

Biuletyn Makroekonomiczny

NUMER 9/2025

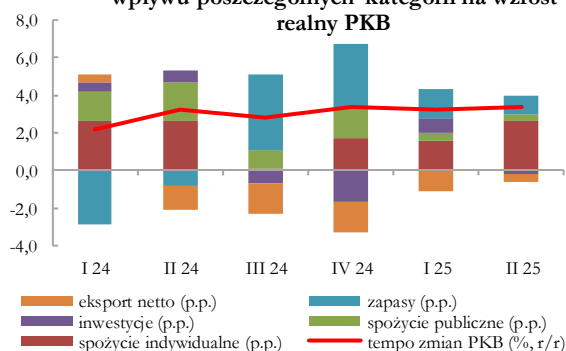
12 WRZEŚNIA 2025 ROKU



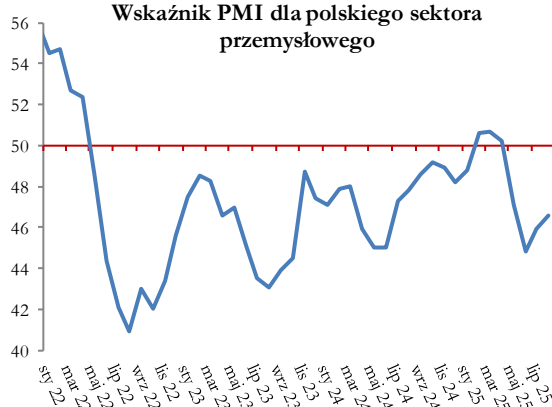
przegląd makroekonomiczny

Polska

Tempo wzrostu gospodarczego i skala
wpływu poszczególnych kategorii na wzrost
realny PKB



Wskaźnik PMI dla polskiego sektora
przemysłowego



Źródło: S&P Global, GUS.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

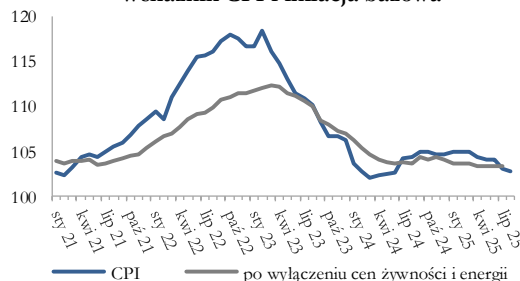
- W II kwartale 2025 r. **produkt krajowy brutto** niewyrównany sezonowo wzrósł o 3,4% r/r. Wzrost gospodarczy wsparło spożycie prywatne (+2,6 p.p.), publiczne (+0,4 p.p.) oraz wzrost stanu zapasów (+1,0 p.p.). Zahamował go eksport netto (-0,4 p.p.) oraz popyt inwestycyjny (-0,2 p.p.).
- W sierpniu 2025 r. wskaźniki (zarówno wyrównane, jak i niewyrównane sezonowo) w większości badanych przez GUS sektorów wskazywały na stabilizację lub poprawę **koniunktury w gospodarce**. Negatywnie wyróżniały się jedynie sekcja transport i gospodarka magazynowa, gdzie zarówno dane wyrównane, jak i niewyrównane sezonowo były gorsze niż przed miesiącem, oraz sekcja zakwaterowania i gastronomia, w której wyniki niewyrównane sezonowo uległy pogorszeniu w stosunku do lipca. Odsetek przedsiębiorstw, planujących zwiększenie inwestycji w 2025 r., nie przekracza 20%, i jest najwyższy w przemyśle (19%).
- Według GUS w sierpniu 2025 r. odnotowano pewną poprawę obecnych i przyszłych **nastrojów konsumenckich** w porównaniu z poprzednim miesiącem. Polepszyły się oceny i prognozy sytuacji ekonomicznej kraju, ale również istotna z punktu widzenia konsumpcji bieżąca skłonność do dokonywania ważnych zakupów (choć saldo odpowiedzi na to pytanie pozostało negatywne) i prognozy przyszłego poziomu bezrobocia. Respondenci oczekiwali też dalszego wzrostu cen w ciągu 12 miesięcy (72,2% wskazań, spadek z 77,7% w lipcu br.), a według 54,4% (58,1% miesiąc temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.
- Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego w sierpniu kolejny raz nieco wzrósł, z 45,9 pkt. w lipcu do 46,6 pkt. Odczyt wskazywał na kolejne silne pogorszenie warunków gospodarczych w przemyśle. Nowe zamówienia otrzymane przez polskich producentów spadły piąty miesiąc z rzędu. Tempo spadku, choć słabsze niż w czerwcu i lipcu, było wciąż szybkie. Nowe zamówienia eksportowe również spadły piąty miesiąc z rzędu, choć w najwolniejszym tempie od trzech miesięcy. Spadek liczby nowych zamówień odzwierciedlał niższą produkcję i malejące zaległości. W sierpniu po raz szósty w 2025 r. doszło do redukcji zatrudnienia, a tempo likwidacji etatów przyspieszyło do najwyższego poziomu od maja. Prognozy produkcji na nadchodzące 12 miesięcy uległy jednak poprawie, pomimo utrzymującego się spadku nowych zamówień. Wskaźnik przyszłej produkcji wzrósł drugi miesiąc z rzędu, do najwyższego poziomu od marca br. Pozytywne nastroje wiązano zżywieniem na rynkach europejskich, funduszami KPO, uzupełnianiem zapasów i nowymi produktami. Oslabił je jednak nieco obecny spadek popytu ze strony klientów.
- Produkcja sprzedana przemysłu** w lipcu 2025 r. w cenach stałych, według oszacowania GUS, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób okazała się wyższa o 2,9% r/r i o 0,2% m/m. Po wyczerpaniu sezonowości produkcja była wyższa o 1,1% r/r i o 0,9% m/m. Spośród głównych grupowań przemysłowych w lipcu br. odnotowano wzrost w skali roku w produkcji dóbr inwestycyjnych (o 11,8%), konsumpcyjnych nietrwałych (o 3,8%) oraz zaopatrzeniowych (o 1,3%). Zmniejszyła się za to produkcja dóbr związanych z energią (o 8,9%) oraz konsumpcyjnych trwałych (o 4,0%). W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił w 17 (spośród 34 i 16 miesiąc temu) działach, m.in. w naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń, w produkcji pojazdów samochodowych, artykułów spożywczych oraz maszyn i urządzeń. Spadek wystąpił w 17 działach (16 miesiąc temu), m.in. w produkcji wyrobów elektronicznych, chemikaliów i wyrobów chemicznych. Nowe zamówienia w przemyśle wzrosły o 2,5% r/r, a zamówienia eksportowe o 1,3% r/r.

