

KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 września 2025

Stabilna sytuacja na krajowym rynku finansowym. EBC nie chce dalszych obniżek stóp, Fed obniży je w tym tygodniu.

- W minionym tygodniu utrzymała się stabilna i raczej korzystna sytuacja na globalnym rynku finansowym. Generalnie niezłe nastroje odnotowano także na rynku krajowym, pomimo informacji w trakcie tygodnia o naruszeniu polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony i zestrzeleniu przez siły NATO niektórych z nich. W trakcie tygodnia na ceny krajowych aktywów nie wpłynęła także ogłoszona w poprzedni piątek wieczorem decyzja o obniżeniu perspektywy ratingu Polski do negatywnej wg agencji Fitch.
- Pomimo tych wydarzeń, kurs złotego w relacji do koszyka walut osłabił się minimalnie o 0,2%, rosnąc tylko o 1 gr. w relacji do euro do 4,26 PLN/EUR. Indeks WIG wzrósł o 0,8%, a rentowności polskich obligacji skarbowych wzrosły o 1-3 pkt. baz. w zależności od tenoru, przy generalnie stabilnych stawkach kontraktów FRA oraz niewielkich spadkach (1-4 pkt. baz.) kontraktów IRS.
- Inwestorzy nie reagowali w minionym tygodniu także na kolejne wypowiedzi członków RPP, w których dominował przekaz o ograniczonej skali łagodzenia polityki pieniężnej i prawdopodobnym jednym cięciu stóp o 25 pkt. baz. w tym roku. Te wypowiedzi wspierają nasz scenariusz bazowy stopniowych obniżek stóp NBP, w tym najbliższej obniżki stóp o 25 pkt. baz. w listopadzie.
- Stabilizacji sytuacji na krajowym rynku finansowym sprzyjały niezłe nastroje na rynku globalnym, gdzie ceny akcji rosły o 1,5% w przypadku globalnego indeksu MSCI, przy wzroście cen akcji w USA o 1,6%, w strefie euro o 1,5% oraz w grupie rynków wschodzących o 3,5%. W minionym tygodniu solidnie rosły akcje chińskich spółek. Inwestorzy pozytywnie zareagowali na lekki wzrost inflacji w Chinach, szczególnie wyraźne odbicie do dodatniego poziomu wskaźnika PPI. Jednocześnie opublikowane dziś rano dane ze sfery realnej gospodarki chińskiej potwierdzają stopniowe słabnięcie aktywności w II poł. roku i wciąż silną jej zależność aktywności, szczególnie w obszarze inwestycji, od wydatków publicznych.
- Pozytywne nastroje rynkowe wspierały utrzymujące się oczekiwania na luzowanie polityki pieniężnej Fed. Publikowane w minionym tygodniu dane nie zmieniły tych oczekiwań. Choć tygodniowe dane dot. liczby nowych bezrobotnych mocno pogorszyły się, to silny wzrost notowano jedynie w jednym stanie, co wskazuje raczej na okresowy efekt niż głębsze pogorszenie koniunktury na rynku pracy. Sierpniowy wskaźnik inflacji CPI potwierdził dotychczasowe sygnały utrzymującej się, choć cały czas ograniczonej presji inflacyjnej z tytułu dotychczasowego wzrostu cen importowanych do USA.
- W efekcie rentowności amerykańskich obligacji zmieniały się w niewielkim stopniu, lekko rosnąc na krótszym końcu krzywej i minimalnie obniżając się w przypadku 10-latek. Nie zmieniły się także oczekiwania rynkowe dot. kolejnych

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

decyzji Fed, wskazujących na pewną redukcję o 25 pkt. baz. na posiedzeniu w bieżącym tygodniu oraz łącznie 70 pkt. baz. obniżek do końca roku.

