

KOMENTARZ TYGODNIOWY

1 września 2025

Wyższy od oczekiwań plan deficytu budżetowego źródłem ryzyka dla prognozy obniżki stóp NBP.

Rynek globalny oczekuje danych z rynku pracy USA.

- Na globalnym rynku finansowym uwaga inwestorów w minionym tygodniu pozostała skupiona na perspektywach polityki pieniężnej Fed, po tym jak prezesa Fed zasygnalizował opcję obniżki stóp na wrześniowym posiedzeniu FOMC podczas forum w Jackson Hole. Ostatnie wypowiedzi członków FOMC dodatkowo potwierdzały scenariusz obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu, przy ograniczonych szansach na głębszą niż 25 pkt. baz. redukcję stóp.
- Choć sytuacja makroekonomiczna i publikacje danych makroekonomicznych były kluczowe z punktu widzenia oczekiwań dot. polityki Fed, to w tle utrzymywała się niepewność związana z obawami dot. niezależności Fed, przy eskalacji konfliktu prezydenta Trumpa z Lisą Cook z zarządu Fed, która odmówiła odejścia z zarządu Fed i zgłosiła sprawę do sądu ws. uprawnień prezydenta do zwolnienia jej z funkcji.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane z USA można ocenić jako neutralne z punktu widzenia decyzji FOMC, przy zgodnym z oczekiwaniami relatywnie mocnym wzroście lipcowych wydatków konsumpcyjnych, stabilnej, podwyższonej inflacji bazowej wg PCE (2,9% r/r) oraz nieco niższą niż przed tygodniem, ale podwyższoną tygodniową liczbą nowych bezrobotnych.
- W efekcie oczekiwania rynkowe dot. ścieżki stóp procentowych nie zmieniły się, wciąż z ok. 90-proc. prawdopodobieństwem oczekiwane jest cięcie stóp Fed o 25 pkt. baz. we wrześniu, a skala oczekiwanych obniżek do końca roku nieznacznie przekracza 50 pkt. baz. W rezultacie w minionym tygodniu rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej w USA zmieniły się minimalnie (spadek o 2 pkt. proc.), a w Niemczech pozostały stabilne. Publikacje stenogramów z lipcowego posiedzenia rady EBC potwierdziły, że choć EBC pozostawił furtkę do obniżki stóp, to w bazowym scenariuszu preferowana jest ich stabilizacja.
- Niewiele zmieniała się także sytuacja na rynku walutowym, gdzie zmiany notowań euro i dolara w relacji do koszyka walut były minimalne a kurs euro wobec dolara wahał się wokół poziomu 1,17 USD/EUR.
- W ograniczonym stopniu na sytuację rynkową wpłynęło ostateczne ogłoszenie przez prezydenta Trumpa 50-procentowych ceł importowych na Indie, jako skutek zakupów przez ten kraj rosyjskiej ropy naftowej. Nie wydaje się także, aby istotnie na sytuację rynkową wpłynęła ogłoszona w piątek decyzja sądu apelacyjnego w USA, że większość „wzajemnych” ceł nałożonych przez administrację Donalda Trumpa jest niezgodna z prawem. Może to wynikać z faktu, że większość obowiązujących obecnie podwyższonych ceł jest już objęta dwustronnymi umowami handlowymi, a w przypadku ceł nakładanych jednostronnie administracja prezydencka może wykorzystać inne procedury nakładania ceł.