- **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w lipcu 2025 r. spadły o 1,2% r/r i o 0,1% m/m. W przetwórstwie przemysłowym ceny obniżyły się o 0,9% r/r oraz o 0,1% m/m.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w cenach stałych w lipcu 2025 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była wyższa o 0,6% r/r i niższa o 0,6% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja okazała się wyższa o 0,5% r/r i niższa o 0,6% m/m. Ożywienie notuje się jedynie w specjalistycznych robotach budowlanych (wzrost o 9,5% r/r i o 5,4% w okresie od stycznia do lipca 2025 r. w porównaniu z analogicznym okresem 2024 r.). **Ceny produkcji budowlano-montażowej** wzrosły w porównaniu z lipcem 2024 r. (o 2,3%) i z czerwcem 2025 r. (o 0,5%).
- Zgodnie z danymi GUS w okresie od stycznia do lipca 2025 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 110,3 tys. mieszkań, mniej o 3,9% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 68,5 tys. mieszkań – o 2,9% r/r mniej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 38,5 tys., o 5,9% mniej. W samym lipcu br. liczba mieszkań oddanych od użytku wzrosła o 16,5% m/m, ale pozostała niższa o 5,6% r/r. Narastająco od początku 2025 r. liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (92,7 tys.) była niższa o 23,0% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (49,9 tys.) – wyższa o 6,9% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 80,2 tys. mieszkań (o 13,2% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 48,2 tys. (o 1,6% r/r więcej).
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w lipcu 2025 r. zwiększyła się o 4,8% r/r i o 4,4% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 4,4% r/r i nie zmieniła się w stosunku do czerwca. Wysoki wzrost w porównaniu z lipcem 2024 r. odnotowano w sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) mebli, rtv i agd, odzieży i obuwiu, pojazdów samochodowych, motocykli i części. W grupie o najwyższym udziale w sprzedaży detalicznej, którą jest żywność, napoje i wyroby tytoniowe zaobserwowano jednak spadek sprzedaży o 0,4% r/r.
- **Obroty towarowe handlu zagranicznego**, zgodnie z danymi GUS, w okresie od stycznia do czerwca 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 758,9 mld zł w eksporcie (spadek o 0,6% r/r) oraz 768,9 mld zł w imporcie (wzrost o 3,1% r/r). Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 10,0 mld zł. Według NBP w czerwcu 2025 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 0,7% r/r, do 119,5 mld zł. Podobnie, jak w poprzednim miesiącu, duży wzrost nastąpił w transakcjach mających przede wszystkim charakter reeksportu. Dane wskazują także na stopniową poprawę w branży motoryzacyjnej. Zmalał za to eksport towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Wartość importu towarów obniżyła się o 1,4%, do 119,2 mld zł. Do zmniejszenia importu przyczynił się przede wszystkim spadek cen ropy naftowej. Niekorzystny wpływ na import ma także niska aktywność krajowego sektora przemysłowego. Ponadto w czerwcu br. powstrzymany został szybki wzrost importu towarów konsumpcyjnych, obserwowany w poprzednich miesiącach. Jednocześnie wzrost eksportu i spadek importu wpłynęły na pojawienie się niewielkiej nadwyżki w obrotach towarowych. Dodatkowo saldo wyniosło w czerwcu 2025 r. niespełna 0,3 mld zł.
- W lipcu 2025 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,9% r/r i nie zmieniło się w ujęciu miesięcznym. Słabość popytu na pracę była widoczna zwłaszcza w handlu. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 7,6% r/r i o 0,3% m/m. Realny fundusz płac wzrósł 24. miesiąc z rzędu, o prawie 3,5% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w lipcu 2025 r., według oszacowania GUS, były wyższe o 3,1% r/r i o 0,3% m/m. W porównaniu z lipcem 2024 r. wyższe ceny m.in. w zakresie: żywności (o 4,7%), mieszkania (o 3,4%), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 6,5%) oraz restauracji i hoteli (o 5,8%), wpłynęły na wzrost wskaźnika CPI ogółem odpowiednio o: 1,11, 0,84, 0,34 i 0,33 p.p. Niższe ceny w zakresie transportu (o 4,6%) oraz odzieży i obuwiu (o 1,3%) obniżyły

