

KOMENTARZ TYGODNIOWY

8 września 2025

Obniżka stóp RPP, pogorszenie perspektywy ratingu Polski przez Fitch, słabe dane z rynku pracy w USA.

• Ubiegły tydzień minął na globalnym rynku w oczekiwaniu na piątkową publikację sierpniowych danych z rynku pracy w USA. Wyraźnie słabszy od oczekiwań wzrost zatrudnienia w USA poskutkował ugruntowaniem się oczekiwań na wrześniową obniżkę stóp Fed i wzrostem oczekiwań co do skali dalszego poluzowania polityki monetarnej. Na krajowym rynku RPP zgodnie z oczekiwaniami obniżyła stopy o 25 pkt. baz., natomiast pewnym zaskoczeniem było otwarcie przez prezesa NBP furtki do kolejnej obniżki stóp już podczas najbliższego, październikowego posiedzenia RPP. Ponadto w piątek późnym wieczorem agencja ratingowa Fitch ogłosiła, że utrzymała ocenę ratingową Polski na poziomie A-, ale zmieniła jego perspektywę ze stabilnej na negatywną. Wśród czynników, które wpłynęły na zmianę perspektywy, agencja wskazała na pogarszającą się sytuację finansów publicznych i wyzwania polityczne.

• Według opublikowanych pod koniec minionego tygodnia danych z USA zatrudnienie wzrosło w sierpniu zaledwie o 22 tys. wobec oczekiwanych średnio na rynku 75 tys. Stopa bezrobocia zgodnie z oczekiwaniami lekko wzrosła do 4,3%, wobec 4,2% miesiąc wcześniej, a wynagrodzenia godzinowe wzrosły o 3,7% r/r (blisko oczekiwań). W okresie maj – sierpień gospodarka amerykańska odnotowała średniomiesięczny wzrost zatrudnienia zaledwie poniżej 30 tys. wobec 123 tys. w okresie pierwszych czterech miesięcy tego roku. Oznacza to, że koniunktura na rynku pracy w USA wyraźnie schłodziła się. Choć część słabego wzrostu zatrudnienia może być efektem ograniczenia podaży pracy w USA w wyniku działań administracji USA wymierzonych w nielegalnych imigrantów, niemniej całokształt danych (w tym m.in. nastroje konsumentów) wskazują na dominujący efekt popytowy. Tym samym w świetle danych można wnioskować, że w USA postępuje osłabienie aktywności gospodarczej.

• Słabe dane z amerykańskiego rynku pracy ostatecznie ugruntowały oczekiwania rynkowe na wrześniową obniżkę stóp Fed i zwiększyły oczekiwania co do dalszego poluzowania polityki Fed. Rynek obecnie dyskontuje ze 100% prawdopodobieństwem obniżkę stóp o 25 pkt. baz. podczas wrześniowego posiedzenia, dopuszczając z niewielkim prawdopodobieństwem możliwość obniżki o 50 pkt. baz. (dyskontowane 27 pkt. baz. obniżki we wrześniu). Jednocześnie oczekiwania rynkowe co do tęższej skali poluzowania polityki monetarnej do końca roku wzrosły do 69 pkt. baz. (wobec 61 pkt. baz. przed publikacją danych), a w perspektywie lipca 2026 r. do 132 pkt. baz. (tj. ponad 5 obniżek stóp po 25 pkt. baz.) wobec 123 pkt. baz. przed publikacją danych.

• Wzrost oczekiwań na rozluźnienie polityki monetarnej Fed poskutkowało obniżeniem rentowności obligacji w USA, z silniejszym spadkiem na dłuższym końcu krzywej dochodowości (o 15 pkt. baz. do 4,07%, najniższego poziomu od października 2024 r.). Spadek rentowności w USA dał impuls do lekkiego obniżenia rentowności 10-letnich papierów niemieckich (o 6 pkt. baz. do 2,66%). Skalę spadku rentowności papierów na rynkach europejskich ograniczał obserwowany w ostatnich tygodniach wzrost presji na europejskie rynki długu

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

związany z perspektywą luźnej polityki fiskalnej w państwach strefy euro oraz ze wzrostem niepewności politycznej we Francji w związku z zaplanowanym na dzisiaj głosowaniem wotum nieufności dla mniejszościowego centroprawicowego rządu premiera F. Bayrou w wyniku odrzucenia przez partie lewicowe oraz skrajnie prawicowe Zjednoczenie Narodowe propozycji rządowych dot. projektu budżetu państwa na 2026 r.

