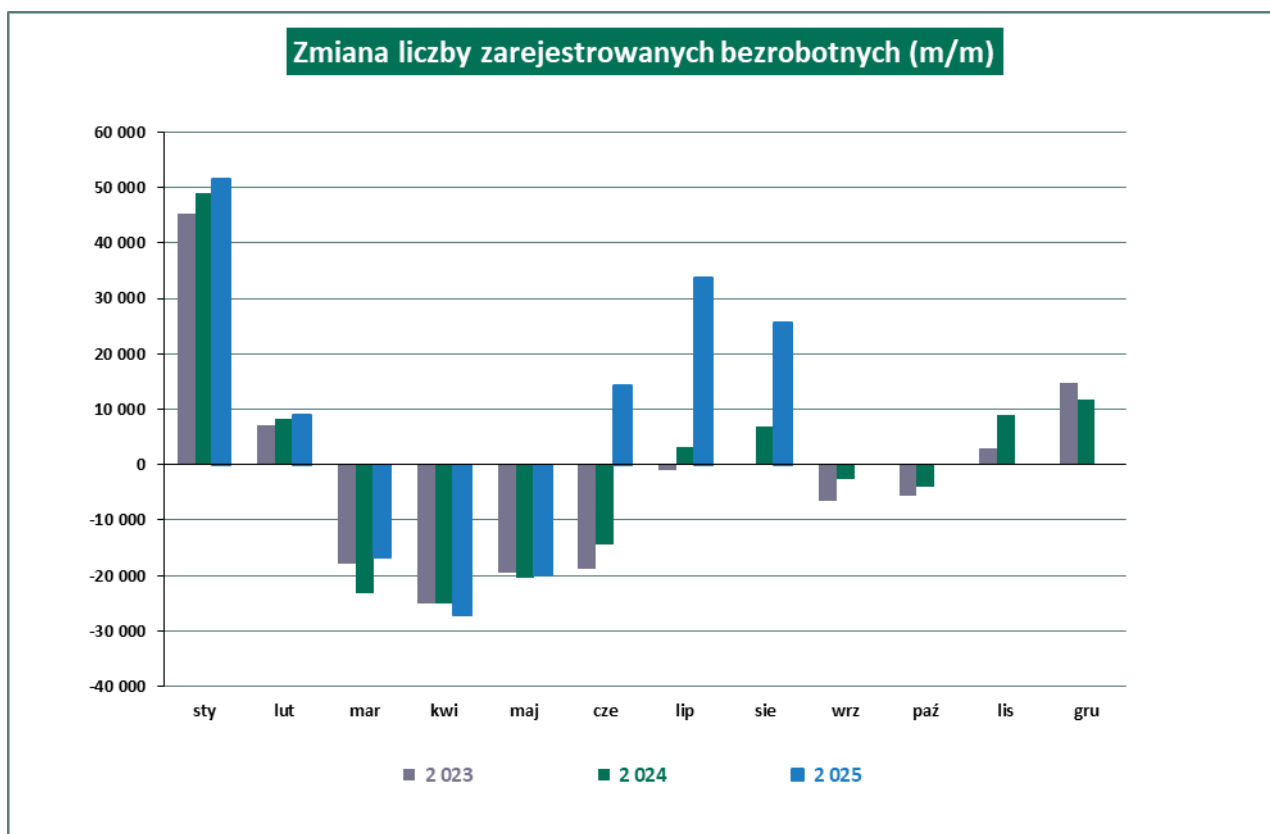


## Dane makroekonomiczne

### ■ Stopa bezrobocia rejestrowanego – dane GUS



Według finalnych danych opublikowanych przez GUS, stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec sierpnia br. wyniosła 5,5 % (wzrost o 0,1 pp. w ujęciu m/m). Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w Urzędach Pracy w sierpniu br. wzrosła (o 25,5 tys. osób m/m), co jest nietypowym zjawiskiem dla tego miesiąca (sierpniowa mediana spadku m/m liczby bezrobotnych w okresie ostatnich 10 lat wynosi minus 3,3 tys. osób). Dane GUS o bezrobociu na koniec sierpnia br. mogą wskazywać na ograniczony potencjał w zakresie poprawy popytu konsumpcyjnego (wobec 3,1 % r/r tempa wzrostu spożycia gospodarstw domowych w 2024 r.). Taka interpretacja wynika stąd, iż poprawa sytuacji na rynku pracy jest zwyczajowo wsparciem dla dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych. Słabsza (niż w 2024 r.) dynamika popytu może być czynnikiem ograniczającym potencjał do wzrostu cen konsumpcyjnych (inflacji), a tym samym zwiększać przestrzeń do obniżek stóp NBP w perspektywie kolejnych kwartałów (najbliższe posiedzenie decyzyjne zaplanowano w dniach 7-8 października br.).

## Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

| Wskaźnik                                          | 08 2025 | 08 2025 | 01-08 2025 |
|---------------------------------------------------|---------|---------|------------|
|                                                   | 07 2025 | 08 2024 | 01-08 2024 |
| <b>Produkcja sprzedana przemysłu</b>              |         |         |            |
| Ogółem                                            | -7,1 %  | 0,7 %   | 2,0 %      |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Przetwórstwo przemysłowe                          | -7,5 %  | 1,1 %   | 2,4 %      |
| Górnictwo i wydobywanie                           | -3,7 %  | -2,1 %  | -4,7 %     |
| Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną | -3,3 %  | -6,7 %  | -2,2 %     |
| <b>Produkcja budowlano-montażowa</b>              |         |         |            |
| Ogółem                                            | -8,9 %  | -6,9 %  | -1,3 %     |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Budowa budynków                                   | 2,1 %   | -4,1 %  | -5,0 %     |
| Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej       | -13,0 % | -12,8 % | -3,2 %     |
| Roboty budowlane specjalistyczne                  | -14,0 % | -0,3 %  | 6,1 %      |
| <b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych</b>       |         |         |            |
| Ogółem                                            | -0,4 %  | 3,1 %   | 3,6 %      |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Pojazdy samochodowe, motocykle, części            | -12,5 % | 9,4 %   | 10,6 %     |
| Paliwa stałe, ciekłe i gazowe                     | 5,1 %   | 6,1 %   | 2,7 %      |
| Żywność, napoje i wyroby tytoniowe                | 0,8 %   | -3,4 %  | -0,6 %     |

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

| Wskaźnik                                  | 2024    | 2025<br>(prognoza) | 2026<br>(prognoza) |
|-------------------------------------------|---------|--------------------|--------------------|
| <b>Polska</b>                             |         |                    |                    |
| 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 %             |
| <b>Strefa euro</b>                        |         |                    |                    |
| 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 %              |
| <b>USA</b>                                |         |                    |                    |
| 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

