

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 sierpnia 2025

Powell szerzej „otwiera drzwi” dla obniżki stóp.

- Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było piątkowe wystąpienie prezesa Fed podczas sympozjum w Jackson Hole. Zgodnie z oczekiwaniami prezes Powell powiedział, że zmienia się bilans ryzyka dla celów FOMC przy rosnących zagrożeniach dla rynku pracy. Wypowiedzi prezesa wskazują, że obecnie bazowym scenariuszem staje się obniżka stóp na wrześniowym posiedzeniu. Jednocześnie utrzymanie ostrożnego przekazu, przy bieżącej podwyższonej inflacji, ryzyku jej wzrostu z uwagi na podwyższenie ceł i wciąż niskiej bieżącej stopie bezrobocia, wskazuje na niewielkie szanse na obniżkę stóp w skali większej niż 25 pkt. baz.

- Wystąpienie prezesa, choć zgodne z dominującymi oczekiwaniami, wyraźnie poprawiło nastroje na globalnym rynku finansowym. Do czwartku ceny akcji obniżały się, a piątkowe odbicie pozwoliło zakończyć tydzień lekkimi wzrostami. W skali tygodnia globalny indeks MSCI wzrósł o 0,4%, w tym w USA o 0,3%, w strefie euro o 0,7%, przy stabilizacji syntetycznego indeksu dla krajów wschodzących.

- Wzrost oczekiwań na obniżki stóp lekko wsparł obligacje skarbowe na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich obligacji USA obniżyły się o 9 pkt. baz, a papierów niemieckich o 7 pkt. baz. Wystąpienie prezesa Fed okazało się istotniejsze dla inwestorów niż publikacja niezłych danych dot. koniunktury PMI w USA i strefie euro w sierpniu (wstępne dane). W obu regionach indeks composite wzrósł, przy poprawie indeksów w przemyśle i nieznacznych spadkach indeksów dla usług, co ogranicza ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności w II poł. br.

- Łagodny przekaz Fed osłabił kurs dolara, który w relacji do koszyka walut stracił na wartości 0,3%, co przy aprecjacji euro o 0,3% poskutkowało wzrostem kursu USD/EUR powyżej 1,17.

- Brak postępów w procesie pokojowym Ukrainy i Rosji osłabił wcześniejszy entuzjazm. Tak jak wskazywaliśmy, osiągnięcie istotnych / przełomowych decyzji w tak krótkim okresie było mało prawdopodobne. W wypowiedziach z minionego tygodnia prezydent Trump wydłużał potencjalny czas potrzebny do spotkania prezydentów Rosji i Ukrainy, nie pojawiły się też żadne konkretniejsze informacje dot. warunków zakończenia wojny (głównie w kontekście gwarancji dla Ukrainy).

- Być może ten czynnik lekko osłabił krajowe aktywa, choć w istotnej mierze to wątki krajowe osłabiały wpływ tendencji globalnych na ceny polskich aktywów. Informacje dot. planów ministerstwa finansów podwyższenia podatku CIT dla sektora bankowego poskutkowały gwałtowną wyprzedażą akcji banków w piątek, co wpłynęło na obniżenie indeksu WIG w skali całego tygodnia o 1,6% (przy spadku indeksu WIG20 o 2,4%). Złoty w minionym tygodniu nieznacznie osłabił się wobec euro (do 4,26 PLN/EUR), jednocześnie pod koniec tygodnia wzmocnił się wobec tracącego na wartości dolara, wspierając lekką aprecjację złotego w relacji do koszyka walut.

- W niewielkim stopniu na złagodzeniu przekazu Fed skorzystały polskie obligacje skarbowe. Rentowności 2-letnich papierów obniżyły się o 3 pkt. proc.

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

a rentowności 10-latek wzrosły o 2 pkt. baz. Stawki FRA i IRS utrzymały się na niezmiennym poziomie lub minimalnie wzrosły (w zależności od tenoru). Spadki rentowności obligacji mogły z kolei hamować zapowiedzi podwyższenia stawki akcyzy na alkohol oraz opłaty cukrowej w 2026 r. Choć skala potencjalnego podwyższenia inflacji CPI z tego tytułu jest ograniczona (ok. 0,25 pkt. proc.) to mogłaby opóźnić spadek inflacji do poziomu celu inflacyjnego RPP, a co ważniejsze mogłaby posłużyć jako argument dla RPP za zaostrzeniem przekazu / mniejszą skalą obniżek stóp procentowych.