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

- Drugi tydzień z rzędu wpływ sytuacji globalnej na krajowy rynek finansowy pozostał ograniczony przy dominującym wpływie czynników krajowych.
- Na rynku akcji utrzymywały się bardzo słabe nastroje pod wpływem informacji z wcześniejszego tygodnia dot. planów podwyższenia podatku CIT dla banków, przy generalnie słabszych wynikach rynku globalnego, szczególnie europejskiego. Indeks WIG w minionym tygodniu obniżył się o 2,7%, po spadku tydzień wcześniej o 1,6%.
- Dodatkowo negatywnie na te nastroje wpłynęła publikacja założeń ustawy budżetowej na 2026 r. z większym wobec powszechnych oczekiwań deficytem zarówno samego budżetu państwa, jak i całego sektora finansów publicznych.
- W przyjętej przez rząd ustawie budżetowej na 2026 r. założono limit deficytu budżetu państwa na poziomie 271,7 mld zł, przy dochodach na poziomie 647,2 mld zł i wydatkach na poziomie 918,9 mld zł. Jednocześnie resort finansów potwierdził wykonanie deficytu za 2025 r. w kwocie nie wyższej niż zaplanowana w ustawie budżetowej tj. 288,8 mld zł. Zgodnie z szacunkami resortu deficyt SFP w 2026 r. ma obniżyć się do 6,5% PKB, wobec 6,9% szacowanych na 2025 r. Założenia makroekonomiczne przyjęte w ustawie uważamy za realistyczne, natomiast w ustawie założono podwyżki podatku akcyzowego na alkohol i opłaty cukrowej oraz wzrost stawki podatkowej CIT dla sektora bankowego. Choć poziom planowanych wydatków i deficytu jest nieco niższy niż w 2025 r., to trzeba nadmienić, że w 2025 r. w wydatkach budżetu uwzględniono wykup zapadających obligacji PFR i BGK na kwotę blisko 70 mld zł, a w 2026 r. wartość zapadalności jest niższa niż 10 mld zł.
- Zgodnie z założeniami potrzeby pożyczkowe netto w 2026 r. mają skokowo wzrosnąć do 422,8 mld zł wobec 300,5 mld w 2025 r. Co jednak istotne, planowane finansowanie potrzeb z tytułu emisji SPW na rynku krajowym ma wynieść 240,8 mld zł, wobec 266,9 mld zł w 2025 r., a na rynkach zagranicznych 27,9 mld zł, wobec 33,0 mld zł w 2025 r. W decydującym stopniu wzrost potrzeb pożyczkowych netto jest związany z przepływami na rachunku walutowym zapewne związanymi z zaksięgowaniem rozliczeń w ramach środków z KPO (przekazania beneficjentom środków w ramach części pożyczkowej z KPO w łącznej wysokości 129,1 mld zł). Taka sytuacja nie zwiększa podaży papierów skarbowych, choć okresowo (do czasu spłaty pożyczek przez beneficjentów) podwyższa wartość długu publicznego. Z kolei wzrost środków na rachunku walutowym w 2025 r. w wyniku napływu środków w części grantowej KPO obniżył szacunek potrzeb pożyczkowych w 2025 r.
- Według projekcji resortu finansów dług sektora finansów publicznych (liczony wg metodyki UE) w 2025 r. ma przekroczyć poziom 60% PKB, a w 2026 r. wzrosnąć do 66,8%. Z kolei poziom państwowego długu publicznego (węższa kategoria względem metodyki UE) ma wzrosnąć do 53,8%, tj. blisko poziomu 55% progu ostrożnościowego zapisanego w ustawie o finansach publicznych.
- Te informacje szczególnie silnie negatywnie wpłynęły na krajowy rynek stopy procentowej i poskutkowały wzrostem rentowności obligacji skarbowych na całej długości krzywej o 12-14 pkt. baz. Wpływ tych informacji na rentowności obligacji skarbowych działał zarówno od strony poziomu zadłużenia i potrzeb pożyczkowych, ale także od strony oczekiwań dot. krótkookresowych decyzji RPP. Niejednokrotnie prezes NBP Adam Glapiński i członkowie RPP podnosili kwestię

luźnej polityki fiskalnej jako argument przeciwko obniżkom stóp procentowych. W efekcie, w minionym tygodniu o blisko 10 pkt. baz. wzrosły stawki kontraktów IRS oraz o 10–12 pkt. baz. stawki kontraktów FRA.