- W minionym tygodniu lekko 5-8 pkt. baz. wzrosły natomiast rentowności obligacji niemieckich, na co mógł wpłynąć bardziej „jastrzębi” przekaz podczas konferencji prasowej prezes EBC Ch. Lagarde. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami [rada EBC](#) utrzymała stopy procentowe bez zmian. Choć formalnie rada pozostawiła furtkę dla cięcia stóp, to całokształt wypowiedzi prezes Lagarde wskazał, że skłonność do takiej obniżki jeszcze osłabła i rada EBC preferuje scenariusz stabilizacji stóp.
- W bieżącym tygodniu bieżącym poza posiedzeniem FOMC, na którym powszechnie oczekuje się redukcji stóp o 25 pkt. baz., opublikowane zostaną także sierpniowe dane dot. produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, weryfikujące dotychczasowy obraz stabilnie rosnącej gospodarki, pomimo perturbacji w polityce handlowej USA oraz słabnącego rynku pracy.
- W kraju w drugiej części tygodnia rozpoczną się publikacje miesięcznych danych ze sfery realnej, które powinny potwierdzić dotychczasowy obraz stabilnego wzrostu krajowej gospodarki w tempie nieco powyżej 3,0% r/r.
- Choć wątek zakończenia konfliktu Rosja – Ukraina i zaangażowania w ten proces USA ostatnio stracił na zainteresowaniu, to uwaga, szczególnie inwestorów krajowych, w tej kwestii może rosnąć, po wydarzeniach w kraju w tygodniu minionym. W weekend prezydent Trump wezwał europejskie państwa NATO do dalszego ograniczenia zakupu rosyjskich surowców energetycznych, co mogłoby skłonić także USA do nałożenia silniejszych restrykcji na Rosję. Te kwestie pozostają jednak mało konkretne i zakładając, że nie dojdzie do kolejnego naruszenia polskiej przestrzeni powietrznej, wątek geopolityczny w regionie powinien schodzić na dalszy plan uwagi rynkowej.
- Przy powyższym założeniu ponownie kluczowym tematem dla rynku globalnego jak i krajowego pozostanie analiza skali wpływu zmian w polityce handlowej USA na sytuację gospodarki globalnej i powiązane z tym prognozy dot. poziomu stóp procentowych Fed.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (16-17 września)**

Oczekujemy, że komitet FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 4,00% – 4,25%.

Decydującym argumentem za obniżką stóp są opublikowane w ostatnim czasie dużo słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy, wskazujące na wyraźny spadek tempa zatrudnienia w ostatnich miesiącach. Choć te dane zaskoczyły wyrażnie *in minus* (uwzględniając korektę danych za wcześniejsze miesiące), to jak na razie ograniczony wzrost stopy bezrobocia oraz utrzymujący się podwyższony poziom inflacji CPI ograniczają prawdopodobieństwo głębszego cięcia stóp.

Zakładamy, że w swoim przekazie FOMC będzie łagodny pozostawiając „szerzej otwarte drzwi” do kolejnych obniżek stóp, przy założeniu utrzymania słabszej koniunktury na rynku pracy oraz ograniczonego wzrostu inflacji z tytułu wzrostu cen.

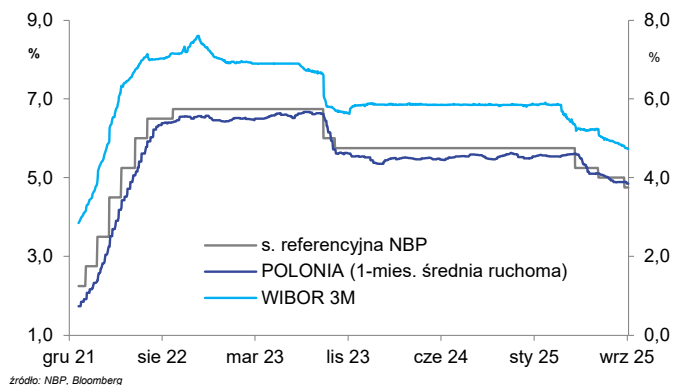
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 15 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	sie	5,7% r/r	6,0% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	sie	3,7% r/r	4,6% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-sie	1,6% r/r	2,7% r/r	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	sie	2,8% r/r (wst.)	-	2,8% r/r
wtorek 16 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	lip	-1,3% m/m	-0,9% m/m	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	3,3% r/r	3,2% r/r*	3,1% r/r**
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	sie	0,5% m/m	0,6% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sie	-0,1% m/m	0,0% m/m	-
środa 17 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na konferencji naukowej EBC	-	-	-	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	wrz	4,25% - 4,50%	4,00% - 4,25%	4,00% - 4,25%
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 18 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sie	-0,9% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sie	7,6% r/r	8,0% r/r	7,9% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sie	2,9% r/r	1,0% r/r	-0,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sie	-1,2% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sie	0,6% r/r	0,5% r/r	-0,5% r/r
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	wrz	4,00%	4,00%	-
poniedziałek 22 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sie	4,8% r/r	3,6% r/r	2,6% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	sie	10,8% r/r	11,0% r/r	11,8% r/r