- Z drugiej strony kwestia podwyższenia podatków pozostaje niepewna, w kontekście decyzji prezydenta. Szef kancelarii prezydenta sceptycznie wypowiedział się nt. podpisania przez prezydenta ewentualnej ustawy dot. wzrostu podatku akcyzowego oraz opłaty cukrowej, nie pojawiły się natomiast informacje dot. obciążeń podatkowych dla banków.
- Z kolei bez wpływu na sytuację rynkową pozostały publikacje danych makroekonomicznych ze sfery realnej. W lipcu [produkcja przemysłowa](#) odbiła nieco silniej wobec oczekiwań, poprawiając wyniki wobec czerwca, wciąż jednak uśredniając dane z ostatnich miesięcy jej wzrost jest słabszy wobec notowanego na przetomie I i II kw. Choć [dynamika produkcji budowlanej](#) lekko osłabła, to po tak silnym wzroście w czerwcu i podwyższonej zmienności ten spadek nie niepokoi, a wyniki pozostają spójne ze scenariuszem stopniowej poprawy w sektorze dzięki rosnącej skali projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE. Opublikowane dziś dane dot. sprzedaży detalicznej potwierdzają natomiast stabilne wyniki konsumpcji prywatnej w tempie ponad 3,0% r/r.
- W minionym tygodniu nieco zaskoczyło osłabienie [danych dot. zatrudnienia](#) w sektorze przedsiębiorstw biorąc pod uwagę mocniejsze prognozy popytu na pracę wg badania NBP Szybki Monitoring. Niższe [tempo wzrostu wynagrodzeń](#) to z kolei najprawdopodobniej silniejszy wpływ efektu bazy dla płacy minimalnej oraz okresowy efekt niższych wynagrodzeń w sekcjach o wyższej zmienności i większej zależności od terminów wypłat premii. Biorąc pod uwagę notowany w ostatnim miesiącu wzrost stopy bezrobocia, zapewne nieco istotniejsze niż zazwyczaj będą lipcowe wyniki, które zostaną opublikowane we wtorek, w tym przede wszystkim informacje dot. przepływów na rynku pracy weryfikujące, na ile te zmiany wynikają z czynników cyklicznych, a na ile regulacyjnych.
- Na piątek zaplanowana jest publikacja szacunku *flash* sierpniowej inflacji CPI. Oczekujemy lekkiego spadku inflacji do 2,9% z 3,1% w lipcu, przy spadku dynamiki cen żywności i inflacji bazowej. Z kolei w przyszły poniedziałek zostaną opublikowane pełne dane dot. wzrostu PKB w I kw. wraz ze składowymi.
- Na rynku globalnym, temat publikacji danych makroekonomicznych i ich wpływu na decyzje FOMC pozostanie kluczowy. W tygodniu bieżącym opublikowane zostaną dane dot. inflacji PCE oraz wydatków konsumentów w lipcu, choć zapewne w większym stopniu rynek będzie oczekiwał już danych z rynku pracy publikowanych w tygodniu kolejnym. Biorąc pod uwagę słabe lipcowe dane z chińskiej gospodarki, istotne będą także publikowane na przetomie tygodnia sierpniowe indeksy koniunktury PMI w Chinach.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w sierpniu – szacunek *flash* (29 sierpnia)**

Szacujemy, że w sierpniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 2,9% r/r wobec 3,1% r/r w lipcu. Prognozujemy, że w sierpniu w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływała niższa inflacja bazowa oraz niższa dynamika cen żywności, przy dalej obniżającej się dynamice cen mięsa i żywności przetworzonej (niższa miesięczna dynamika przy sprzyjających efektach stabilnych cen surowców żywnościowych i odreagowaniu cen mięsa). Na stabilnym poziomie oczekujemy utrzymania dynamiki rocznej cen energii, w tym nośników energii i paliw. Choć w sierpniu ceny paliw obniżyły się względem lipca, to w podobnej skali spadły w sierpniu 2024., co poskutkowało stabilizacją rocznej dynamiki cen.