- Na rynku walutowym wzrost oczekiwań na poluzowanie polityki Fed lekko osłabiło pod koniec minionego tygodnia dolara wobec euro w okolice 1,17 USD/EUR, tj. poziomu notowanego tydzień wcześniej. W skali całego tygodnia dolar lekko osłabił się (o 0,1%) w relacji do koszyka walut.
- Na rynkach akcji pierwszą reakcją rynkową na słabsze dane z rynku pracy w USA były spadki indeksów giełdowych pod koniec minionego tygodnia. Niemniej skala wzrostu indeksów z poprzednich dni wystarczyła, by większość rynków odnotowała tygodniowy wzrost indeksów: światowy MSCI i MSCI dla USA wzrosły o 0,3% w skali tygodnia, MSCI dla rynków wschodzących wzrósł o 1,3%. Natomiast rynkiem, który odnotował spadek o 0,6% w skali tygodnia. Jednocześnie z początkiem bieżącego tygodnia na rynki akcji powróciły wzrosty indeksów. Rynki, póki co silniej eksponują pozytywny efekt silniejszego poluzowania polityki monetarnej Fed niż negatywnych skutków osłabienia aktywności gospodarczej.
- Pozostałe dane z gospodarki globalnej nie miały istotnego wpływu na rynki. W USA były to sierpniowy indeks koniunktury ISM w przemyśle w USA (48,7 pkt. vs. konsensus: 49 pkt., vs. 48 pkt. w lipcu) oraz sierpniowy indeks ISM w usługach (52 pkt. v. konsensus: 51 pkt., vs. 50,1 pkt. w lipcu). W EMU był to szacunek inflacji za sierpień w strefie euro – zgodny z oczekiwaniami w przypadku wskaźnika HICP oraz nieco wyższy od oczekiwań wynik inflacji bazowej (2,3% r/r).
- Na krajowym rynku stopy procentowej pierwsza połowa tygodnia minęła w oczekiwaniu na środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Sama decyzja RPP o obniżeniu stóp o 25 pkt. baz. była oczekiwana, więc nie wpłynęła na poziom rentowności obligacji skarbowych. Natomiast łagodniejszy od oczekiwań przekaz prezesa NBP podczas konferencji prasowej po posiedzeniu (dopuszczenie możliwości obniżki stóp w październiku) oraz spadek rentowności na rynkach bazowych po publikacji danych z rynku pracy w USA przyniosły pod koniec tygodnia obniżenie rynkowych stóp procentowych zarówno rentowności obligacji (w przypadku 10-latek o 11 pkt. baz.), jak i notowań IRS i FRA.
- Kurs złotego lekko zyskał na wartości w minionym tygodniu, umacniając się o 0,5% w relacji do koszyka walut i na koniec tygodnia osiągnął poziom poniżej 4,25 PLN/EUR, 3,64 PLN/USD oraz poniżej 4,53 PLN/CHF.
- Na krajowym rynku akcji miało miejsce odreagowanie (wzrost o 0,8%) po trzech tygodniach silnych spadków w reakcji na wcześniejsze ogłoszenie planów podwyższenia opodatkowania CIT dla banków.
- Piątkowa wieczorna informacja, że agencja ratingowa Fitch zmieniła perspektywę oceny ratingowej Polski (A-) na negatywną ze stabilnej nie spowodowała z początkiem bieżącego tygodnia znaczącej reakcji zarówno na rynku stopy procentowej jak i w przypadku kursu złotego. Rynek krajowy pozostaje z początkiem tygodnia pod pozytywnym wpływem nastrojów na rynkach globalnych, które, póki co eksponują pozytywny efekt silniejszego

poluzowania polityki monetarnej Fed niż realnych negatywnych skutków osłabienia aktywności gospodarczej w USA.