- Te informacje zwiększają ryzyko dla scenariusza redukcji stóp NBP na posiedzeniu RPP, które odbędzie się w bieżącym tygodniu. Zakładamy, że spadek sierpniowej [inflacji CPI](#) wg szacunku *flash* do 2,8% r/r, bliżej poziomu celu inflacyjnego RPP, jak również szacowane na podstawie opublikowanych danych obniżenie inflacji bazowej będą argumentem za kolejnym lekkim dostosowaniem stóp procentowych. Tym samym podtrzymujemy naszą dotychczasową prognozę, że RPP obniży stopy o 25 pkt. baz. (prawdopodobieństwo lekko powyżej 50%).
- Jednocześnie prognoza wrześniowej obniżki stóp obciążona jest wysokim ryzykiem. Jego głównym źródłem jest opublikowana prognoza wyższego od oczekiwań deficytu budżetu państwa na 2026 r., co oznacza luźniejszą od oczekiwań politykę fiskalną (np. wobec założeń przyjętych w lipcowej projekcji NBP). Prezes NBP i członkowie RPP wielokrotnie wskazywali, że luźna polityka fiskalna jest jednym z głównych czynników, na które RPP zwraca uwagę przy ustalaniu stóp NBP. Dlatego alternatywnemu scenariuszowi – utrzymania stóp NBP na dotychczasowym poziomie wraz z przekazem, że RPP potrzebuje nowej projekcji makroekonomicznej NBP (publikacja w listopadzie) w celu oceny perspektyw inflacyjnych w warunkach luźniejszej polityki fiskalnej – przypisujemy relatywnie wysokie prawdopodobieństwo – blisko 50%.
- Sądzymy także, że na decyzje RPP nie wpłyną dane ze sfery realnej, przy stabilnym wzroście PKB w II kw. 3,4% r/r i zapewne okresowym silniejszym spowolnieniu inwestycji (–1,0% r/r) oraz wzroście dynamiki spożycia gospodarstw domowych (4,4% r/r). W obu kategoriach wyniki za II kw. są odciążeniem wyników z I kw.
- Na rynku globalnym z kolei uwaga rynkowa będzie skupiona na publikacji piątkowych danych z amerykańskiego rynku pracy. To ten odczyt będzie bowiem ostateczną weryfikacją oczekiwań dot. wrześniowej decyzji FOMC.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (2–3 września)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe NBP o 25 pkt.baz., w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 4,75%. Temu scenariuszowi przypisujemy prawdopodobieństwo nieco wyższe niż 50%. Zakładamy, że RPP zadecyduje się na kontynuację dostosowania stóp procentowych do bieżącego spadku inflacji w okolice celu inflacyjnego NBP (2,8% r/r w sierpniu) i niższej inflacji bazowej, przy prognozowanym w projekcji makroekonomicznej NBP średniookresowym obniżeniu inflacji do poziomu 2,5%, m.in. w warunkach niższej dynamiki wynagrodzeń. Na perspektywę ponownej obniżki stóp wraz ze spadkiem bieżącej inflacji wskazywały też wypowiedzi prezesa NBP podczas konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu RPP oraz pojedyncze wypowiedzi pozostałych członków RPP (np. ostatnio H. Wnorowskiego).

Jednocześnie prognoza wrześniowej obniżki stóp obciążona jest wysokim ryzykiem. Jego głównym źródłem jest prognoza wyższego od oczekiwań deficytu budżetu państwa na 2026 r., co oznacza luźniejszą od oczekiwań politykę fiskalną (np. wobec założeń przyjętych w lipcowej projekcji NBP). Prezes NBP i członkowie RPP wielokrotnie wskazywali, że luźna polityka fiskalna jest jednym z głównych czynników, na które RPP zwraca uwagę przy ustalaniu stóp NBP. Dlatego **alternatywnemu scenariuszowi – utrzymania stóp NBP na dotychczasowym poziomie wraz z przekazem, że RPP potrzebuje nowej projekcji makroekonomicznej NBP (publikacja w listopadzie) w celu oceny perspektyw inflacyjnych w warunkach luźniejszej polityki fiskalnej – przypisujemy relatywnie wysokie prawdopodobieństwo – blisko 50%.**

Jednocześnie oczekujemy, że przy realizacji naszego bazowego scenariusza wrześniowej obniżki stóp podczas czwartkowej konferencji prasowej prezes Głapiński zaostrzy przekaz co do kolejnych decyzji RPP.

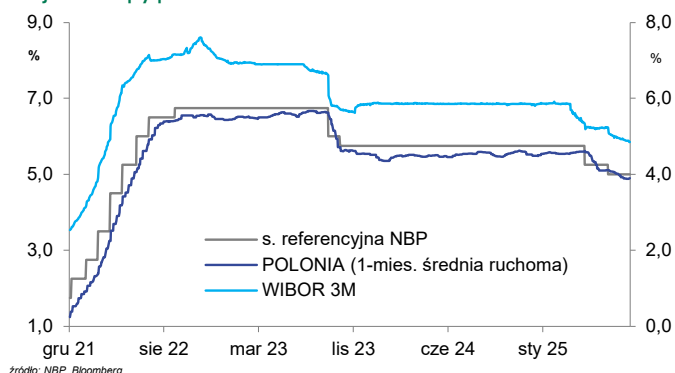
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 2 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sie	2,0% r/r	2,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sie	2,3% r/r	2,3% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	sie	48,0 pkt.	-	-
środa 3 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	sie	52,6 pkt.	48,6 pkt.	-
09:30	US	Przemówienie prezes EBC Christine Lagarde na konferencji we Frankfurcie	wrz	-	-	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	wrz	5,00% (ref)	4,75% (ref)	4,75% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	wrz	-	-	-
czwartek 4 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	lip	0,3% m/m	0,4% m/m	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	wrz	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sie	50,1 pkt.	50,5 pkt.	-
piątek 5 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lip	-1,0% m/m	1,2% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (fin.)	II kw.	0,6% kw/kw (wst.)	0,6% kw/kw	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sie	73,0 tys.	78,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	sie	4,2%	4,3%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sie	3,9% r/r	3,8% r/r	-
poniedziałek 8 września			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lip	-1,9% m/m	-0,4% m/m	-