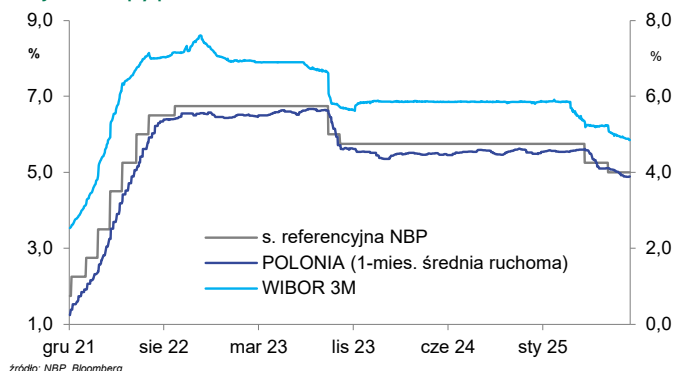
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 25 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lip	10,5% r/r	10,6% r/r	10,1% r/r
wtorek 26 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lip	5,2%	-	5,4%
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	sie	6,50%	6,50%	-
czwartek 28 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z lipcowego posiedzenia EBC	lip	-	-	-
14:00	PL	Publikacja protokołu z lipcowego posiedzenia RPP	lip	-	-	-
14:30	US	Dynamika PKB (I rew.)	II kw.	3,0%kw/kw (wst.)	3,0% kw/kw	-
piątek 29 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	sie	3,1% r/r	-	2,9% r/r
16:00	US	Wskaźnik inflacji PCE	lip	2,6% m/m	2,5% m/m	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lip	2,8% m/m	2,7% m/m	-
16:00	US	Dochody gospodarstw domowych	lip	0,3% r/r	0,4% r/r	-
16:00	US	Wydatki gospodarstw domowych	lip	0,3% r/r	0,5% r/r	-
niedziela 31 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	sie	49,3 pkt.	49,7 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	sie	50,1 pkt.	50,3 pkt.	-
poniedziałek 1 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	wrz	49,5 pkt.	50,2 pkt.	-
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	sie	45,9 pkt.	-	46,6 pkt.
10:00	PL	Dynamika PKB (fin.)	II kw.	3,2% r/r (<i>flash</i>)	-	3,4% r/r

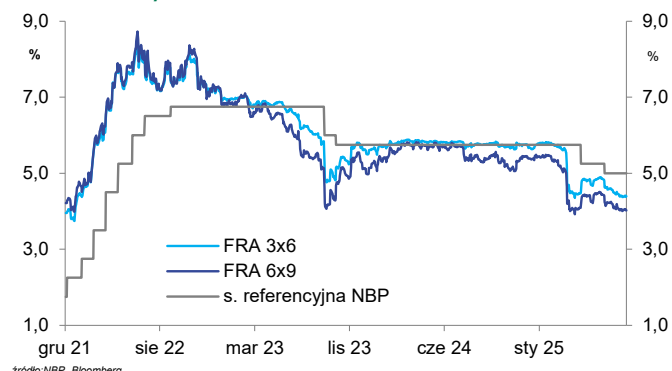
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

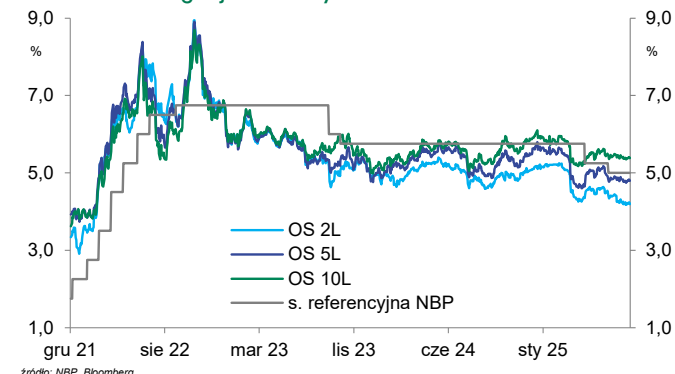
Krajowe stopy procentowe



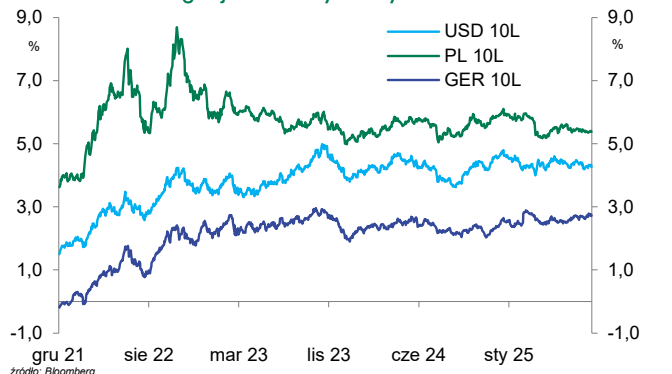
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