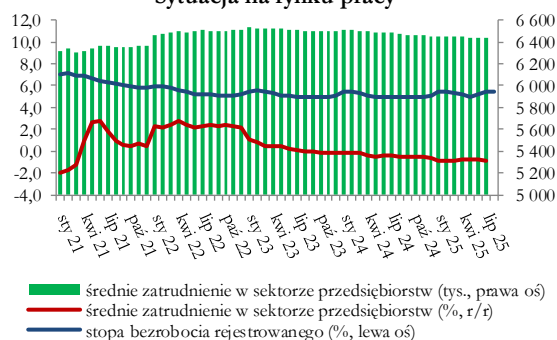
wskaźnik odpowiednio o 0,50 i 0,05 p.p. Inflacja bazowa w lipcu br. wyniosła 3,3% r/r i 0,3% m/m. Według wstępnego oszacowania wskaźnik CPI wyniósł w sierpniu br. 2,8% r/r i -0,1% m/m.

- **Podstawowe produkty rolne** w lipcu 2025 r. staniały o 0,3% m/m i podrożały o 11,9% r/r. W porównaniu do czerwca br. w skupie podrożał jedynie żywiec rzeźny (bydło i drób). Silnie, o ponad 10,0% m/m, staniały ziemniaki, żyto, pszenżyto, owies i jęczmień.
- W lipcu br. stan **kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych** wzrósł o 0,4% m/m i o 10,5% r/r, do 298,6 mld zł. W skali miesiąca najsilniej zwiększył się stan złotych kredytów o charakterze inwestycyjnym na nieruchomości (o 1,4%), spadł za to stan kredytów bieżących (o 0,3%). Stan **kredytów złotych dla gospodarstw domowych** powiększył się o 0,8% m/m i o 5,4% r/r, do 754,7 mld zł. W skali miesiąca stan złotych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe urósł o 0,8%, a w przypadku złotych kredytów konsumpcyjnych o 1,1%.
- Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła **podstawowe stopy procentowe** o 25 p.b. W krótkim komunikacie prasowym określono tę obniżkę jako dostosowanie, co oznacza, że nie stanowi ona rozpoczęcia cyklu polityki pieniężnej. Na konferencji prasowej dzień po posiedzeniu Prezes NBP A. Głapiński zapowiedział, że Rada chce uniknąć nadmiernych obniżek stóp procentowych, ponieważ mogłoby to w późniejszym okresie wymagać korekt i podwyżek.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Sytuacja na rynku pracy



Źródło: GUS, NBP.