- Wracając do oceny środowowej decyzji RPP, tak jak wskazaliśmy sama decyzja nie zaskoczyła, natomiast pewnym wyzwaniem jest interpretacja przekazu prezesa NBP podczas konferencji prasowej. W części wstępnej, w której prezes przedstawił pogląd całej Rady nt. perspektyw polityki monetarnej, A. Glapiński zażądał ostrożnie co do dalszego luzowania polityki monetarnej, wskazując na „ostrożną chęć Rady” do dalszych obniżek stóp. Wskazał, że scenariusze dot. poziomu stóp w tym roku mieszczą się w przedziale od stabilizacji stóp NBP na bieżącym poziomie do końca roku, poprzez jedną do maksymalnie dwóch obniżek stóp do końca tego roku. Wyrażnie przy tym eksponował ryzyko dla inflacji związane z luźniejszą od oczekiwań polityką fiskalną w świetle wstępnych założeń do budżetu państwa na 2026 rok. Na tej podstawie można było wnioskować, że dalsze rozluźniania polityki pieniężnej będzie rozłożone w czasie (z pauzami między kolejnymi obniżkami).
- Jednak w części konferencji poświęconej pytaniom dziennikarzy, prezes NBP dopuścił październikową obniżkę stóp, jeśli do końca września zostałaby uchwalona ustawa zamrażająca do końca tego roku ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. W podobnym tonie wypowiedział się w miniony piątek członek RPP L. Kotecki: „w październiku RPP może wznowić dyskusję o obniżkach stóp procentowych, jeśli uda się przedłużyć mrożenie cen energii elektrycznej do końca roku”. W naszej ocenie prawdopodobieństwo uchwalenia przed końcem września ustawy zamrażającej ceny energii do końca roku jest bardzo wysokie, zatem jeśli pogląd prezesa NBP i L. Koteckiego podziela większość Rady, to prawdopodobieństwo październikowej obniżki stóp należy ocenić jako wysokie.
- Natomiast nieco zaskakuje nas tak silne wyeksponowanie przez prezesa wątku kształtowania się cen energii oraz ograniczenie tej kwestii jedynie do perspektywy końca roku i pominięcie wątku cen energii w 2026 r. Poziom cen w 2026 r. uzależniony od nowych taryf za energię elektryczną, które zostaną ogłoszone przez Urząd Regulacji Energetyki przed końcem tego roku. Sądząc na podstawie wcześniejszych decyzji URE nastąpi to na przełomie listopada i grudnia. Powszechnie oczekuje się nowe taryfy za energię elektryczną URE uwzględnią bieżące niskie rynkowe poziomy cen energii, co daje szansę na stabilizację ceny energii dla gospodarstw domowych od początku 2026 r. pomimo zapowiadanego wygaśnięcia obowiązywania ustawy zamrażającej ceny energii. Natomiast do czasu ogłoszenia taryf przez URE ostateczny poziom cen energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych będzie niewiadomą. Nie wykluczamy zatem, że w kolejnych tygodniach RPP zacznie eksponować także tę kwestię jako czynnik ryzyka dla przyszłej inflacji.
- Uwzględniając ponadto bardziej ostrożne ostatnie wypowiedzi członków RPP: H. Wnorowskiego („ostrożność ws. obniżek stóp to raczej jedno cięcie niż dwa do końca 2025 r.”) oraz W. Janczyka („uprawnione jest myślenie o jeszcze jednej obniżce stóp do końca 2025 r.”) skłaniamy się do podtrzymania bazowego scenariusza, w którym wyższe prawdopodobieństwo przypisujemy obniżce stóp w listopadzie o 25 pkt. baz. przy okazji opublikowania przez NBP projekcji makroekonomicznej NBP. W naszej ocenie nowa projekcja pozwoli RPP na ocenę wpływu na przyszłą inflację luźniejszej polityki fiskalnej, dlatego listopadowe

posiedzenie RPP wydaje się optymalnym momentem dla kolejnej obniżki stóp. Natomiast dopuszczenie przez prezesa NBP możliwości obniżki stóp w październiku w sytuacji uchwalenia ustawy zamrażającej ceny energii zwiększa ryzyko, że stopy NBP mogą zostać obniżone już w październiku.

