

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 sierpnia 2025

Na rynkach pozytywne odreagowanie. W bieżącym tygodniu spotkanie Trump–Putin, inflacja w USA, PKB w Polsce.

- Miniony tydzień rozpoczął się od dalszego osłabienia nastrojów rynkowych w reakcji na słabe dane z rynku pracy w USA opublikowane 1 sierpnia. Jednak w trakcie tygodnia na rynki powrócił popyt na bardziej ryzykowne aktywa wspierając wzrost notowań akcji, z jednoczesnym odreagowaniem górę rentowości długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Trudno wskazać jednoznaczne powody pozytywnego odreagowania rynkowego – wydaje się, że rynki otrząsnęły się po słabych danych o zatrudnieniu z wiarą, że choć gospodarkę USA czeka osłabienie aktywności, niemniej bazowym scenariuszem pozostaje uniknięcie recesji gospodarczej.
- W tych warunkach po początkowych spadkach indeksów giełdowych koniec tygodnia przyniósł solidny wzrost notowań akcji i w skali tygodnia światowy indeks MSCI wzrósł o 2,4%, przy podobnej skali wzrostu indeksu MSCI w USA (Nasdaq ustanowił rekord wszech czasów), o 3,2% w strefie euro i o 1,8% na rynkach wschodzących. Notowania akcji w USA wsparty też publikacje dobrych wyników finansowych spółek giełdowych.
- Dolar kontynuował trend deprecjacyjny (po wcześniejszym krótkim odreagowaniu aprecjacyjnym). W skali tygodnia dolar stracił na wartości 0,7% w relacji do koszyka walut i zakończył tydzień na poziomie 1,165 dolara za euro – czyli wyraźnie słabiej od 1,14 USD/EUR notowanego przed publikacją danych z rynku pracy pod koniec lipca, ale wciąż poniżej najniższych poziomów z ostatnich tygodni (powyżej 1,17 USD/EUR).
- Jednocześnie po początkowym spadku rentowności obligacji długoterminowych na rynkach bazowych, koniec tygodnia przyniósł ich wzrost i w skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich w USA wzrosły o 6 pkt. baz. do 4,28%, a w Niemczech o 1 pkt. baz. do 2,69%. W USA rentowności pozostają o ok 10 pkt. baz. poniżej poziomów notowanych przed publikacją lipcowych danych z rynku pracy w USA, w Niemczech wróciły do poziomów notowanych w lipcu. Wzrost rentowności na dłuższym końcu krzywej w USA korespondował z lekkim spadkiem oczekiwań rynkowych co do skali obniżek stóp w dłuższym okresie (obecnie rynek dyskontuje łączne obniżenie stóp o 100 pkt. baz. w perspektywie 12 miesięcy), przy praktycznie niezmiennych oczekiwaniach rynkowych na obniżkę stóp Fed we wrześniu o 25 pkt. baz. W minionym tygodniu kilku kolejnych członków FOMC wypowiedziało się przychylnie o perspektywie wrześniowej obniżki stóp. W strefie euro także lekko spadły oczekiwania na obniżenie stóp EBC w perspektywie 12 miesięcy – z praktycznie „pewnej” obniżki o 25 pkt. baz. na wiosnę przyszłego roku do ok. 80% prawdopodobieństwa obniżki.
- W obszarze polityki handlowej USA miniony tydzień przyniósł nałożenie dodatkowych ceł na Indie w wysokości 25% uzasadnione tym, że Indie importują ropę naftową od objętej sankcjami USA i UE Rosji i sprzedają ją z zyskiem na rynkach światowych. Ponadto Donald Trump zasygnalizował, że zawarcie

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

porozumienia handlowego z Chinami jest bliskie, choć jednocześnie ostrzegł, że także Chiny mogą być podmiotem obostrzeń wprowadzonych wobec Indii w związku z zakupami rosyjskiej ropy. Prezydent Trump zasygnalizował też, że w bieżącym tygodniu mogą zostać ogłoszone nowe stawki celna na import półprzewodników (padł poziom 100%) oraz na wyroby farmaceutyczne.