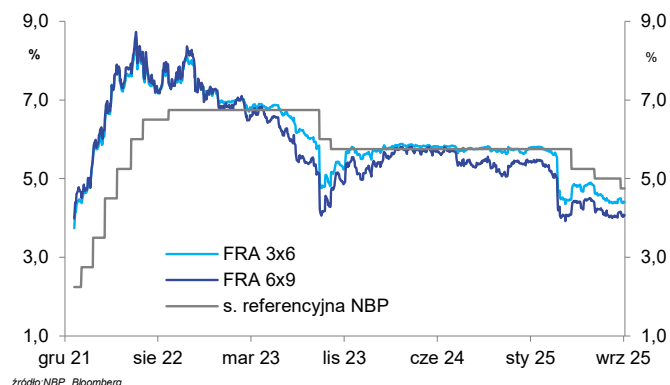
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu, *prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI

Rynki finansowe

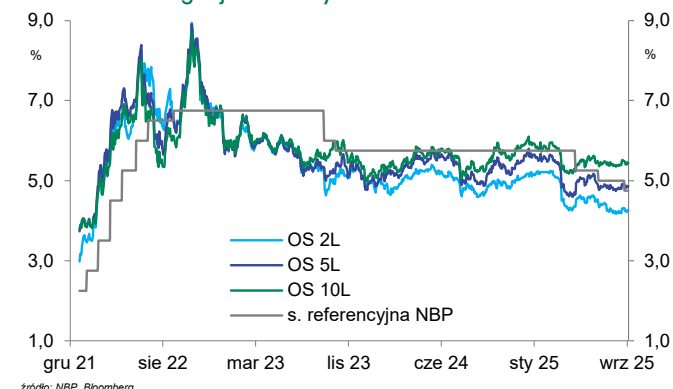
Krajowe stopy procentowe



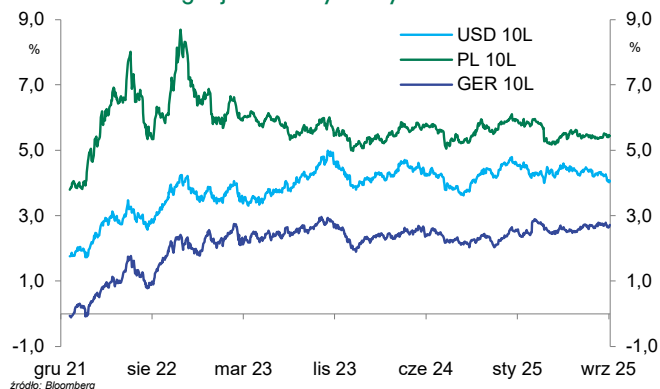
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



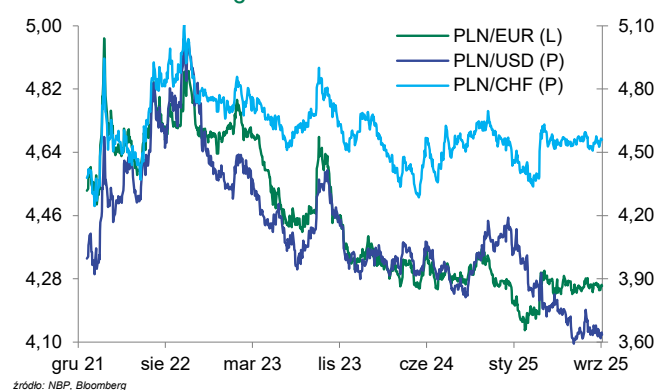
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



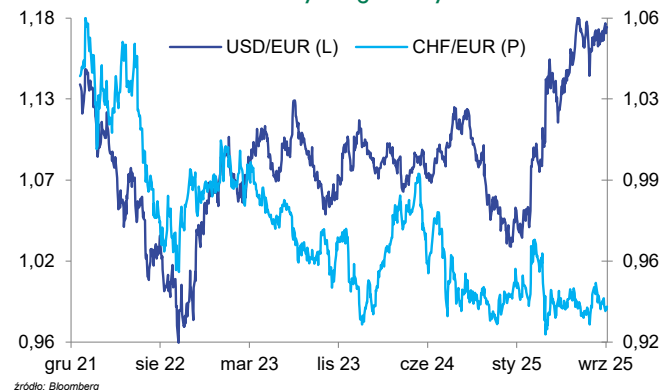
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



