

KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 września 2025

Bieżący tydzień pod znakiem danych z rynku pracy w USA, inflacji w EMU i w Polsce oraz ryzyka shutdownu w USA.

- Na globalnym rynku miniony tydzień przebiegł w całkiem niezłych nastrojach, którym pomogły solidne dane z gospodarki USA, w szczególności utrzymująca się solidna konsumpcja prywatna, pomimo notowanych słabych wyników rynku pracy. Jednocześnie na rynkach przeważała wstrzeźliwość wobec istotnych zmian wyceny aktywów w oczekiwaniu na wydarzenia, które będą miały miejsce w tym tygodniu. W szczególności rynki oczekują na publikację wrześniowych danych z rynku pracy w USA oraz ostateczne rozstrzygnięcia dot. ewentualnego ograniczenia aktywności agencji rządowych w USA (ang. *shutdown*), jeśli do końca września, tj. do najbliższego wtorku, nie uda się uchwalić prowizorium budżetowego w USA.
- Opublikowany w minionym tygodniu ostateczny szacunek PKB za II kw. wskazał na korektę w górę do 3,8% kw/kw w ujęciu zannualizowanym wobec wcześniejszego szacunku 3,3%. Głównym źródłem tej korekty była silniejsza konsumpcja prywatna. Przy wstępnych wrześniowych indeksach PMI w USA (z jednej strony słabsze niż w lipcu i sierpniu, ale z drugiej strony wciąż mocniejsze niż w I poł. roku) dane te łącznie przyniosły inwestorom więcej optymizmu w odniesieniu do oceny stanu gospodarki USA – w ostatnich miesiącach wyraźnie obniżonej w reakcji na słabe dane z rynku pracy.
- W efekcie, przy zgodnych z oczekiwaniami wynikach inflacji PCE za sierpień (lekki wzrost głównego wskaźnika do 2,7% r/r i stabilizacja bazowego na poziomie 2,9%) pojawiły się lekkie wątpliwości co do konieczności tak znaczącego, jak to rynek dotychczas oczekiwał, obniżenia stóp Fed w perspektywie najbliższych kilkunastu miesięcy. Wyceniana w instrumentach rynkowych skala oczekiwanego obniżenia stóp Fed do lipca 2026 r. spadła ze 100 pkt. baz. (tj. pełne 4 obniżki po 25 pkt. baz. dyskontowane ze 100% prawdopodobieństwem) do 86 pkt. baz. Wpływ ostatnich danych na oczekiwania rynkowe co do najbliższych decyzji FOMC był mniejszy – z 45 pkt. baz. oczekiwanego poluzowania polityki monetarnej do końca roku do 42 pkt. baz. odnotowanych w ostatni piątek.
- Korekta oczekiwań rynkowych dot. przyszłej polityki Fed oraz lepsza ocena stanu gospodarki USA poskutkowały wzrostem rentowności obligacji skarbowych w USA, w tym obligacji 10-letnich o 5 pkt. baz. w skali tygodnia do 4,18%, przy braku zmian rentowności obligacji niemieckich. Równolegle umocnił się dolar – o 0,5% w relacji do koszyka walut – a także w relacji do euro – w okolice 1,17 dolara za euro wobec blisko 1,18 tydzień wcześniej.
- W strefie euro opublikowane wstępne wskaźniki koniunktury PMI za wrzesień wskazały na powrót tendencji stagnacyjnych w przemyśle (PMI w przemyśle ponownie poniżej 50 pkt.), niemniej przy lepszych od oczekiwań nastrojach w usługach (wzrost do 51,4 pkt.). Łącznie dało to lekki wzrost wskaźnika *composite* dla EMU. Wyniki te wraz ze spadkiem indeksu koniunktury Ifo dla Niemiec świadczą o utrzymujących się wyzwaniach dla trwalszego przyspieszenia

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

aktywności gospodarczej w strefie euro w warunkach powracającej stagnacji w przemyśle m.in. w trudnych warunkach w globalnym handlu, ale jednocześnie nie wskazują na istotny wzrost ryzyka recesji.