- Z opublikowanych w minionym tygodniu nielicznych danych makroekonomicznych (które miały ograniczony wpływ na rynki finansowe) w USA lipcowy indeks ISM koniunktury w usługach obniżył się do 50,1 pkt. i okazał się nieco słabszy od oczekiwań. W Niemczech czerwcowe wyniki produkcji i zamówień w przemyśle oraz eksportu do USA były generalnie słabsze od oczekiwań potwierdzając perspektywę stagnacyjnej aktywności niemieckiego sektora przemysłowego w II połowie roku, po pewnym odreagowaniu w pierwszych miesiącach bieżącego roku.

- Na krajowym rynku finansowym nastroje poprawiły się w ślad za lepszymi nastrojami globalnymi i. W skali tygodnia WIG wzrósł o 5% (po 2,5-proc. spadku we wcześniejszym tygodniu). Na rynku obligacji przeważał efekt *risk-on* na rynkach globalnych i rentowności złotych obligacji obniżyły się na całej długości krzywej dochodowości – przy najmniejszej skali spadku na długim końcu krzywej – o 3 pkt. baz. lekko poniżej poziomu 5,40% dla 10-latek. Nieco silniej obniżyły się notowania IRS. Złoty solidnie zyskał na wartości – o 0,8% w relacji do koszyka walut – kończąc tydzień na poziomie nieco poniżej 4,26 PLN/EUR, 3,66 PLN/USD i 4,53 PLN/CHF.

- W bieżącym tygodniu z publikacji danych makroekonomicznych na pierwszym planie będzie lipcowa inflacja CPI w USA, postrzegana przez pryzmat wpływu polityki handlowej – oczekiwany jest lekki wzrost wskaźnika CPI do 2,8% r/r i 3,0% r/r. Ponadto w kalendarzu jest lipcowa sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w USA. Z pozostałych danych oczekiwane będą comiesięczne wyniki gospodarki chińskiej z produkcją, sprzedażą detaliczną oraz inwestycjami.

- W obszarze geopolityki oczekiwany będzie wynik spotkania Trump – Putin 15 sierpnia, o którym poinformowano w minionym tygodniu. Będzie ono dotyczyło zawieszenia broni na froncie w Ukrainie. W minionym tygodniu ze strony administracji USA padły wypowiedzi dot. potencjalnych ustępstw terytorialnych Ukrainy wobec Rosji. Strona ukraińska nie została zaproszona do rozmów.

- 12 sierpnia upływa termin tymczasowego porozumienia handlowego USA-Chiny, z dotychczasowych doniesień najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się przedłużenie obowiązywania tymczasowego porozumienia. Ponadto w trakcie tygodnia mogą pojawić się nowe informacje nt. sektorowych ceł importowych do USA dot. półprzewodników i farmaceutyków. Z punktu widzenia UE istotne będzie, czy jeśli USA ogłoszą nowe cła sektorowe, to zgodnie z wcześniejszymi informacjami (przy okazji ogłoszenia porozumienia USA-UE) nie będą one dotyczyły UE.

- Na krajowym rynku krótszy tydzień przyniesie publikację wstępnego szacunku PKB za II kw. Oczekujemy stabilizacji dynamiki PKB na poziomie 3,2% r/r, przy przyspieszeniu dynamiki spożycia gospodarstw, ale korekcyjnym osłabieniu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Ponadto opublikowane zostaną pełne wyniki lipcowej inflacji CPI, a z początkiem kolejnego tygodnia – lipcowa inflacja bazowa – oczekujemy wyniku w przedziale 3,3-3,4% r/r.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB w II kw. 2025 r. (13 sierpnia)

Oczekujemy, że dynamika PKB w II kw. br. utrzymała się na poziomie notowanym w I kw. 3,2% r/r.