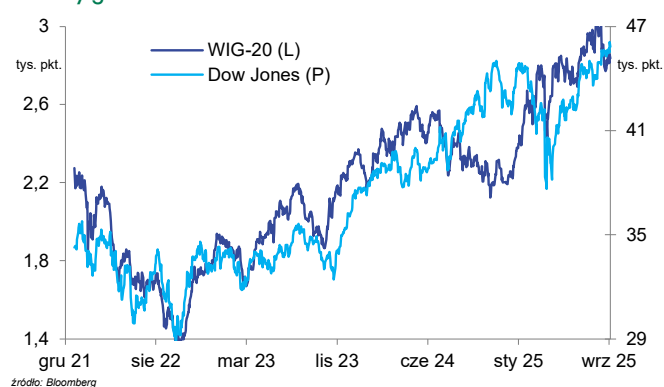
Notowania kursu złotego



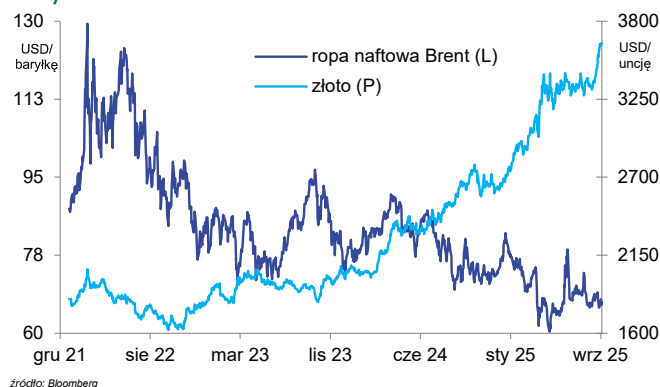
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

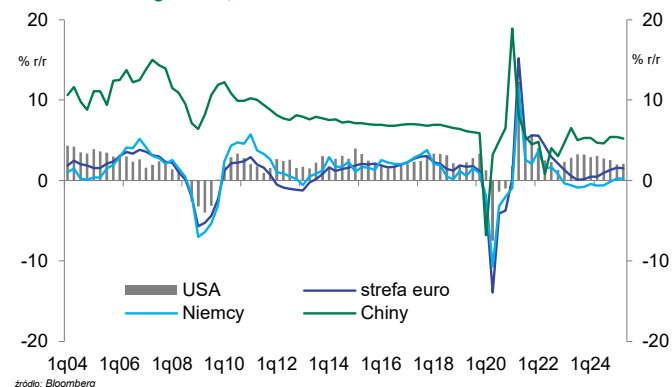


Ceny surowców

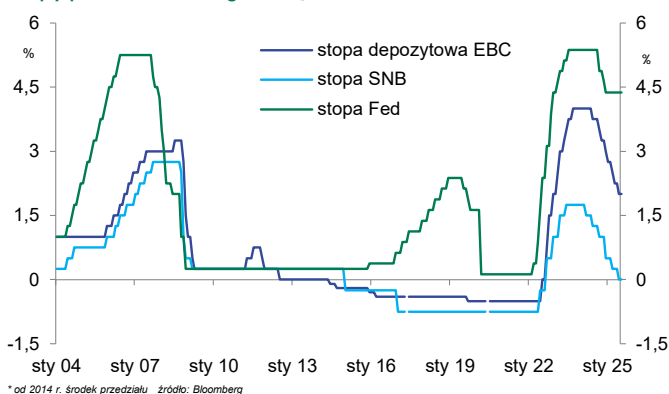


Sfera realna

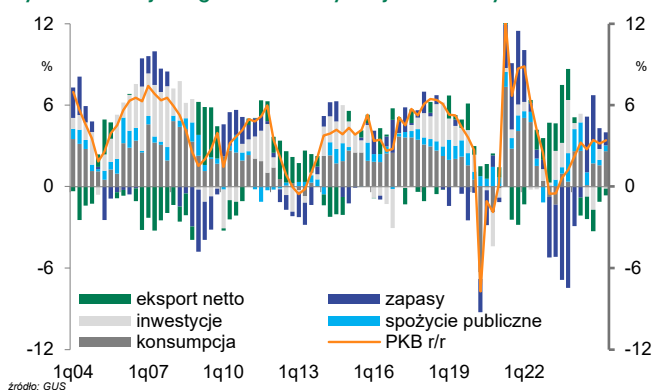
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