- Na większości rynków akcji tydzień minął pod znakiem stopniowego trendu spadkowego (po silnych wzrostach we wcześniejszym tygodniu), z lekkim pozytywnym odreagowaniem pod koniec tygodnia. Ostatecznie w skali minionego tygodnia globalny indeks akcji MSCI obniżył się o 0,2%, w tym w USA o 0,3%, na rynkach wschodzących o 0,6%, ale przy wzroście w EMU o 0,6%.
- Globalny rynek finansowy przyjął spokojnie ubiegłotygodniowe zapowiedzi Donalda Trumpa nt. wprowadzenia kolejnych ceł sektorowych: 100% ceł importowych na: leki (z wyłączeniem firm, które zainwestowały w budowę fabryk na terenie USA oraz z wyłączeniem leków generycznych), samochody ciężarowe (do 25%) oraz na meble kuchenne i łazienkowe (50%). Z punktu widzenia rynków europejskich istotne były uspakajające informacje płynące z Komisji Europejskiej, że w świetle zawartej w lipcu umowy handlowej UE-USA, nowe sektorowe taryfy celne nie dotyczą krajów UE.
- Na rynku ropy naftowej miniony tydzień przyniósł solidny wzrost cen surowca – o blisko 5% – do poziomu bliskiego 70 dolarów za baryłkę Brent. Przyczyną była m.in. ostrzejsza retoryka administracji prezydenta Trumpa wobec Rosji oraz kolejne ataki ukraińskie na instalacje rafineryjne w Rosji, skutkujące w krótkim okresie korektą ocen dotyczących relacji podaży i popytu na rynku ropy. Wpływ tych tendencji na pozostałe segmenty rynku finansowego (np. na rynek stopy procentowej) był jednak ograniczony ze względu na utrzymujące się oceny co do perspektywy nadpodaży surowca w średnim okresie w kontekście kolejnych deklaracji krajów OPEC dot. zwiększenia dostaw surowca oraz wobec sporej niepewności co do popytu na ropę (ryzyko spowolnienia aktywności globalnej).
- Na krajowym rynku finansowym miniony tydzień przebiegł w niezłych nastrojach. Rynek akcji odreagował spadek z poprzedniego tygodnia – wzrostem WIG o ponad 1%. Rentowności obligacji pozostały *de facto* stabilne pomimo wzrostu rentowności obligacji USA i solidnego wzrostu notowań IRS (o blisko 10 pkt. baz. dla tenoru 10 lat). Jedynie kurs złotego lekko stracił na wartości (0,2%) w relacji do koszyka walut, kończąc tydzień na poziomie 4,27 PLN/EUR, 3,65 PLN/USD oraz 3,56 PLN/CHF.
- Podobnie jak po obniżeniu perspektywy ratingu przez agencję Fitch także obniżenie perspektywy ratingu Polski przez Moody's (19.09) nie poskutkowało pogorszeniem nastrojów rynkowych, gdyż było oczekiwane.
- W bieżącym tygodniu w centrum uwagi rynkowej znajdują się wydarzenia w USA: publikacja wrześniowych danych z rynku pracy oraz rozwój sytuacji politycznej, który może doprowadzić do nieuchwalenia w Kongresie USA prowizorium budżetowego (*continuing resolution*) na kolejny rok budżetowy i w efekcie do istotnego ograniczenia działalności agencji rządowych w USA począwszy od najbliższej środy (kolejny rok budżetowy zaczyna się 1 października). Aby uchwalić prowizorium budżetowe potrzebne jest poparcie 60 senatorów w Senacie, co oznacza, że pomimo posiadanej większości, Republikanie potrzebują 8 głosów poparcia ze strony Demokratów. Ci z kolei uzależniają swoje poparcie od przedłużenia dotychczasowego systemu wsparcia z budżetu federalnego dla ubezpieczeń zdrowotnych dla

najuboższych grup społecznych (program Obamacare). Póki co trwa pat polityczny i z każdym dniem spada prawdopodobieństwo zawarcia kompromisu. Okresowy shutdown oznaczałby w krótkim okresie ograniczenie wydatków publicznych i osłabienie aktywności w USA. Przy poprzednich okresach shutdownu aktywność gospodarcza „nadrabiała” okresowe wyhamowanie z tego tytułu po zakończeniu shutdownu.