Rentowności obligacji skarbowych – Polska



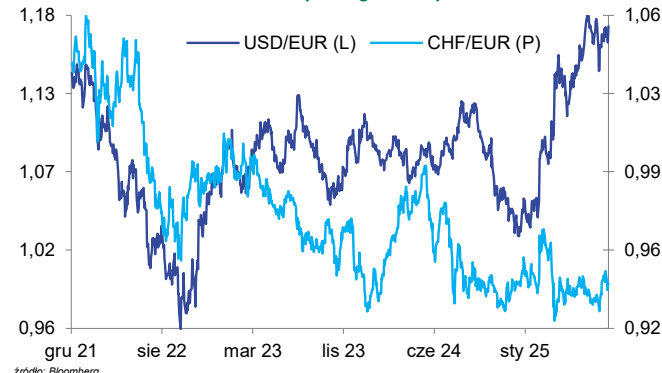
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



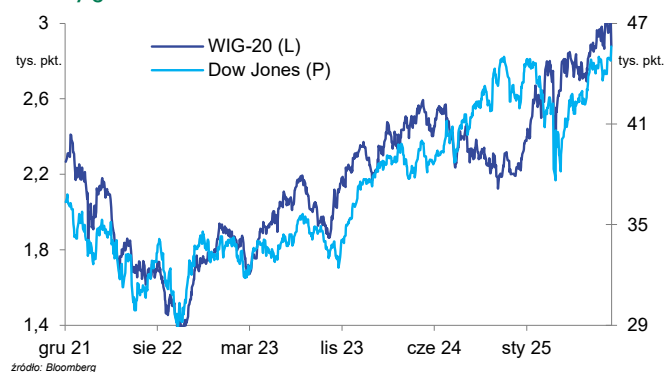
Notowania kursu złotego



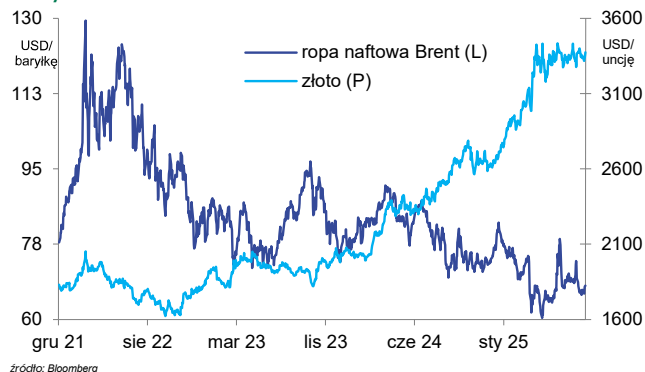
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

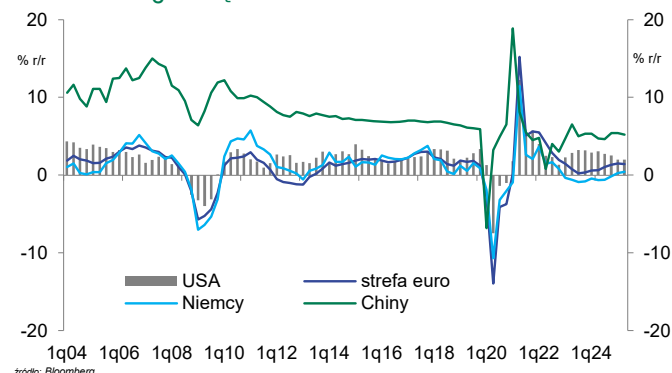


2025-08-25

Klauzula poufności: BOŚ jawne

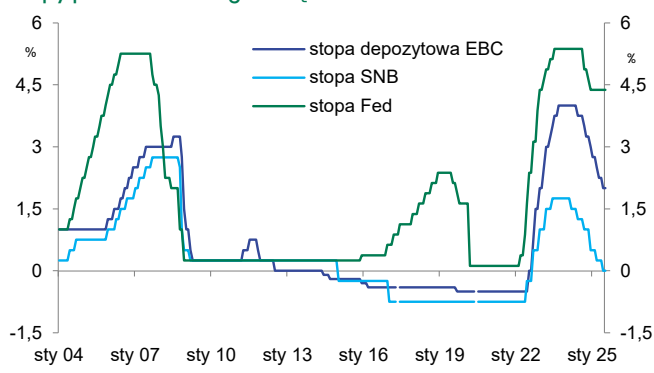
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



