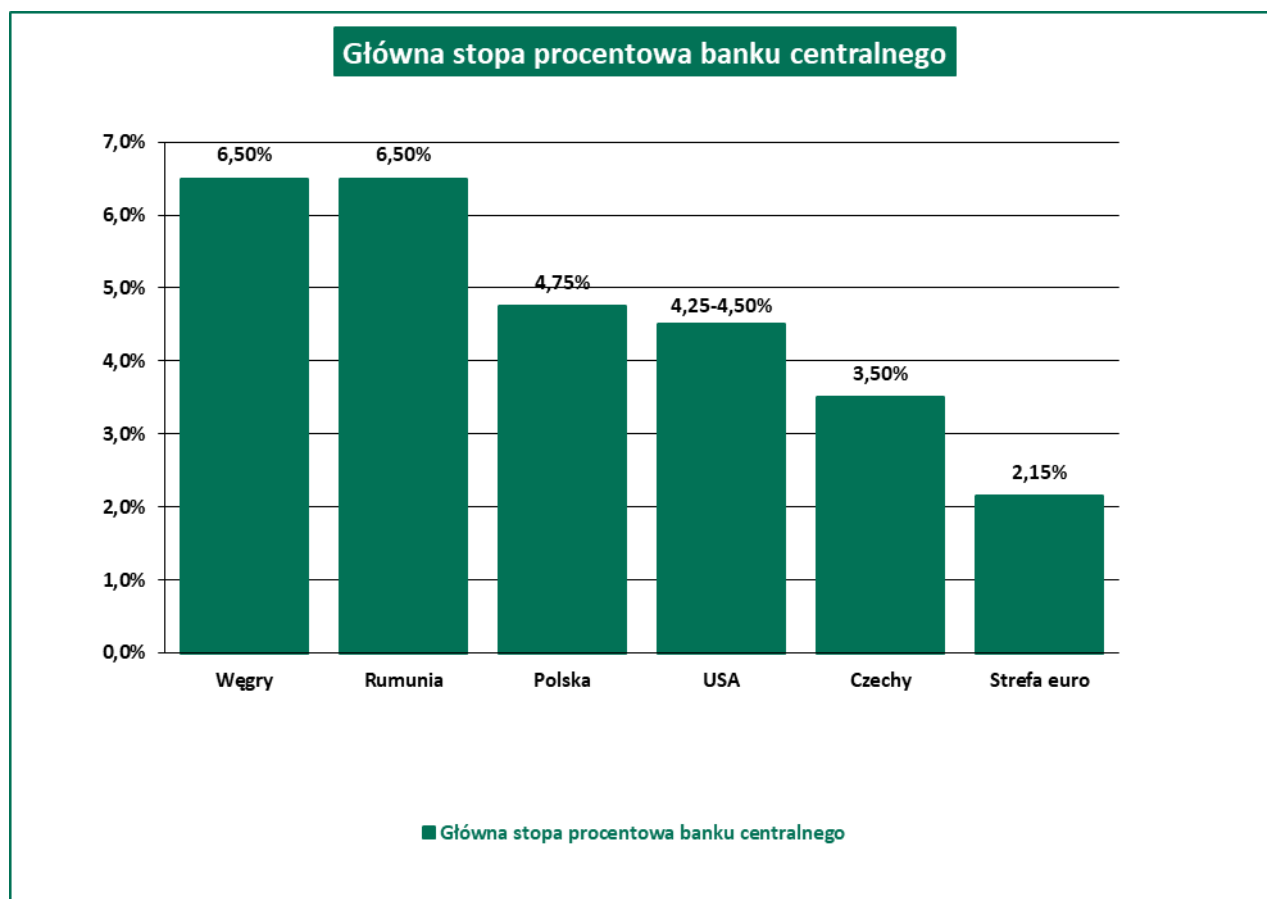


Dane makroekonomiczne

Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP



Rada Polityki Pieniężnej obniżyła we wrześniu br. stopy procentowe o 0,25 pp., kontynuując zapoczątkowany w maju br. stopniowy proces łagodzenia polityki pieniężnej. Głównymi argumentami za redukcją stóp NBP są: malejący wskaźnik inflacji konsumenckiej (2,8 % r/r w sierpniu br.), zakotwiczenie inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w celu RPP (2,5 % w skali rocznej, plus/minus 1 pp.) oraz wyhamowanie rocznej dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (do 7,6 % w lipcu br.), wskazujące na słabnięcie presji płacowej w gospodarce. W naszej ocenie, uwarunkowania makroekonomiczne, które były podstawą do obniżek stóp procentowych w tym roku, nadal pozostawiają przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach. Oczekujemy, że stopy procentowe w perspektywie do końca 2025 r. spadną jeszcze o 0,25 pp. (Rada zdecyduje się na obniżkę w listopadzie, gdy będzie dysponować najnowszymi prognozami gospodarczymi NBP, potwierdzającymi trwały powrót inflacji do celu RPP).

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	07 2025	07 2025	01-07 2025
	06 2025	07 2024	01-07 2024
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	0,2 %	2,9 %	2,2 %
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	-0,2 %	3,4 %	2,7 %
Górnictwo i wydobywanie	2,5 %	-6,4 %	-5,6 %
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	6,4 %	-1,8 %	-1,7 %