- Po ostatnich czterech miesiącach bardzo słabych wyników rynku pracy w USA (średniomiesięczny wzrost miejsc pracy 25 tys.), we wrześniu oczekiwany jest wzrost zatrudnienia o 75 tys. Ostateczny wynik zatrudnienia będzie kluczowy z punktu widzenia oczekiwań na wynik październikowego posiedzenia FOMC – ewentualny wyraźnie słabszy wynik – bliższy średniej za ostatnie 4 miesiące zapewne przypieczętowałby październikowe cięcie stóp o kolejne 25 pkt. baz.
- Na rynkach europejskich oczekiwane będą wstępne szacunki inflacji za wrzesień. W przypadku strefy euro jest mało prawdopodobne by dane te odmieniły ugruntowany pogląd rady EBC o intencji stabilizacji stóp procentowych EBC.
- Nieco większe znaczenie dla decyzji RPP może mieć publikacja wstępnego szacunku *flash* nt. wrześniowej inflacji CPI w Polsce, biorąc pod uwagę wysoce adaptacyjną funkcję reakcji RPP. Szacujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji CPI pozostał na sierpniowym poziomie 2,9% r/r, jako wypadkowa przeciwstawnych tendencji – obniżenia dynamiki cen żywności i lekkiego obniżenia inflacji bazowej (do 3,1%) oraz wzrostu dynamiki cen nośników energii (wzrost cen ciepła) oraz mniejszej skali spadku cen paliw r/r. Bilans ryzyka dla naszej prognozy to inflacja nieco wyższa (potencjalny efekt mniejszej skali spadku cen owoców i warzyw, niepewność co do skali wzrostu cen ciepła). Wynik inflacji zgodny z naszymi oczekiwaniami – poniżej psychologicznej granicy 3% – zostawi lekko otwartą przestrzeń dla obniżki stóp NBP w październiku. Wzrost CPI do 3% lub powyżej ograniczyłby ten margines.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji we wrześniu – szacunek *flash* (30 września)**

Szacujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji CPI pozostał na sierpniowym poziomie **2,9% r/r**. Prognozujemy, że we wrześniu w kierunku obniżenia rocznego wskaźnika inflacji CPI oddziaływała niższa dynamika cen żywności (głównie efekt obniżenia dynamiki cen owoców i warzyw wobec wysokiej bazy odniesienia sprzed roku) oraz nieco niższa inflacja bazowa (3,1% r/r vs. 3,2% w sierpniu). Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost dynamiki rocznej cen nośników energii (głównie efekt wzrostu cen ciepła w małych spółdzielniach, które nie są objęte taryfami URE po tym jak z końcem lipca zniesione zostało ustawowe zamrożenie cen za ciepło) oraz paliw (efekt mniejszego niż przed rokiem spadku cen m/m skutkującego lekkim zmniejszeniem spadku cen w ujęciu r/r).

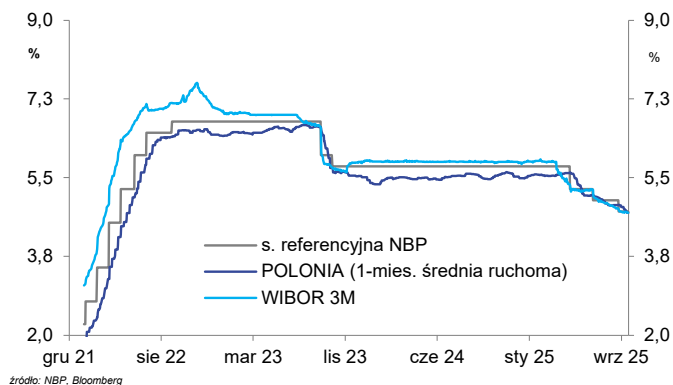
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 30 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	wrz	49,4 pkt.	49,5 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	wrz	50,3 pkt.	50,3 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	wrz	50,5 pkt.	49,7 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	wrz	53,0 pkt.	52,4 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	wrz	2,9% r/r	-	2,9% r/r
11:30	EMU	Wystąpienie prez. EBC Ch. Lagarde przed Komisją Gospodarczą i Monetarną PE	wrz	-	-	-
środa 1 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	wrz	46,6 pkt.	-	45,9 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	wrz	2,0% r/r	2,1% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	wrz	2,3% r/r	2,3% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	wrz	48,7 pkt.	49,0 pkt.	-
piątek 3 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:40	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde	paź	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	wrz	22,0 tys.	75,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	wrz	4,3%	4,3%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	wrz	3,7% r/r	3,7% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	wrz	52,0 pkt.	-	-
poniedziałek 6 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	sie	-0,5% m/m	-0,3% m/m	-