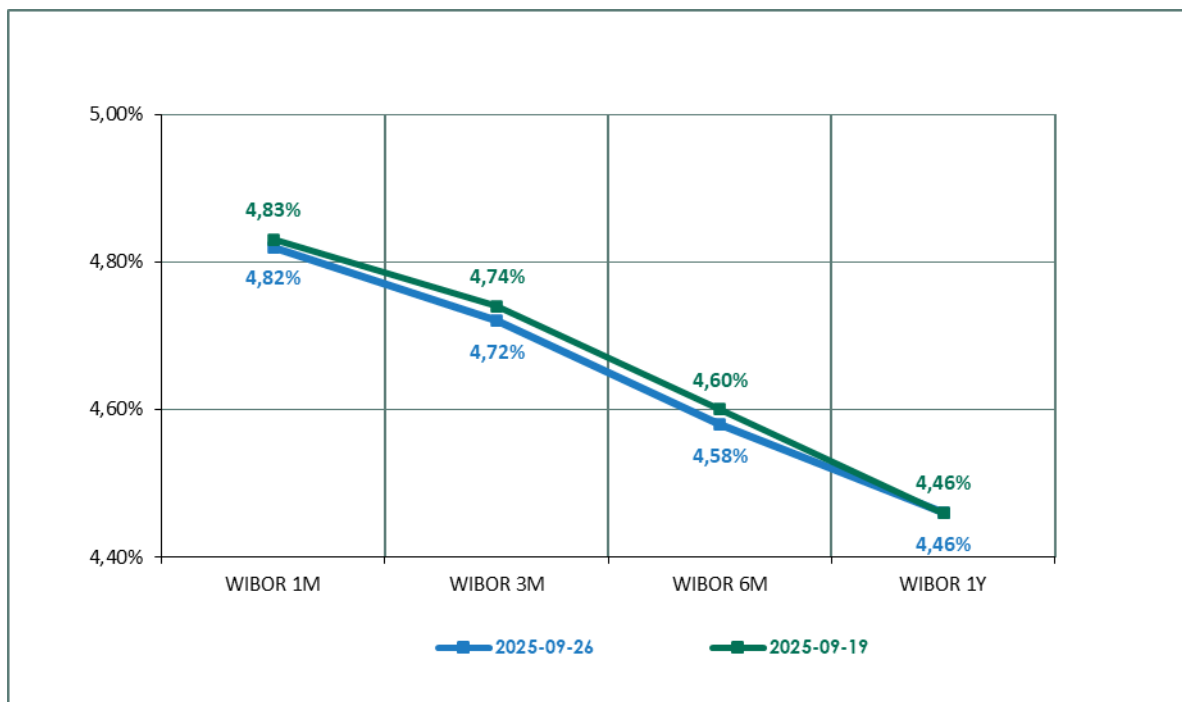
NBP opublikował wyniki ankiety makroekonomicznej, którą przeprowadzono wśród ekspertów instytucji finansowych, ośrodków analityczno-badawczych, a także organizacji przedsiębiorców i pracowników. W porównaniu z poprzednią rundą ankiety (z czerwca 2025 r.) oczekiwania w zakresie tempa wzrostu PKB oraz inflacji w latach 2025-2027 nie zmieniły się istotnie. Ankietowani eksperci nadal oczekują utrzymania solidnego (ponad 3 %) tempa rozwoju gospodarczego w przyszłym roku, któremu towarzyszyć będzie zakotwiczenie inflacji konsumenckiej w celu władz monetarnych (2,5 % w skali rocznej, plus/minus 1 pp.). Uwzględniając uwarunkowania makroekonomiczne, mediana oczekiwań ankietowanych wskazuje na jeszcze jedną obniżkę stopy NBP (o 0,25 pp., tj. do 4,50 %) do końca 2025 r. i obniżenie kosztu pieniądza do 4,04 % w 2026 r. (średniorocznie). Taka prognoza średnioroczna odpowiadałaby oczekiwaniom spadku głównej stopy NBP do poziomu 3,50 % na koniec 2026 r. (przyjmując tempo redukcji 0,25 pp. na kwartał). Najbliższy komunikat po posiedzeniu decyzyjnym RPP zostanie opublikowany w dniach 7-8 października br.

GUS opublikował wyniki badań koniunktury we wrześniu br. W wynikach prezentuje się tzw. procent netto, który jest różnicą między odsetkiem odpowiedzi pokazujących przeciwne kierunki (np. poprawa lub pogorszenie koniunktury), co pozwala pokazać ogólną tendencję w danym sektorze. Z cyklicznego, ankietowego badania podmiotów gospodarczych wynika, iż we wrześniu br. oceny koniunktury w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie oraz handlu detalicznym nadal kształtowały się na niskim poziomie (ujemne wartości wskaźników). Umiarkowana aktywność gospodarcza, na którą wskazują wyniki wrześniowych badań GUS wzmacnia argumentację za niższym niż obecnie poziomem stóp procentowych NBP.