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	-0,6 %	0,6 %	-1,2 %
w tym:			
Budowa budynków	-5,2 %	-1,3 %	-5,4 %
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	4,1 %	-3,4 %	-2,2 %
Roboty budowlane specjalistyczne	-2,4 %	9,5 %	5,4 %
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	4,4 %	4,8 %	3,3 %
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	3,1 %	10,7 %	10,7 %
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	1,9 %	0,7 %	1,5 %
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	4,2 %	-0,4 %	0,1 %

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2024-2026 (dane źródłowe: MFW, link)

Wskaźnik	2024	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)
Polska			
PKB, zmiana r./r.	2,9 %	3,2 %	3,1 %
Inflacja, r./r.	3,7 %	4,3 %	3,4 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-6,6 %	-6,2 %	-5,3 %
Dług publiczny (jako % PKB)	55,3 %	60,7 %	64,3 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	0,1 %	-0,3 %	-0,7 %
Strefa euro			
PKB, zmiana r./r.	0,9 %	0,8 %	1,2 %
Inflacja, r./r.	2,4 %	2,1 %	1,9 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-3,1 %	-3,2 %	-3,4 %
Dług publiczny (jako % PKB)	87,7 %	88,7 %	89,7 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	2,8 %	2,3 %	2,1 %
USA			
PKB, zmiana r./r.	2,8 %	1,8 %	1,7 %
Inflacja, r./r.	3,0 %	3,0 %	2,5 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-7,3 %	-6,5 %	-5,5 %
Dług publiczny (jako % PKB)	120,8 %	122,5 %	123,7 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-3,9 %	-3,7 %	-3,2 %