Po spowolnieniu dynamiki spożycia gospodarstw domowych w I kw., w II kw. oczekujemy jej wyraźnego odbicia, na co wskazują lepsze dane dot. sprzedaży detalicznej oraz poprawa realnej dynamiki dochodów gospodarstw domowych. Jednocześnie w II kw. oczekujemy okresowego obniżenia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe zakładając, że jej silne odbicie w I kw. było efektem przesunięć z końca ub.r. wydatków w aspekcie różnicy wydatków w ujęciu kasowym (dane dot. wydatków poszczególnych kategorii sektora finansów publicznych) oraz memoriałowym (w którym ujmowane są dane dot. rachunków narodowych).

Przy wzroście dynamiki spożycia oraz spadku dynamiki akumulacji (obok inwestycji także oczekiwany dalszy spadek kontrybucji zapasów) oczekujemy stabilizacji wyników popytu krajowego. W II kw. oczekujemy także minimalnych zmian kontrybucji eksportu netto, przy nieco wyższych dynamikach wzrostu zarówno eksportu jak i importu.

		2q24	3q24	4q24	1q25	2q25P
PKB		3,2	2,8	3,4	3,2	3,2
popyt krajowy		4,9	4,6	5,3	4,6	4,5
konsumpcja prywatna	% r/r	4,5	0,2	3,5	2,5	3,6
spożycie publiczne		11,3	5,2	7,6	2,0	2,0
inwestycje		3,9	-4,3	-6,9	6,3	2,3
konsumpcja prywatna		2,6	0,1	1,7	1,6	1,9
spożycie publiczne		2,1	1,0	1,6	0,4	1,0
inwestycje	kontrybucja	0,6	-0,7	-1,7	0,8	0,4
zapasy	pkt. proc.	-0,8	4,1	3,4	1,5	0,7
eksport netto		-1,3	-1,7	-1,6	-1,1	-0,9
wartość dodana		2,2	2,3	2,5	2,2	2,9
przemysł	% r/r	0,7	1,2	1,7	1,0	1,9
budownictwo		-6,3	-3,0	-7,8	0,8	-0,6
handel i naprawy		4,1	-1,2	2,8	1,7	4,5

Źródła: GUS, BOŚ Bank

*prógnoza sprzed publikacji flash

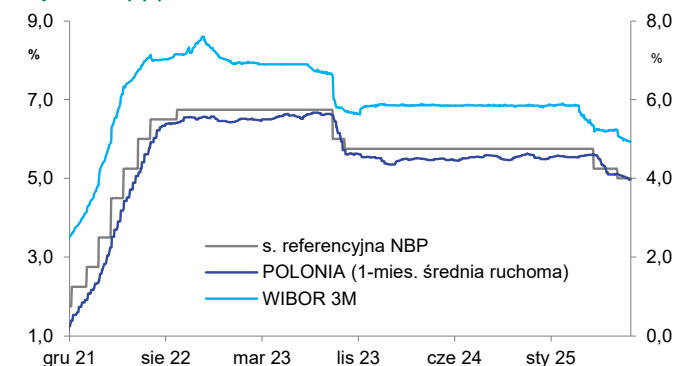
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	lip	2,7% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	lip	2,9% r/r	3,0% r/r	-
środa 13 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	II kw.	3,2% r/r	3,4% r/r	3,3% r/r
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	cze	-1,740 mld EUR	-1,080 mld EUR	-0,565 mld EUR
czwartek 14 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	cze	1,7% m/m	1,1% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)	II kw.	0,1% kw/kw (wst.)	0,1% kw/kw	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	lip	3,1% r/r (wst.)	-	3,1% r/r
piątek 15 sierpnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lip	6,8% r/r	5,8% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lip	4,8% r/r	4,8% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-lip	2,8% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	lip	0,6% m/m	0,5% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	lip	0,3% m/m	0,0% m/m	-
-	-	Spotkanie D. Trumpa i W. Putina na Alasce	-	-	-	-
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**