Amerykański Departament Handlu opublikował [dane](#) dotyczące tempa wzrostu PKB za II kwartał 2025 r. (3,8 % kw./kw. w ujęciu zannualizowanym, wobec minus 0,6 % w I kw. 2025 r.). Pomimo, iż dane mają charakter historyczny (dotyczą ubiegłego kwartału), są istotnym argumentem w dyskusji na temat kondycji amerykańskiej gospodarki. Głównym filarem wzrostu i poprawy dynamiki PKB w II kw. 2025 r. było ponowne przyspieszenie tempa wzrostu wydatków konsumentów (do 2,5 %, wobec 0,6 % w I kw. 2025 r.). Silny wzrost konsumpcji w tym okresie korespondował z ponownym wzrostem dynamiki inflacji (do 2,7 % r/r w czerwcu br., wobec 2,4 % r/r w marcu br.), przy czym publikowane co miesiąc dane o wzroście cen wskazują na kontynuację tendencji wzrostowej również po II kw. 2025 r. (2,9 % r/r w sierpniu br.). Takie uwarunkowania mogą utrudnić władzom federalnym decyzje o obniżkach stóp procentowych w kolejnych kwartałach. W tym kontekście, opublikowane w minionym tygodniu dane o PKB w USA wspierają dolara na rynku walutowym.

## Rynki finansowe

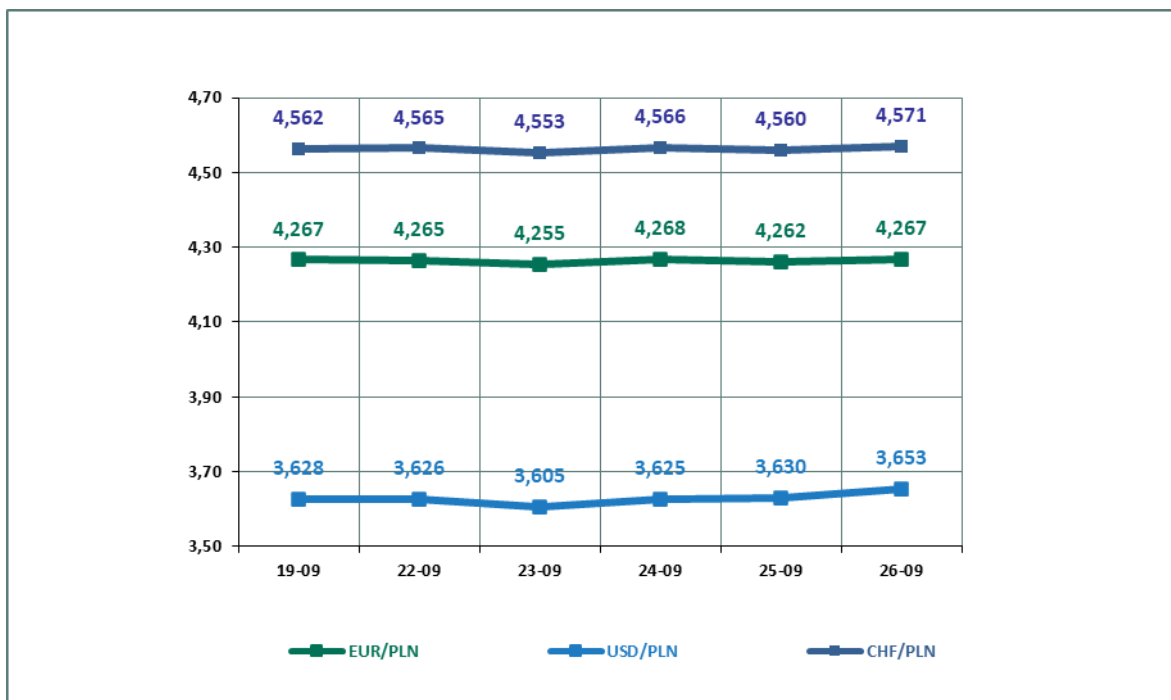
### Rynek stóp procentowych



Obniżenie we wrześniu br. [stóp procentowych NBP](#) w połączeniu z oczekiwanym spadkiem kosztu pieniądza w kolejnych kwartałach 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 (22 – 26.09.2025 r.)