- W bieżącym tygodniu z punktu widzenia sytuacji na globalnym rynku finansowym najistotniejsza będzie proces klarowania się poglądu rynkowego co do decyzji Komitetu Otwartego Rynku Fed, które odbędzie się w kolejnym tygodniu (17.09). Ostatnią istotną publikacją danych przed posiedzeniem będzie czwartkowy odczyt sierpniowej inflacji CPI w USA. W ostatnich miesiącach inflacja w USA zaskakiwała lekko in plus. Gdyby tak się stało rynki raczej nadal nie powinny zwątpić we wrześniową obniżkę stóp o 25 pkt. baz., natomiast zapewne przystąpiłyby spekulacje nt. obniżki o 50 pkt. baz. we wrześniu. W przypadku niespodzianki w postaci niższej inflacji nasiliły się zapewne spekulacje co do większej skali obniżki stóp Fed.
- W strefie euro tradycyjnie uwagę rynkową przykuje czwartkowe posiedzenie rady EBC, niemniej ze względu na dotychczasowy jednoznaczny przekaz rady co do preferencji dla utrzymania stóp procentowych EBC na dotychczasowym poziomie 2% jest mało prawdopodobne by rada zaskoczyła rynki. Jednocześnie jak zawsze rynki z uwagą będą śledziły wypowiedzi prezesa Lagarde podczas konferencji pasowej dot. perspektyw polityki EBC.
- Czynnikiem istotnym dla rynków europejskich będzie rozwój sytuacji apolitycznej we Francji. Dzisiaj (8 września) w godzinach popołudniowych francuskie Zgromadzenie Narodowe, zagłasuje nad wotum zaufania dla centroprawicowego, mniejszościowego rządu premiera Francois Bayrou. Kluczowe w głosowaniu będzie stanowisko Partii Socjalistycznej, która kontestuje rządowy projekt budżetu państwa na 2026 r. Ewentualny upadek rządu (wydaje się, że jest to scenariusz powszechnie oczekiwany) oznaczać będzie konieczność negocjacji z partiami lewicowymi (w tym Partią Socjalistyczną) nt. kształtu budżetu na 2026 r. Generalnie niestabilny układ rządowy we Francji to istotne źródło niepewności wobec wyzwań tego kraju dotyczących ograniczenia przyrostu długu publicznego Francji w kolejnych latach.

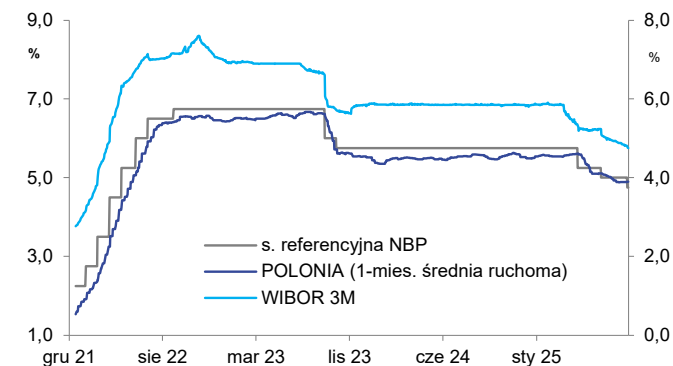
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 8 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	FR	Głosowanie nad wotum nieufności dla rządu	-	-	uchwalenie wotum nieufności dla rządu	-
środa 10 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	sie	0,0% r/r	-0,1% r/r	-
czwartek 11 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	wrz	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	wrz	-	-	-
14:30	US	Inflacja CPI	sie	2,7% r/r	2,8% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	sie	3,1% r/r	3,0% r/r	-
piątek 12 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lip	0,651 mld EUR	-0,352 mld EUR	-0,354 mld EUR
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

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

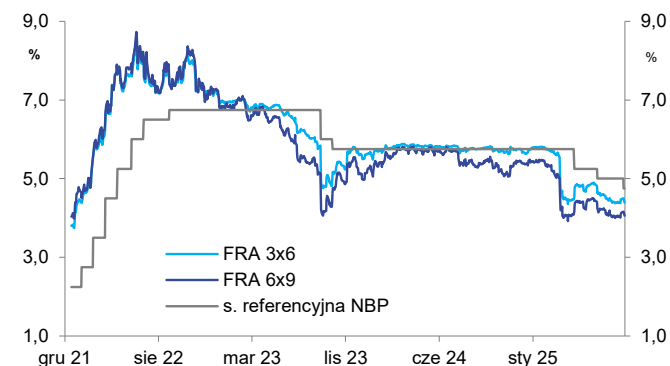
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