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

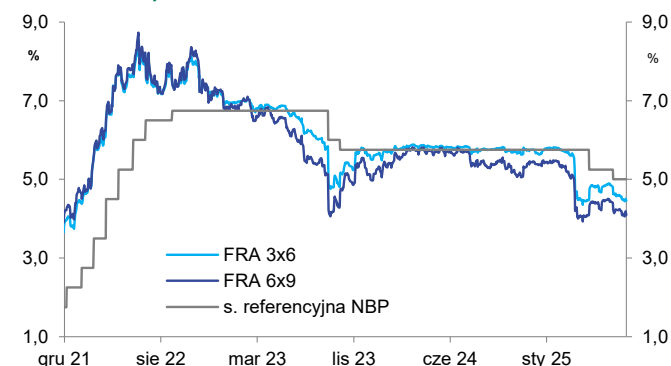
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



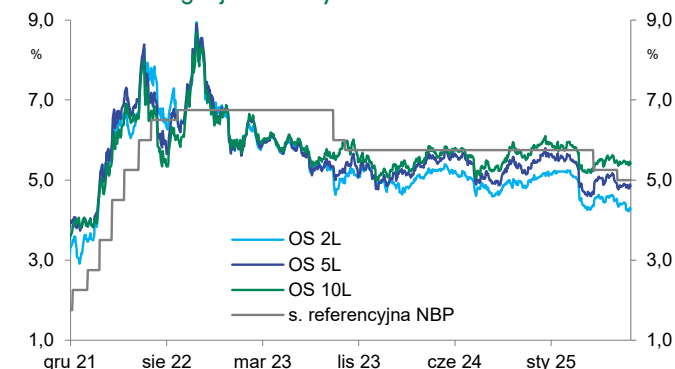
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



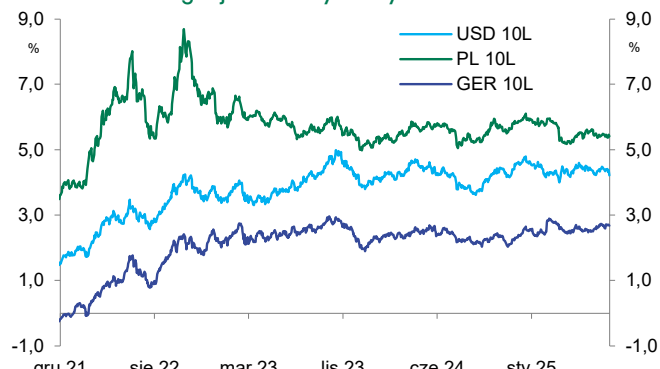
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



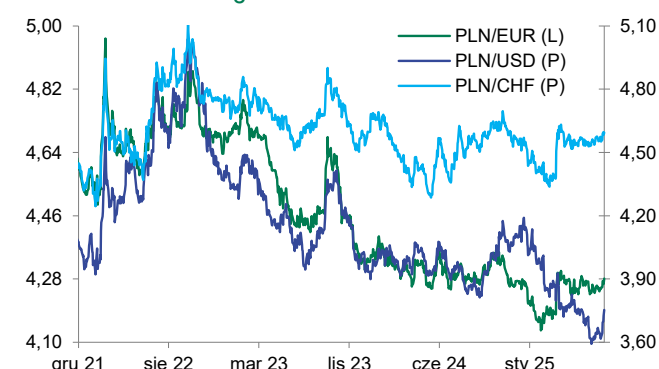
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



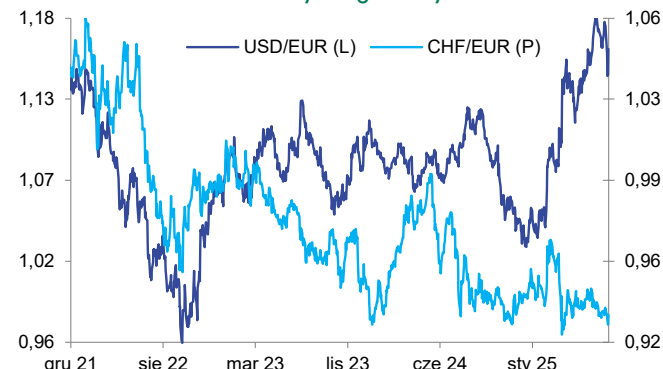
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