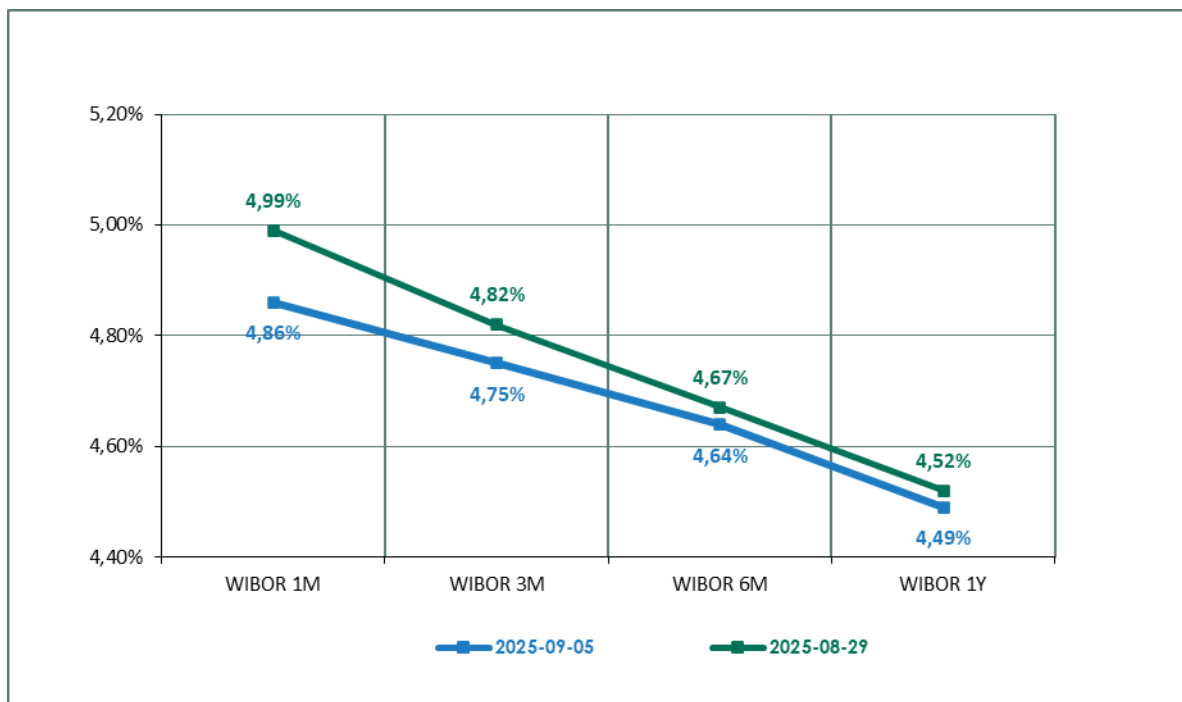
Wydarzenia

Według danych GUS, PKB w II kwartale 2025 r. wzrósł o 3,4 % r/r, wobec wzrostu o 3,2 % r/r w I kw. 2025 r. Do osiągnięcia solidnej dynamiki PKB w II kw. 2025 r. przyczynił się przede wszystkim wzrost konsumpcji gospodarstw domowych (2,6 pp. udział w strukturze wypracowanego w II kw. 3,4 % wzrostu PKB). Szczegółowe dane GUS za II kw. 2025 r. wskazują, że tempo wzrostu PKB mogłoby być potencjalnie jeszcze wyższe (niż osiągnięte 3,4 %), lecz czynnikami ograniczającymi była niska dynamika inwestycji (ujemny, tj. minus 0,2 pp. wkład w wypracowane 3,4 % tempo wzrostu PKB) oraz ujemne saldo obrotów z zagranicą (wpływ eksportu netto na wzrost PKB wyniósł minus 0,4 pp.). Oczekiwana poprawa dynamiki nakładów inwestycyjnych w kolejnych miesiącach (w ramach wykorzystania środków europejskich) będzie sprzyjała osiągnięciu szybszej (ponad 3,4 % r/r) dynamiki PKB w drugim półroczu 2025 r.

Według danych opublikowanych przez S&P Global, indeks PMI dla sektora przemysłowego w sierpniu 2025 r. wyniósł 46,6 pkt, wobec 45,9 pkt w lipcu br. Wartość indeksu ukształtowała się zatem czwarty miesiąc z kolei poniżej granicznego poziomu 50 pkt, który oddziela rozwój od dekoniunktury. Wynik na poziomie 46,6 pkt oznacza, że zdaniem ankietowanych koniunktura w przemyśle w sierpniu była słabsza niż w lipcu br., w szczególności na skutek spadku zamówień (w tym eksportowych) oraz spadku produkcji (w ujęciu m/m). Słabym ocenom koniunktury w sierpniu towarzyszyła jednak pewna poprawa prognoz ankietowanych odnośnie perspektyw na nadchodzące 12 miesięcy (wzrost optymizmu wiązano m.in. z „ożywieniem na rynkach europejskich oraz funduszami KPO”). Wyniki sierpniowego badania PMI (opublikowanego w dn. 1.09 br.) zwiększają ryzyko odnotowania niskiego tempa wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu (publikacja danych GUS w dn. 18 września br.).