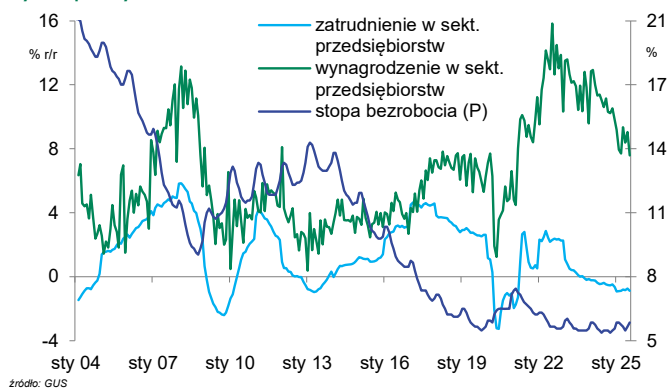
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



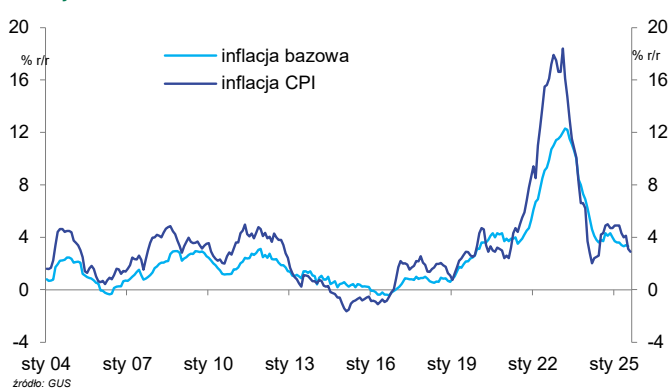
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



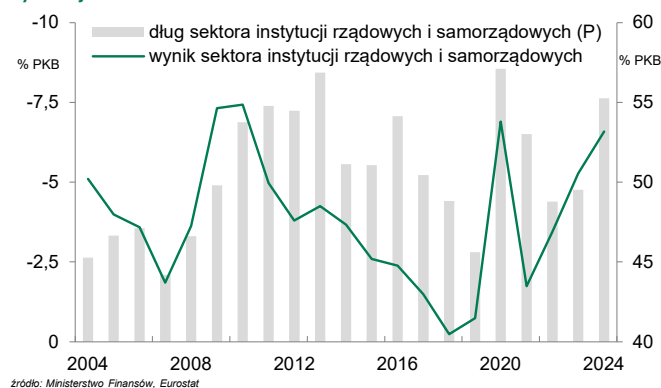
Rynek pracy



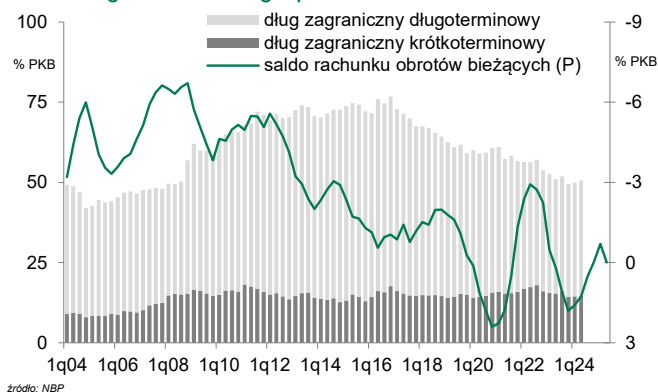
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2025	05.09.2025	12.09.2025	30.09.2025	31.10.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00
WIBOR 3M	%	4,82	4,75	4,73	4,70	4,65	4,50
FRA 3x6	%	4,49	4,39	4,40	-	-	-
FRA 6x9	%	4,14	4,06	4,07	-	-	-
FRA 9x12	%	3,83	3,78	3,79	-	-	-
IRS 2L	%	4,16	4,11	4,10	-	-	-
IRS 5L	%	4,19	4,15	4,13	-	-	-
IRS 10L	%	4,57	4,53	4,49	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,24	4,25	4,25	4,20	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,92	4,84	4,86	4,85	4,80	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,52	5,41	5,44	5,45	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,27	4,25	4,26	4,26	4,27	4,30
PLN/USD	PLN	3,66	3,64	3,64	3,63	3,65	3,74
PLN/CHF	PLN	4,57	4,53	4,56	4,58	4,58	4,60
USD/EUR	USD	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,15
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,25	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	4,07	4,06	4,05	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,72	2,66	2,71	2,70	2,65	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.

2025-09-15

Klauzula poufności: BOŚ jawne