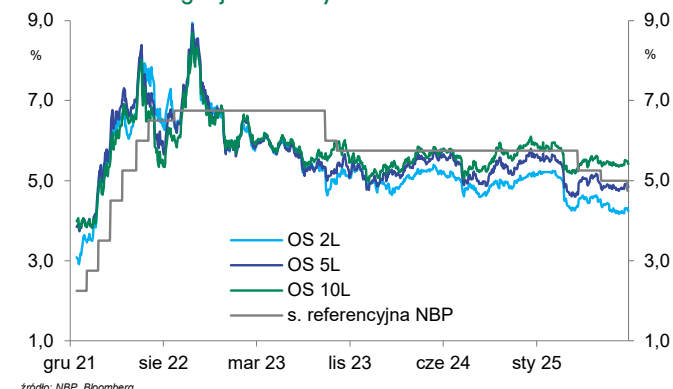
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



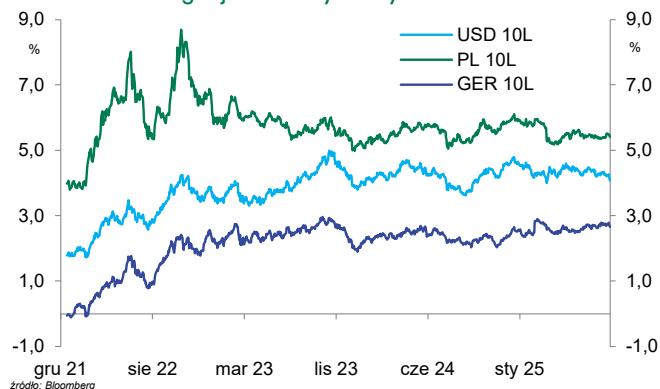
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



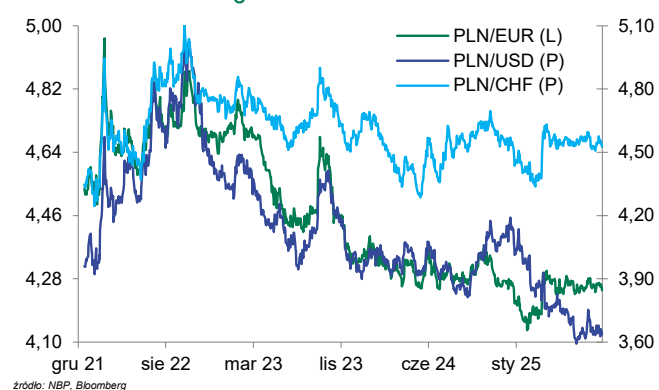
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



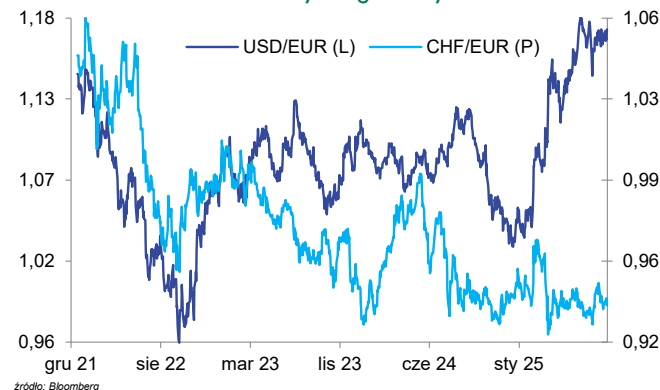
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



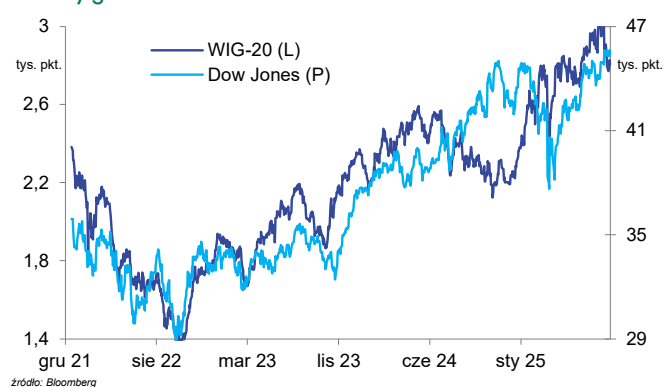
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