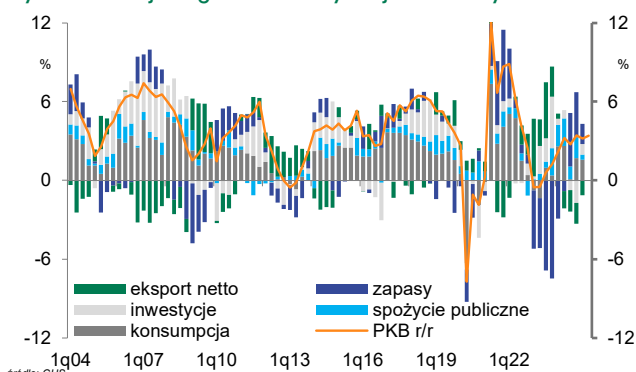
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



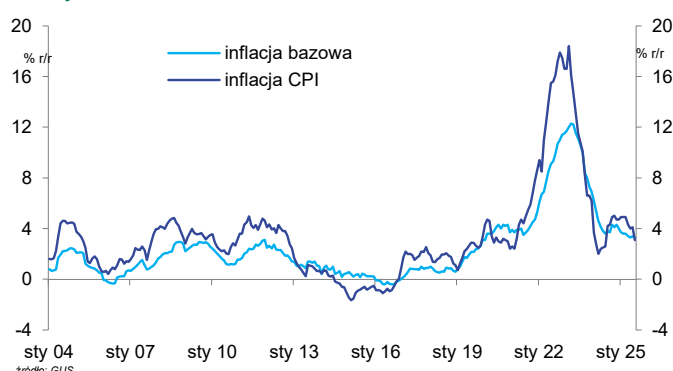
źródło: GUS

Rynek pracy



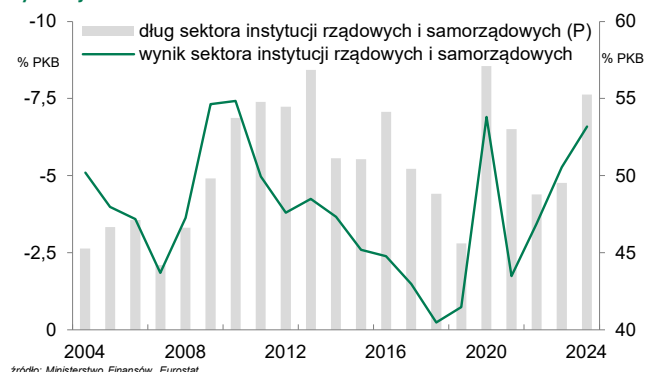
źródło: GUS

Inflacja



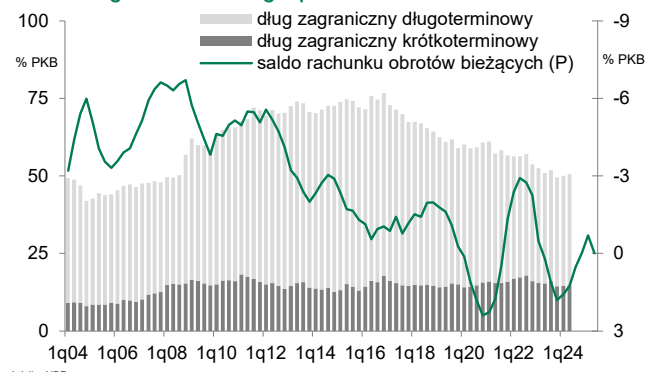
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

2025-08-25

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2025	15.08.2025	22.08.2025	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	4,88	4,85	4,70	4,65	4,40
FRA 3x6	%	4,51	4,37	4,39	-	-	-
FRA 6x9	%	4,19	4,02	4,02	-	-	-
FRA 9x12	%	3,89	3,70	3,71	-	-	-
IRS 2L	%	4,22	4,08	4,08	-	-	-
IRS 5L	%	4,24	4,09	4,10	-	-	-
IRS 10L	%	4,61	4,46	4,48	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,18	4,19	4,15	4,15	4,05
Obligacje skarbowe 5L	%	4,89	4,76	4,79	4,75	4,70	4,60
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,35	5,38	5,30	5,25	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,26	4,27	4,27	4,28	4,30
PLN/USD	PLN	3,73	3,65	3,68	3,70	3,72	3,81
PLN/CHF	PLN	4,58	4,53	4,55	4,59	4,59	4,60
USD/EUR	USD	1,14	1,17	1,17	1,16	1,15	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	4,32	4,25	4,20	4,15	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,79	2,72	2,70	2,65	2,55

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.

2025-08-25

Klauzula poufności: BOŚ jawne