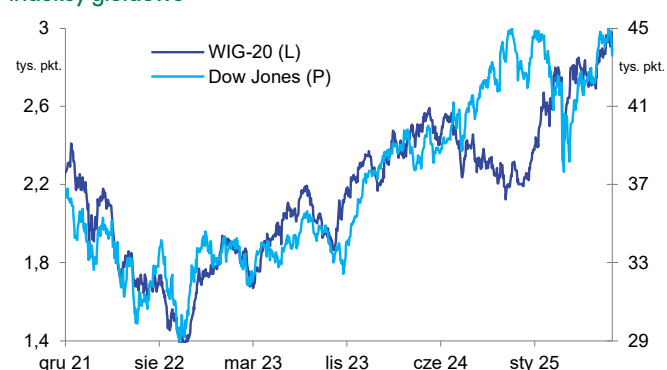
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



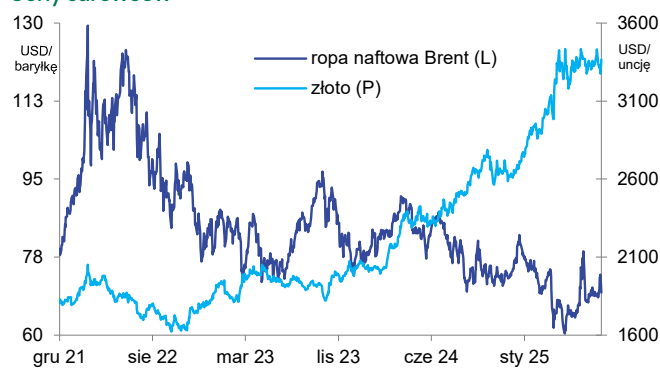
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



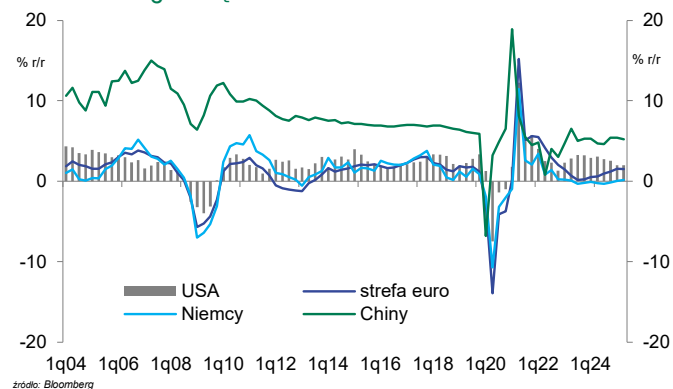
źródło: Bloomberg

2025-08-11

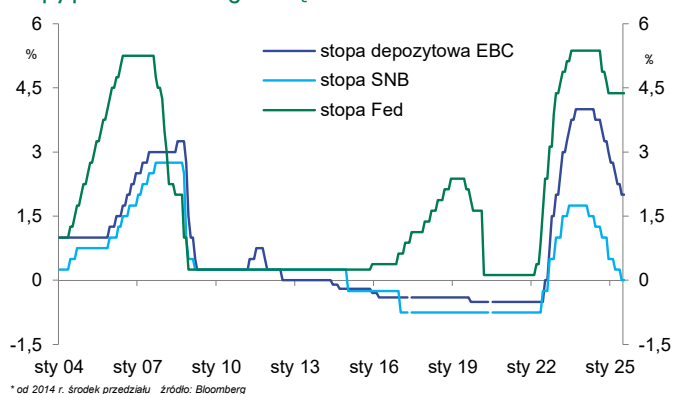
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

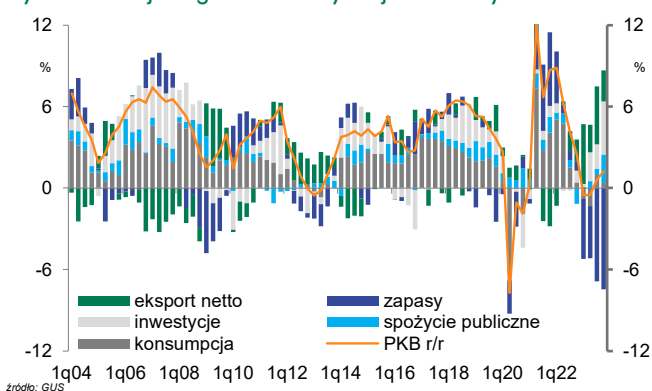
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