Rynki finansowe

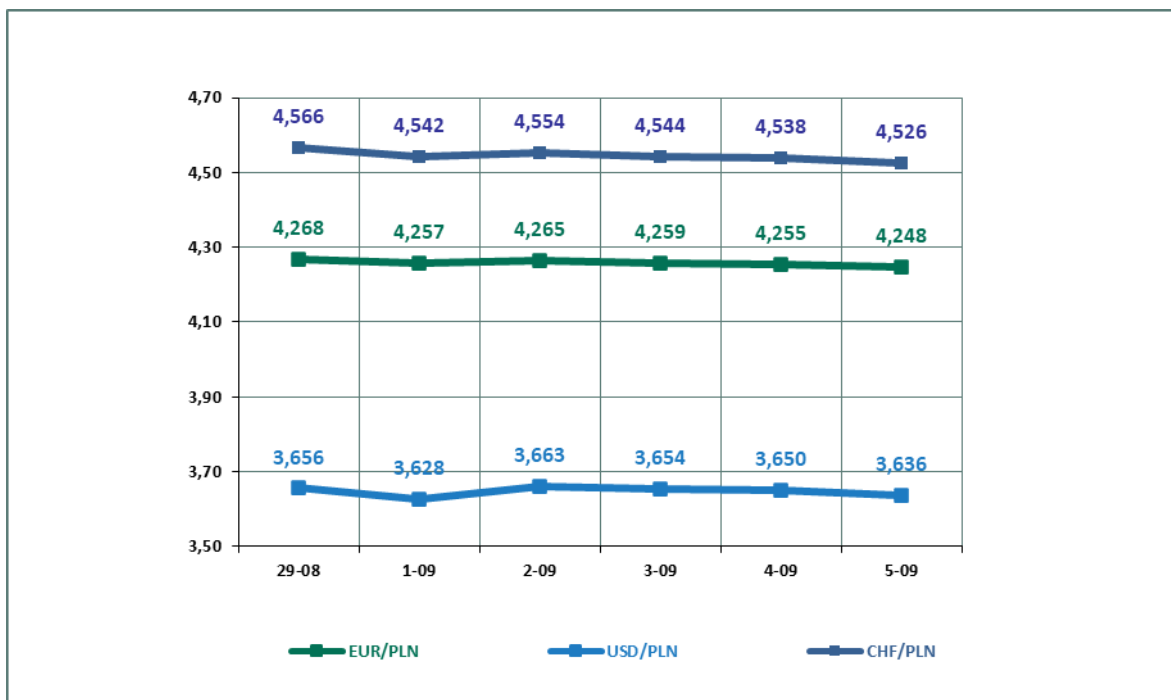
Rynek stóp procentowych



Obniżenie we wrześniu br. [stóp procentowych NBP](#) w połączeniu z oczekiwanym spadkiem kosztu pieniądza w kolejnych kwartałach (szczegóły na str. 1) sprzyja kształtowaniu się rynkowych stawek na niskim poziomie (wobec stopy referencyjnej NBP 4,75 %). Najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dn. 7-8 października br.

Rynkowe stopy procentowe (1 – 5.09.2025 r.)