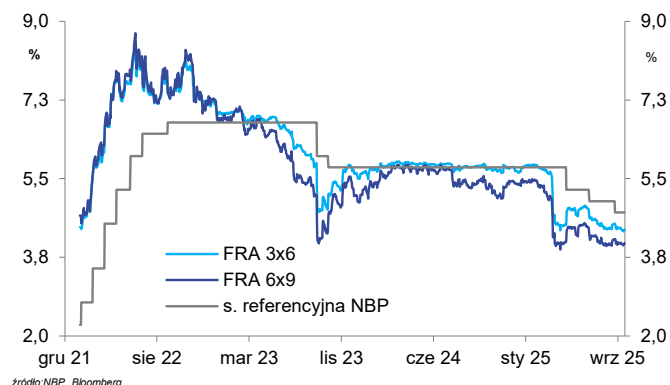
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

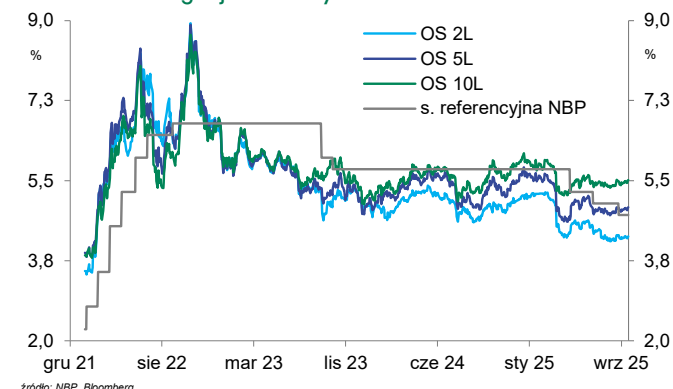
Krajowe stopy procentowe



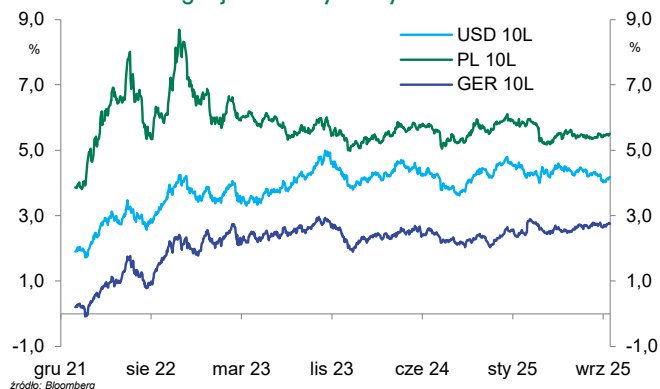
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



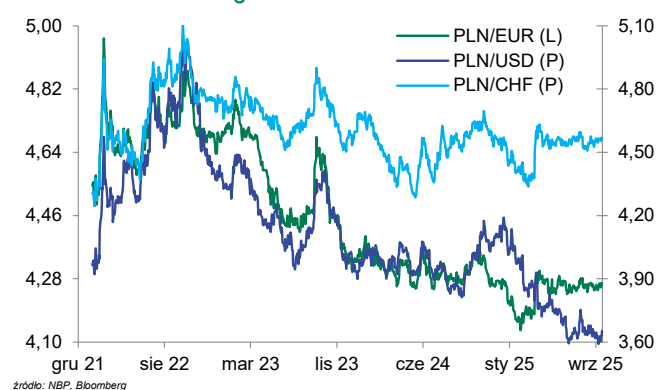
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



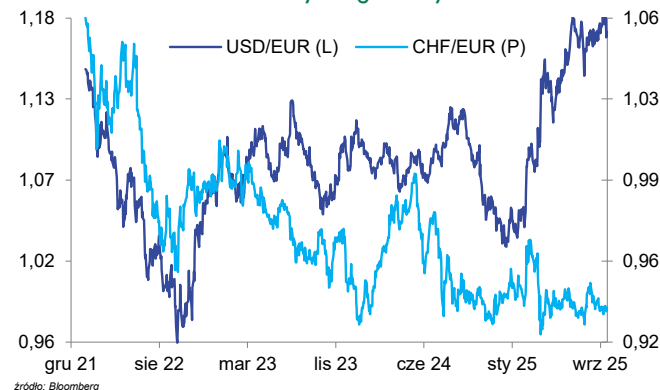
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