| STAWKA      | 2025-09-26 | 2025-09-25 | 2025-09-19 |
|-------------|------------|------------|------------|
| WIBOR 1M    | 4,82%      | 4,82%      | 4,83%      |
| WIBOR 3M    | 4,72%      | 4,72%      | 4,74%      |
| WIBOR 6M    | 4,58%      | 4,58%      | 4,60%      |
| WIBOR 1Y    | 4,46%      | 4,46%      | 4,46%      |
| POLONIA     | 4,55%      | 4,70%      | 4,65%      |
| WIRON       | 4,40%      | 4,15%      | 4,11%      |
| €STR (EUR)  | 1,93%      | 1,93%      | 1,93%      |
| SOFR (USD)  | -          | 4,18%      | 4,14%      |
| SONIA (GBP) | -          | 3,97%      | 3,97%      |
| SARON (CHF) | -          | -0,04%     | -0,04%     |

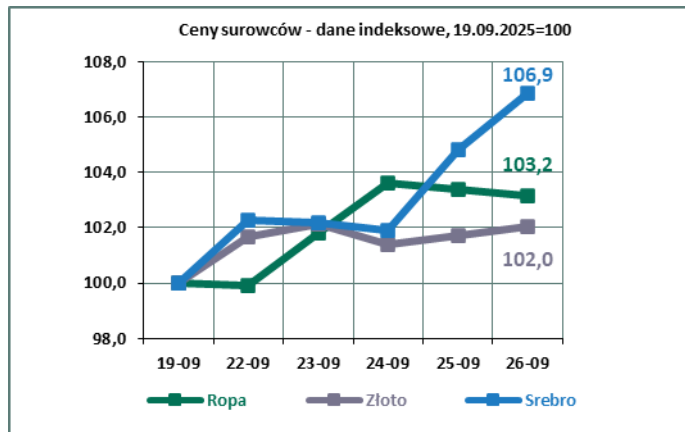


Czynniki krajowe (związane z dokonaną we wrześniu br. zmianą perspektywy oceny wiarygodności kredytowej Polski przez [agencję Moody's](#) oraz przez [agencję Fitch](#) ze stabilnej na negatywną) mają niekorzystny wpływ na kurs złotego w relacji wobec głównych walut. Wrześniowe decyzje agencji mogą być zwiastunem obniżki ratingów w 2026 r. (sprzyjającej zarówno osłabieniu złotego, jak również wzrostowi kosztów obsługi zadłużenia).

Na głównych rynkach najważniejszym zaplanowanym wydarzeniem w tym tygodniu są piątkowe (3.10) dane z rynku pracy w USA. Jeśli dane wskażą na słabą koniunkturę (miesięczny wzrost zatrudnienia słabszy niż w sierpniu br., tj. poniżej 22 tys. osób m/m), wówczas zwiększą się rynkowe oczekiwania odnośnie obniżek stóp procentowych w USA. W takich uwarunkowaniach potencjał do osłabienia złotego powinien być ograniczony (pomimo wymienionych w pierwszym akapicie niekorzystnych czynników krajowych).

#### Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 2004-2022<br>(średnia) | 2023 (średnia) | 2024 r. (średnia) | 2025-09-19 | 2025-09-26 | ZMIANA |
|------------------|------------------------|----------------|-------------------|------------|------------|--------|
| USD/PLN          | 3,42                   | 4,20           | 3,98              | 3,6278     | 3,6528     | 0,7%   |
| EUR/PLN          | 4,20                   | 4,54           | 4,31              | 4,2666     | 4,2668     | 0,0%   |
| CHF/PLN          | 3,39                   | 4,67           | 4,52              | 4,5617     | 4,5705     | 0,2%   |



W ujęciu tygodniowym cena ropy Brent wzrosła o 3,2 %. Pomimo trudnych uwarunkowań międzynarodowych (konflikty w zasobnym w surowiec regionie Bliskiego Wschodu, międzynarodowe sankcje gospodarcze wobec Rosji związane z rosyjską agresją na Ukrainę), potencjał do trwałego wzrostu cen ropy pozostaje 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 scenariusz mógłby doprowadzić do negatywnego scenariusza gospodarczego w USA tj. wystąpienia recesji w pierwszym roku prezydentury (po powrocie do Białego Domu) Donalda Trumpa.