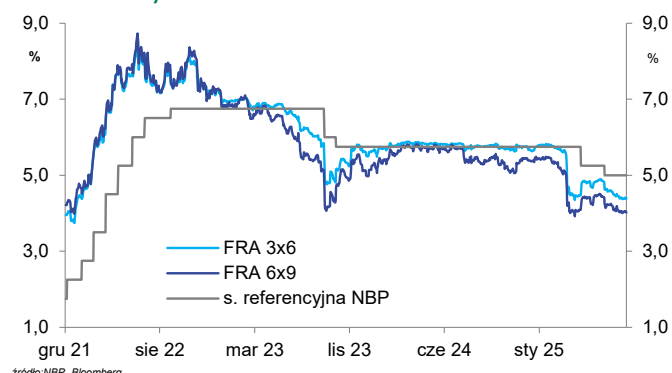
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

Rynki finansowe

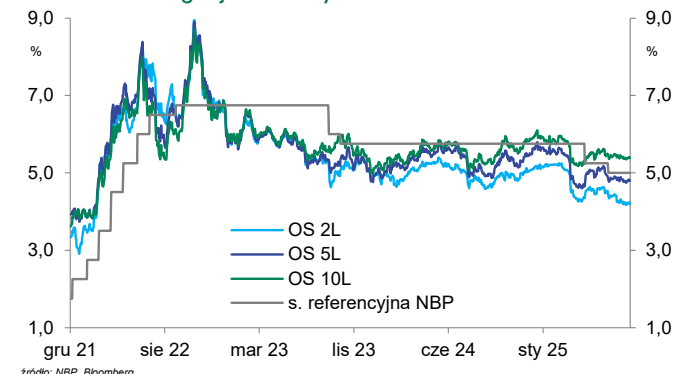
Krajowe stopy procentowe



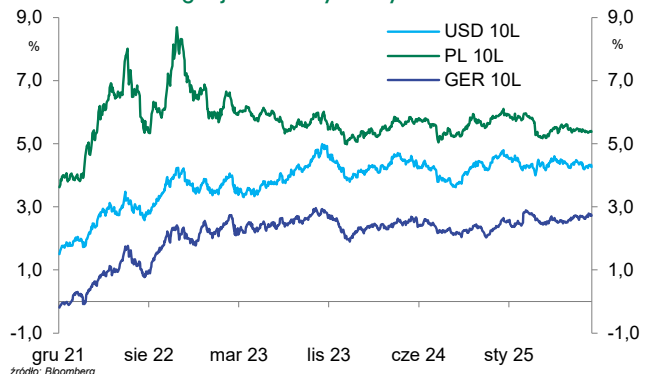
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



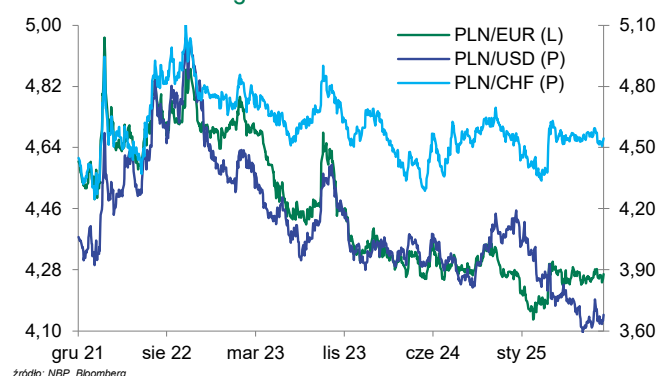
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