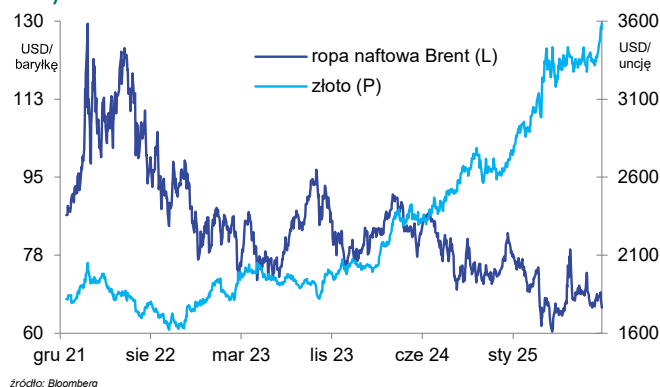
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

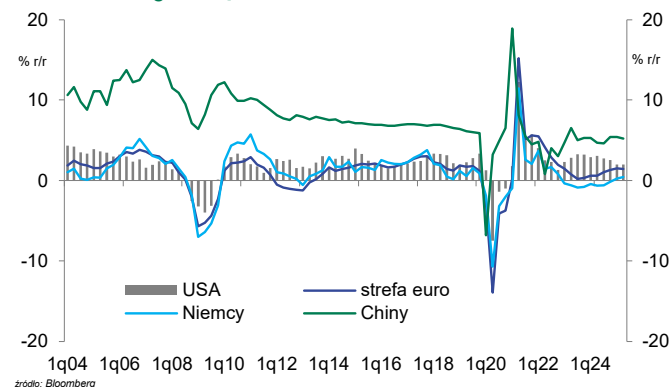
Ceny surowców



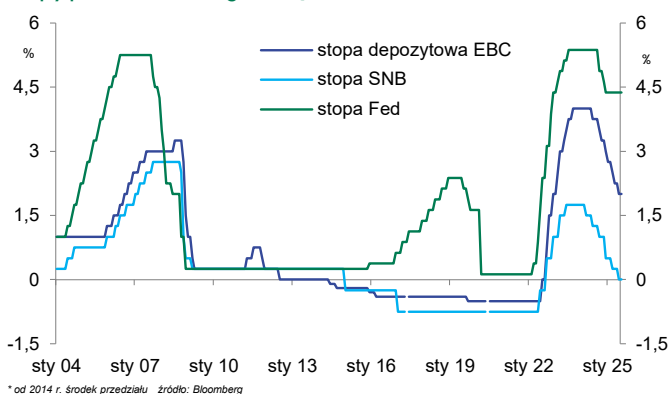
źródło: Bloomberg

Sfera realna

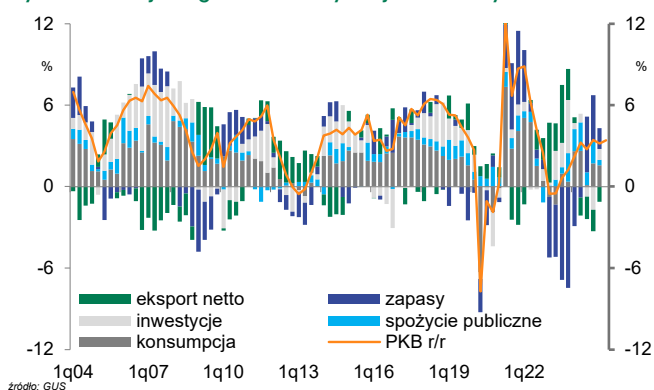
Wzrost PKB za granicą



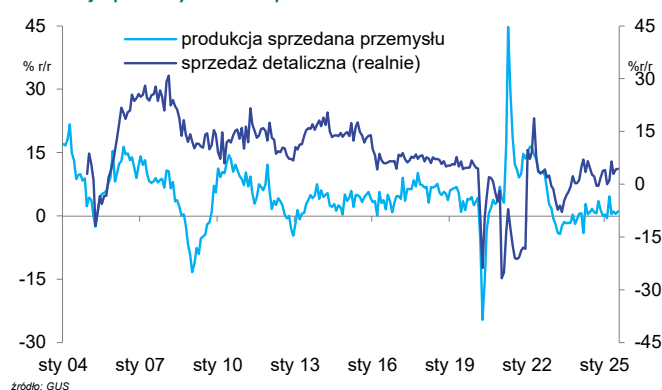
Stopy procentowe za granicą



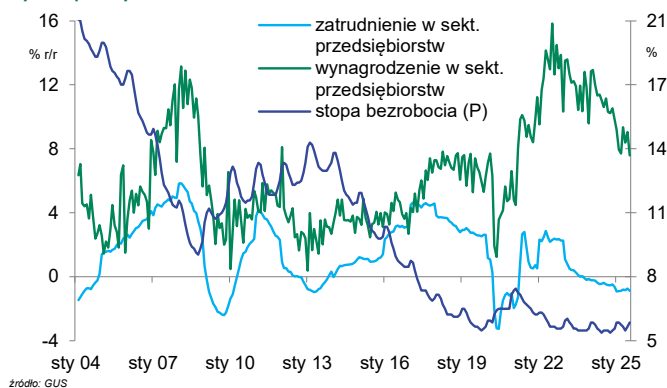
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