STAWKA	2025-09-05	2025-09-04	2025-08-29
WIBOR 1M	4,86%	4,84%	4,99%
WIBOR 3M	4,75%	4,77%	4,82%
WIBOR 6M	4,64%	4,65%	4,67%
WIBOR 1Y	4,49%	4,51%	4,52%
POLONIA	4,44%	4,44%	4,75%
WIRON	3,99%	4,04%	3,28%
€STR (EUR)	1,92%	1,93%	1,92%
SOFR (USD)	4,42%	4,41%	4,34%
SONIA (GBP)	-	3,97%	3,97%
SARON (CHF)	-	-0,04%	-0,06%

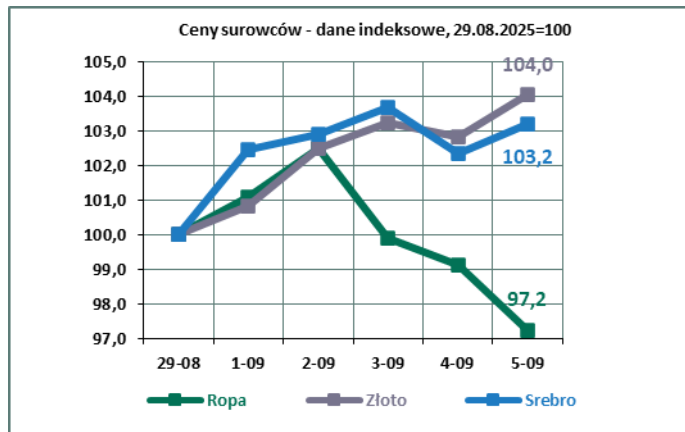


Istotne znaczenie dla kierunku zmian na rynku walutowym mają wydarzenia o charakterze globalnym. W miniony piątek (5.09 br.), najważniejszym wydarzeniem ekonomicznym były publikacje z rynku pracy w USA, które wskazały na osłabienie koniunktury w sierpniu br. (rozumiane jako wzrost zatrudnienia m/m w skali mniejszej niż w miesiącu poprzedzającym oraz równoczesny wzrost stopy bezrobocia do 4,3 %, wobec 4,2 % w lipcu br.). Pogorszenie koniunktury zwiększa oczekiwania na redukcję stóp procentowych przez komitet Fed we wrześniu (posiedzenie w dn. 16-17.09 br.). Bliska perspektywa obniżek stóp procentowych w USA ogranicza potencjał do osłabienia złotego w relacji wobec dolara.

W przeciwnym kierunku (niekorzystny wpływ na złotego) mają z kolei czynniki krajowe, związane ze zmianą perspektywy oceny wiarygodności kredytowej Polski przez [agencję Fitch](#) (ze stabilnej na negatywną), co potencjalnie może być zwiastunem obniżki ratingu przez tą agencję w 2026 r. (sprzyjającej osłabieniu złotego oraz wzrostowi kosztów obsługi zadłużenia).

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-08-29	2025-09-05	ZMIANA
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	3,6559	3,6357	-0,6%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2684	4,2476	-0,5%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,5659	4,5257	-0,9%



W ujęciu tygodniowym cena ropy Brent spadła o 2,8 % (t/t). Czynnikiem ryzyka dla rynku ropy pozostaje rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie, w tym brak postępów dyplomatycznych w negocjacjach dotyczących przyszłości Strefy Gazy. W szerszym kontekście, skalę spadku cen surowca ogranicza również ryzyko fiaska procesu pokojowego zainicjowanego przez Prezydenta USA pomiędzy Rosją a Ukrainą, gdyż taki scenariusz (porażki dyplomatycznej) mógłby oznaczać bliską perspektywę wprowadzenia dodatkowych [sankcji](#) na handel rosyjską ropą.