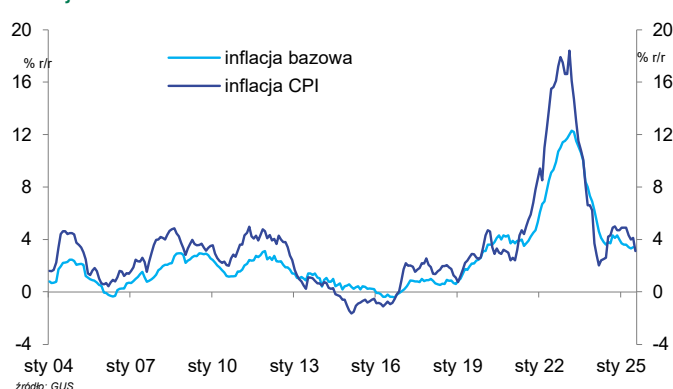
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



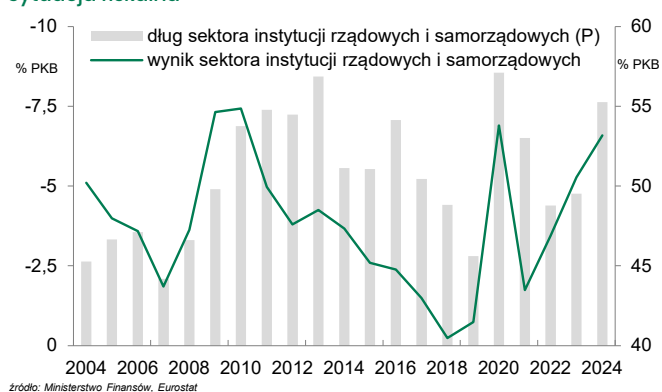
Rynek pracy



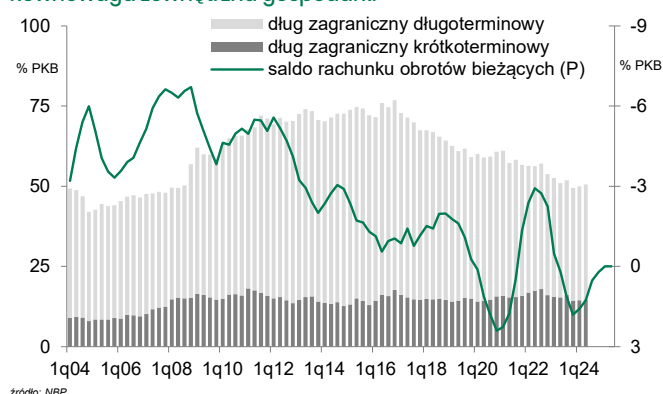
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2025	01.08.2025	08.08.2025	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	4,93	4,91	4,90	4,70	4,40
FRA 3x6	%	4,51	4,46	4,41	-	-	-
FRA 6x9	%	4,19	4,10	4,05	-	-	-
FRA 9x12	%	3,89	3,79	3,74	-	-	-
IRS 2L	%	4,22	4,15	4,09	-	-	-
IRS 5L	%	4,24	4,19	4,10	-	-	-
IRS 10L	%	4,61	4,55	4,48	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,27	4,22	4,25	4,20	4,05
Obligacje skarbowe 5L	%	4,89	4,85	4,78	4,85	4,80	4,65
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,41	5,38	5,35	5,30	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,28	4,26	4,27	4,27	4,30
PLN/USD	PLN	3,73	3,75	3,66	3,71	3,73	3,81
PLN/CHF	PLN	4,58	4,59	4,52	4,59	4,59	4,57
USD/EUR	USD	1,14	1,16	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	4,22	4,28	4,25	4,15	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,68	2,69	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.