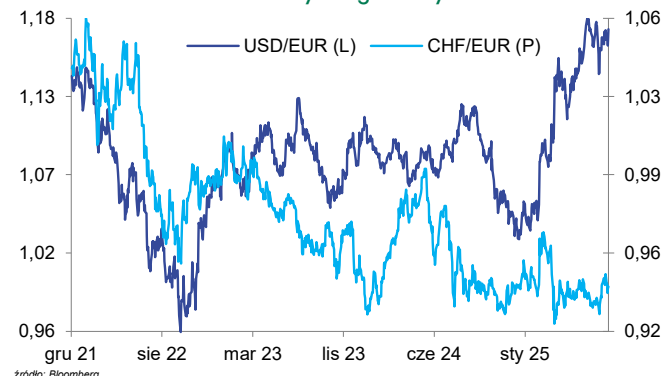
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



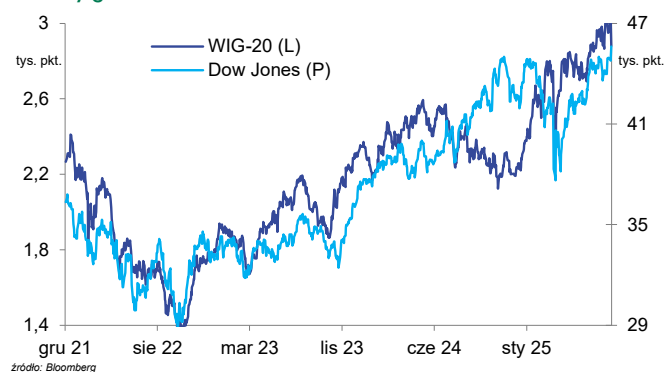
Notowania kursu złotego



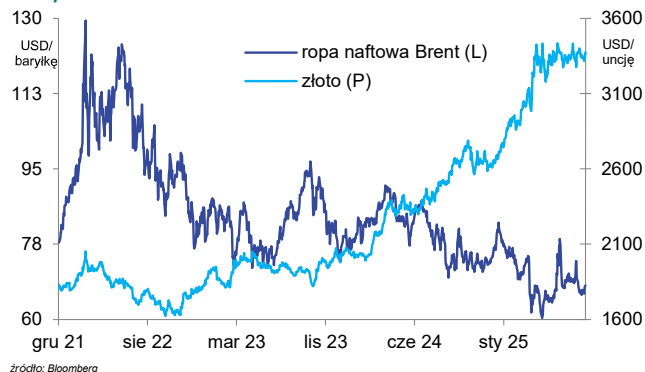
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe



Ceny surowców

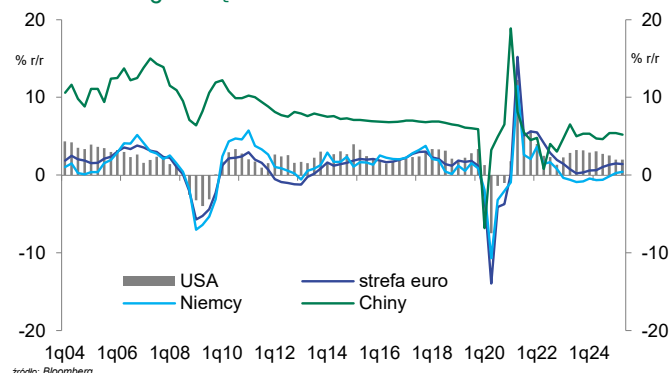


2025-09-01

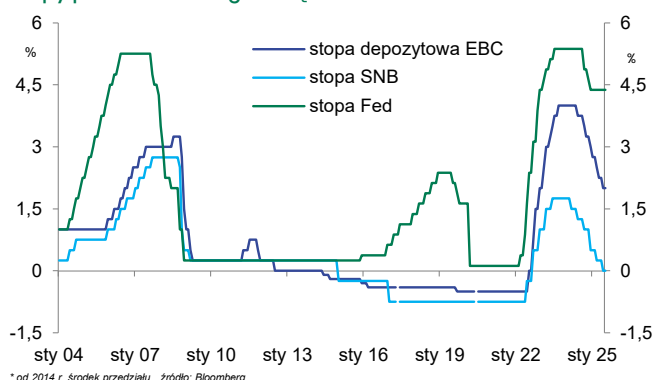
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