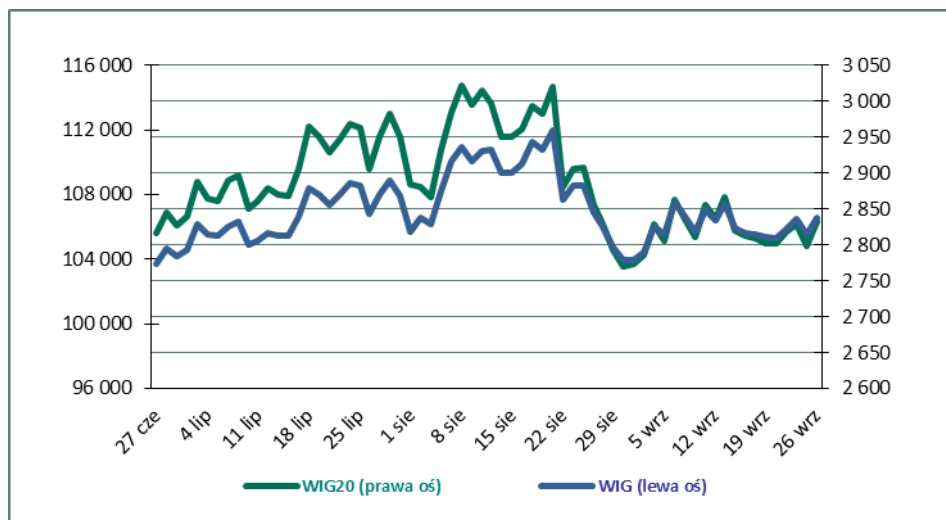
Prognozy amerykańskiej [agencji ds. energii \(ang. EIA\)](#) zakładają, iż średnia cena ropy Brent w 2025 r. wyniesie 68 dolarów za baryłkę (spadek o 13 USD wobec średniej w 2024 r.), zaś w 2026 r. 51 dolarów za baryłkę. Oczekiwany przez ekspertów EIA spadek (o 16,0 % w 2025 r. i o 25,0 % w 2026 r.) cen ropy ogranicza ryzyko kształtowania się dynamiki wskaźników inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście, prognozowana ścieżka zmian cen surowców na najbliższe kwartały jest argumentem wspierającym perspektywę kontynuacji obniżek stóp procentowych NBP. Najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dniach 7-8 października br.

#### Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

| Data  | Cena ropy (USD/bbl) | Cena złota (USD/oz.) | Cena srebra (USD/oz.) |
|-------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| 19-09 | 66,57               | 3 685,51             | 43,10                 |
| 22-09 | 66,52               | 3 747,01             | 44,07                 |
| 23-09 | 67,76               | 3 764,02             | 44,04                 |
| 24-09 | 68,98               | 3 736,32             | 43,91                 |
| 25-09 | 68,81               | 3 749,41             | 45,18                 |
| 26-09 | 68,68               | 3 759,94             | 46,05                 |

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

| Data  | Pszenvica konsumpcyjna (zł, t) | Filety z piersi kurczaka (zł/kg) | Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg) | Ziemniaki (zł/kg) | Jaja M (zł/100 szt.) |
|-------|--------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------------------|----------------------|
| 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                |
| 1-09  | 801,16                         | 23,25                            | 6,56                            | 1,07              | 59,48                |
| 8-09  | 783,02                         | 23,19                            | 6,50                            | 0,78              | 66,12                |
| 15-09 | 783,01                         | 23,30                            | 6,30                            | 0,78              | 64,71                |



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 29,2 %, zaś WIG o 33,9 %), co odzwierciedla skalę rynkowego optymizmu w 2025 r. Na wykresie zwraca jednak uwagę również korekta głównych [indeksów akcji](#) od połowy sierpnia, której 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 (29.09 – 3.10.2025 r.)

| Data           | Kraj   | Wskaźnik makro                               | Okres | Wartość poprzednia |
|----------------|--------|----------------------------------------------|-------|--------------------|
| 30 września    | Polska | Inflacja konsumencka (wstępne dane GUS), r/r | IX    | 2,9%               |
| 3 października | USA    | Stopa bezrobocia                             | IX    | 4,3%               |

## 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.