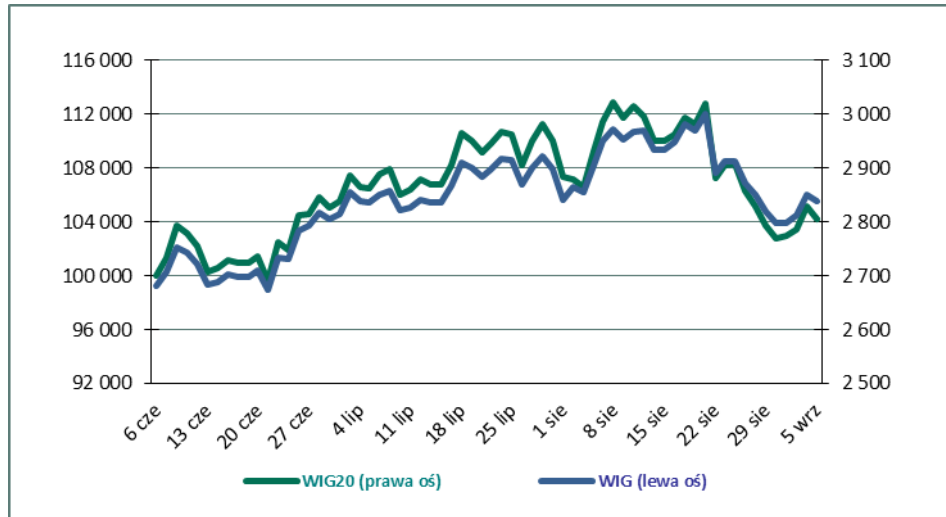
Pomimo trudnych uwarunkowań międzynarodowych (opisanych powyżej), w naszej ocenie potencjał do trwałego wzrostu cen ropy pozostaje jednak również ograniczony ze względu na kluczową rolę, jaką w geopolityce odgrywają Stany Zjednoczone (zarówno na Bliskim Wschodzie, jak i w relacjach z Europą). Amerykański rząd prawdopodobnie będzie minimalizować ryzyko skokowego wzrostu cen ropy, gdyż taki rozwój sytuacji na światowych rynkach mógłby doprowadzić do negatywnego scenariusza gospodarczego w USA tj. wystąpienia recesji w pierwszym roku prezydentury (po powrocie do Białego Domu) Donalda Trumpa.

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

Data	Cena ropy (USD/bbl)	Cena złota (USD/oz.)	Cena srebra (USD/oz.)
29-08	67,38	3 447,93	39,74
1-09	68,12	3 476,28	40,72
2-09	69,06	3 533,66	40,89
3-09	67,32	3 559,26	41,21
4-09	66,79	3 545,86	40,67
5-09	65,52	3 586,76	41,01

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

Data	Pszenica konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
14-07	873,44	22,72	6,43	1,47	63,19
21-07	842,17	21,59	6,51	1,17	61,01
28-07	817,59	22,52	6,57	1,14	61,91
4-08	806,90	22,32	6,64	1,11	61,89
11-08	790,66	23,13	6,65	1,05	58,95
18-08	805,28	22,92	6,63	0,94	62,48
25-08	806,86	23,27	6,58	1,00	62,86



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 28,0 %, zaś WIG o 32,7 %), co odzwierciedla skalę rynkowego optymizmu w 2025 r. Na wykresie zwraca jednak uwagę również spadek głównych [indeksów akcji](#) od połowy sierpnia, którego głównym źródłem było opublikowanie rządowych [planów](#) dotyczących podwyżki podatku CIT dla sektora bankowego. Jeśli [projekt](#) resortu finansów uzyska akceptację Parlamentu i Prezydenta (co nie jest przesądzone), wyższe stawki podatku CIT dla banków wejdą w życie od 1 stycznia 2026 r. W szerszym kontekście, ryzykiem dla krajowych aktywów pozostaje nierozwiązana kwestia wzrostu zadłużenia publicznego, która (potencjalnie) mogłaby doprowadzić do obniżenia ocen wiarygodności kredytowej Polski.

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (8 – 12.09.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
11 września	Strefa euro	Decyzja w sprawie stóp procentowych EBC	IX	2,15%

DEPARTAMENT RACHUNKOWOŚCI I SPRAWOZDAWCZOŚCI

Daniel Piekarek – Analityk Makroekonomiczny, tel.: 22 539-54-97



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.