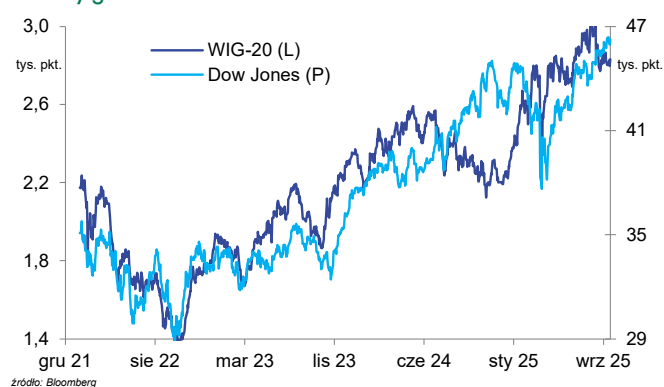
Notowania kursu złotego



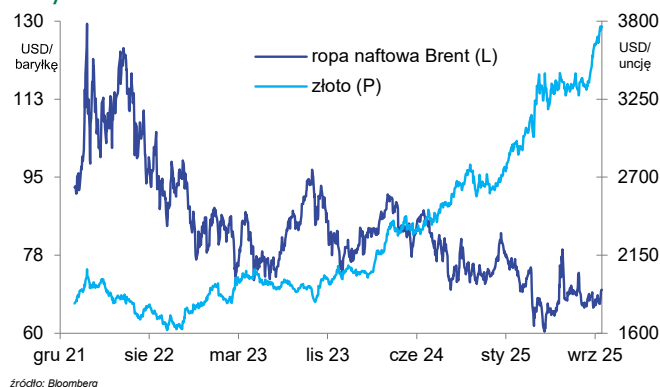
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

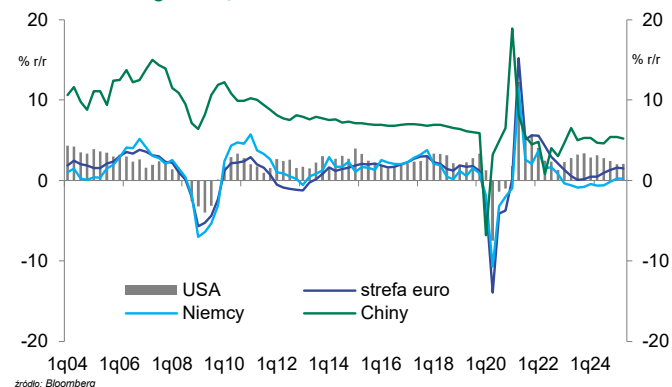


Ceny surowców

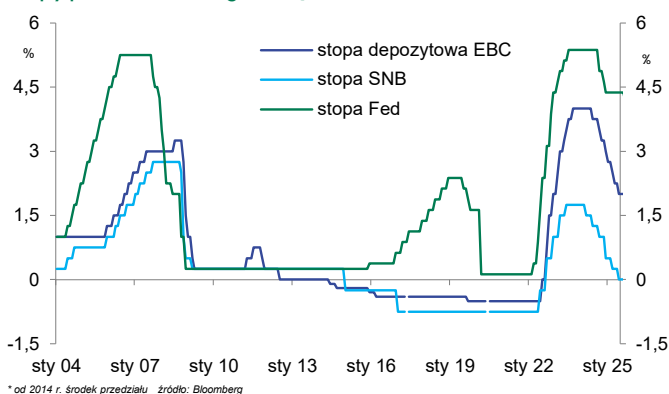


Sfera realna

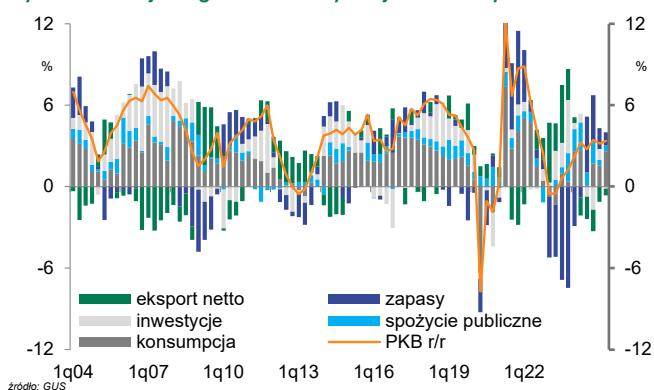
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