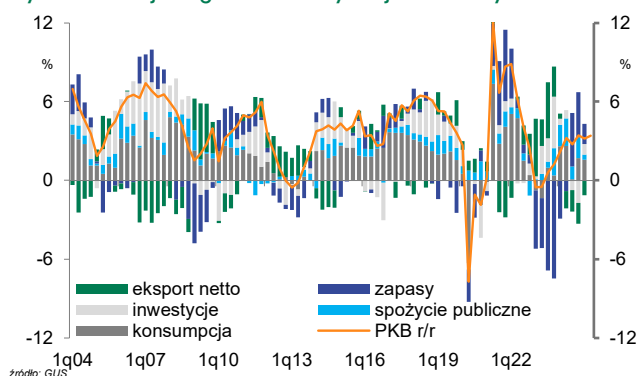
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



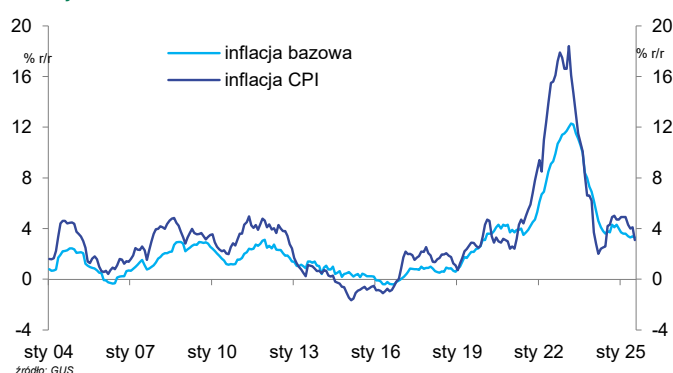
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



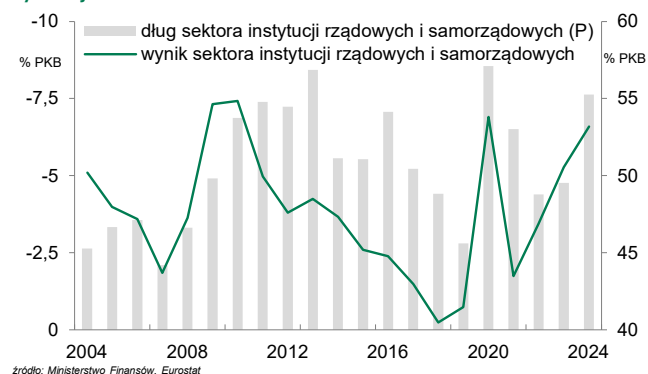
Rynek pracy



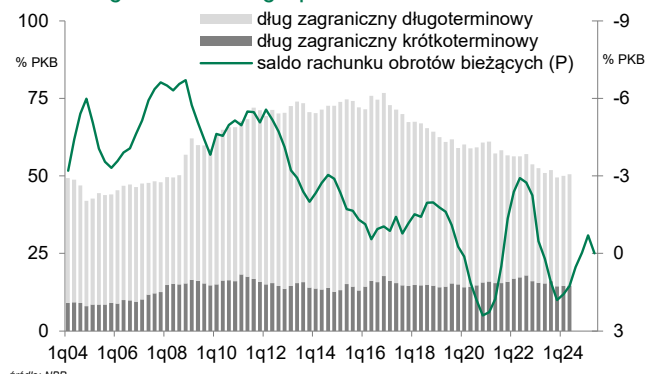
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



2025-09-01

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.07.2025	22.08.2025	29.08.2025	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	4,85	4,82	4,70	4,65	4,40
FRA 3x6	%	4,51	4,39	4,49	-	-	-
FRA 6x9	%	4,19	4,02	4,14	-	-	-
FRA 9x12	%	3,89	3,71	3,83	-	-	-
IRS 2L	%	4,22	4,08	4,16	-	-	-
IRS 5L	%	4,24	4,10	4,19	-	-	-
IRS 10L	%	4,61	4,48	4,57	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,31	4,19	4,31	4,25	4,20	4,10
Obligacje skarbowe 5L	%	4,89	4,79	4,92	4,85	4,80	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,38	5,52	5,45	5,40	5,25
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,27	4,27	4,28	4,30
PLN/USD	PLN	3,73	3,68	3,66	3,70	3,72	3,81
PLN/CHF	PLN	4,58	4,55	4,57	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	4,25	4,23	4,20	4,15	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,72	2,72	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 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.

2025-09-01

Klauzula poufności: BOŚ jawne