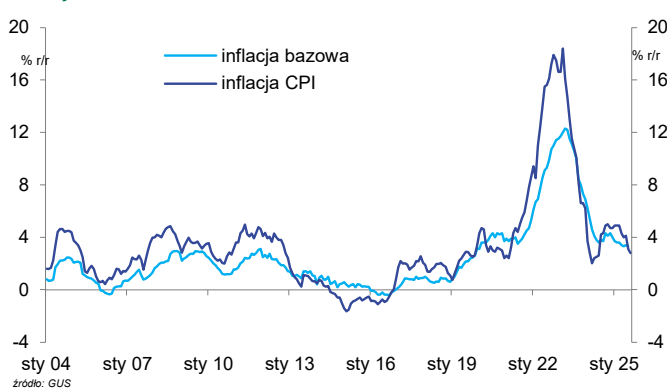
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



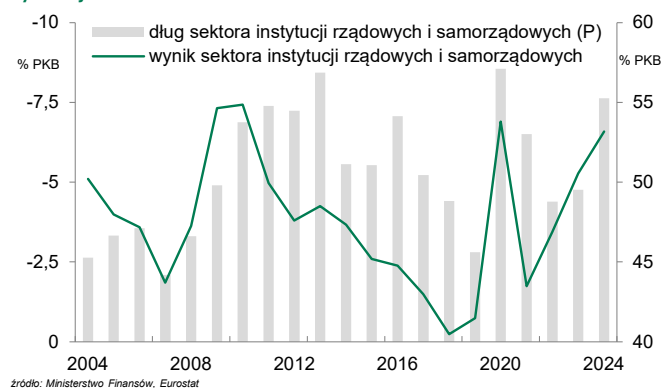
Rynek pracy



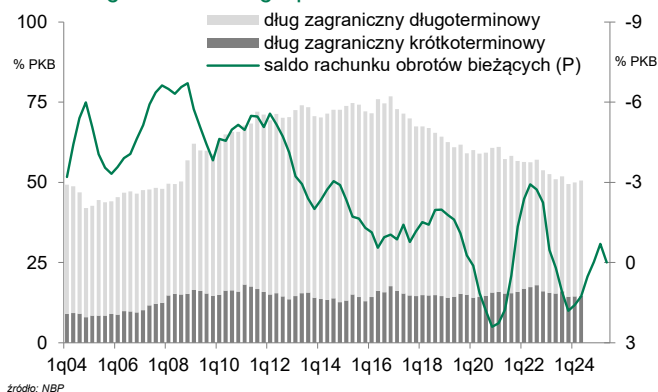
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2025	29.08.2025	05.09.2025	30.09.2025	31.10.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,50	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,00	5,00	4,75	4,75	4,75	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,00
WIBOR 3M	%	4,82	4,82	4,75	4,70	4,65	4,40
FRA 3x6	%	4,49	4,49	4,39	-	-	-
FRA 6x9	%	4,14	4,14	4,06	-	-	-
FRA 9x12	%	3,83	3,83	3,78	-	-	-
IRS 2L	%	4,16	4,16	4,11	-	-	-
IRS 5L	%	4,19	4,19	4,15	-	-	-
IRS 10L	%	4,57	4,57	4,53	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,31	4,24	4,25	4,20	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,92	4,92	4,84	4,85	4,80	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,52	5,52	5,41	5,45	5,40	5,25
PLN/EUR	PLN	4,26	4,27	4,25	4,27	4,28	4,30
PLN/USD	PLN	3,65	3,66	3,64	3,68	3,72	3,81
PLN/CHF	PLN	4,58	4,57	4,53	4,59	4,59	4,60
USD/EUR	USD	1,17	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	%	4,23	4,23	4,07	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,72	2,72	2,66	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.

2025-09-08

Klauzula poufności: BOŚ jawne