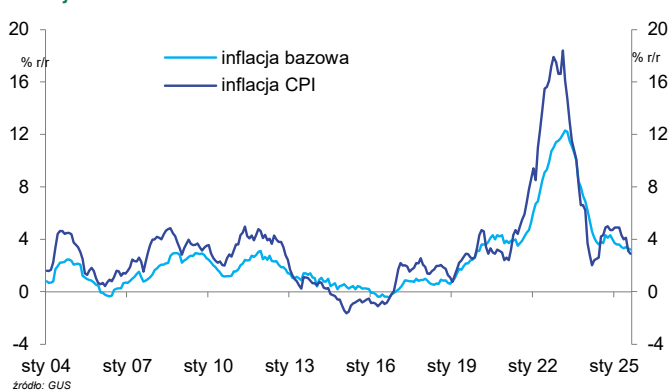
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



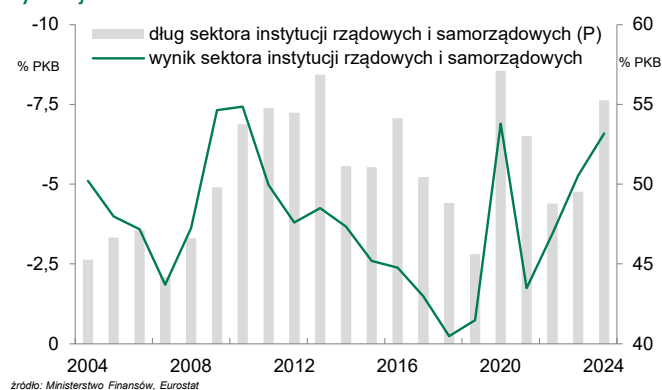
Rynek pracy



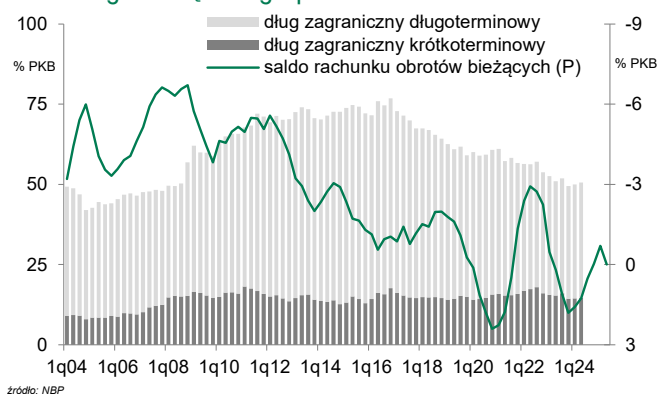
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2025	19.09.2025	26.09.2025	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	4,74	4,72	4,65	4,50	4,50
FRA 3x6	%	4,49	4,36	4,36	-	-	-
FRA 6x9	%	4,14	4,04	4,07	-	-	-
FRA 9x12	%	3,83	3,80	3,88	-	-	-
IRS 2L	%	4,16	4,11	4,17	-	-	-
IRS 5L	%	4,19	4,17	4,26	-	-	-
IRS 10L	%	4,57	4,53	4,62	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,29	4,28	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,92	4,91	4,92	4,80	4,75	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,52	5,49	5,51	5,40	5,35	5,30
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,27	4,27	4,29	4,30
PLN/USD	PLN	3,66	3,63	3,65	3,65	3,70	3,74
PLN/CHF	PLN	4,57	4,56	4,57	4,58	4,60	4,60
USD/EUR	USD	1,17	1,18	1,17	1,17	1,16	1,15
Stopa Fed	%	4,50	4,25	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	4,13	4,18	4,05	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,72	2,74	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.

2025-09-29

Klauzula poufności: BOŚ jawne