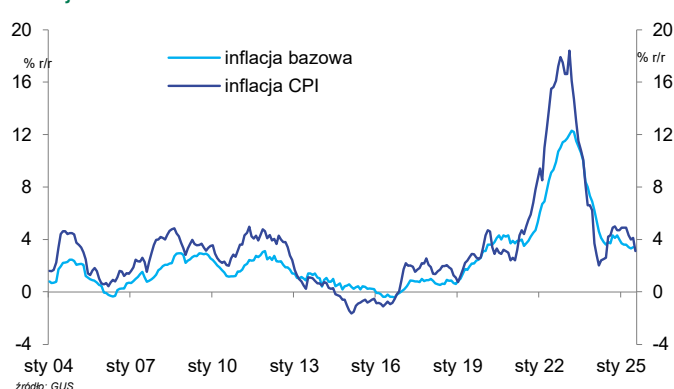
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



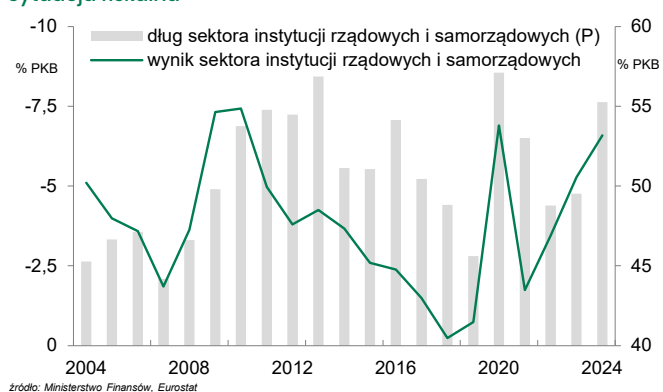
Rynek pracy



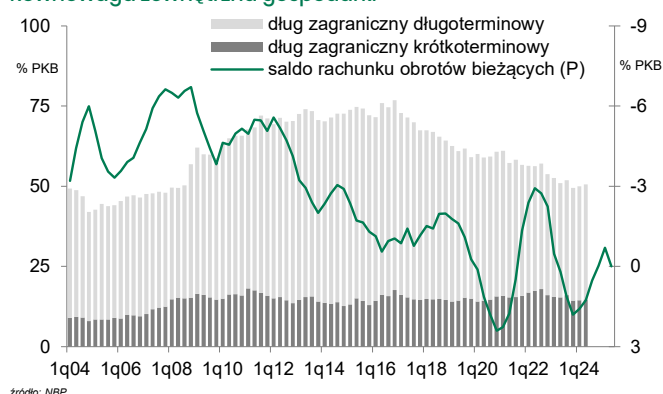
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2025	08.08.2025	14.08.2025	30.09.2025	31.10.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,50	5,50	5,50	5,25	5,25	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,00	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
WIBOR 3M	%	4,93	4,91	4,88	4,70	4,65	4,40
FRA 3x6	%	4,51	4,41	4,37	-	-	-
FRA 6x9	%	4,19	4,05	4,02	-	-	-
FRA 9x12	%	3,89	3,74	3,70	-	-	-
IRS 2L	%	4,22	4,09	4,08	-	-	-
IRS 5L	%	4,24	4,10	4,09	-	-	-
IRS 10L	%	4,61	4,48	4,46	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,22	4,18	4,20	4,15	4,05
Obligacje skarbowe 5L	%	4,89	4,78	4,76	4,80	4,75	4,65
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,38	5,35	5,30	5,25	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,26	4,26	4,28	4,29	4,30
PLN/USD	PLN	3,73	3,66	3,65	3,72	3,76	3,82
PLN/CHF	PLN	4,58	4,52	4,53	4,60	4,60	4,60
USD/EUR	USD	1,14	1,16	1,16	1,15	1,14	1,13
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,25	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	4,28	4,29	4,15	4,10	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,69	2,71	2,65	2,60	2,50

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.