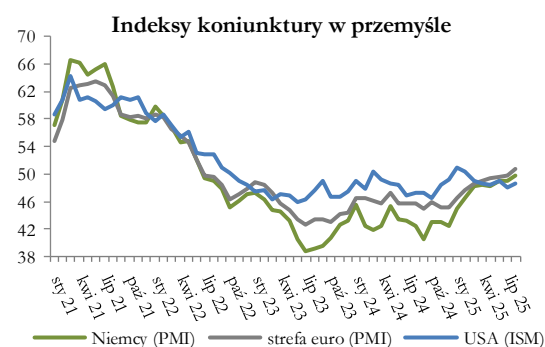
Świat

- Amerykańska **produkcja przemysłowa** w lipcu 2025 r. obniżyła się o 0,1% m/m, a odczyt za czerwiec podniesiono z 0,3% m/m do 0,4% m/m. W skali roku produkcja zwiększyła się o 1,4% po wzroście o 0,8% w czerwcu. Wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostało stabilne (77,5% vs 77,7% w czerwcu) i wyższe od średniej długookresowej. Zamówienia w przemyśle obniżyły się o 1,3% m/m. Ciężały im zamówienia na środki transportu.

- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych w lipcu 2025 r. obniżyły się o 2,8% m/m. Po wyeliminowaniu środków transportu nastąpił jednak wzrost zamówień o 1,0% wobec wzrostu o 0,3% m/m w czerwcu.

- Zgodnie z drugim odczytem **PKB w Stanach Zjednoczonych** w II kwartale 2025 r. w ujęciu annualizowanym zwiększył się o 3,3%, po spadku o 0,5% w poprzednim kwartale i wstępnym odczycie wynoszącym 3,0%. Konsumpcja prywatna zwiększyła się o 1,6%, przyspieszając ponad trzykrotnie w porównaniu z I kwartałem br. Inwestycje wzrosły natomiast o 5,7% (wobec wzrostu o 1,9% szacowanego we wstępnym odczycie).
- **Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym** w lipcu 2025 r. wzrosło tylko o 22 tys. miejsc pracy, choć odczyt za lipiec nieco podniesiono, z 73 tys. miejsc pracy do 79 tys. Zatrudnienie w sektorze prywatnym zwiększyło się o 38 tys. miejsc pracy wobec 77 tys. w lipcu (po korekcie). Stopa bezrobocia wyniosła 4,3%, a płaca godzinowa zwiększyła się o 3,7% r/r i o 0,3% m/m.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w lipcu 2025 r. (w ujęciu nominalnym) zwiększyła się o 0,5% m/m. Po wyeliminowaniu grupy samochodów i paliw sprzedaż była wyższa o 0,3% m/m. W ujęciu realnym dynamika hamuje. Choć na razie wpływ zmian w amerykańskiej polityce celnej na sprzedaż detaliczną nie jest znaczny, to w dłuższym okresie można oczekiwać jego nasilenia.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, w sierpniu 2025 r. spadł o 1,3 pkt. w porównaniu z lipcem (wstępny odczyt za poprzedni miesiąc podniesiono o 1,5 pkt.), do 97,4 pkt. Subindeks mierzący oczekiwania również spadł, z 76 pkt. w lipcu do 74,8 pkt., i pozostał poniżej poziomu 80 pkt., czyli granicy wyznaczającej przewagę tendencji recesyjnych w ciągu nadchodzących 6 miesięcy. W szczególności, pogorszyły się oceny i prognozy konsumentów, dotyczące sytuacji na rynku pracy.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu w sierpniu 2025 r. wzrósł o 0,7 pkt., do 48,7 pkt. Pierwszy raz od sześciu miesięcy zwiększył się subindeks nowych zamówień (i to o 4,3 p.p.). Wzrost odnotowano również w przypadku zamówień zagranicznych. W 7 sektorach odnotowano poprawę koniunktury (m.in. w produkcji metali, żywności, tekstyliów). Pogorszenie nastąpiło w 10 sektorach.
- **Inflacja PCE** w Stanach Zjednoczonych w lipcu 2025 r. osiągnęła 2,6% r/r i 0,2% m/m, prawie tak samo, jak w czerwcu. Inflacja bazowa PCE wyniosła za to 2,9% r/r i 0,3% m/m. Inflacja mierzona indeksem CPI w lipcu 2025 r. wyniosła 2,7% r/r oraz 0,2% m/m, a w ujęciu bazowym – 3,1% r/r i 0,3% m/m. Oba odczyty były nieco wyższe niż miesiąc temu, ale zbliżone z oczekiwaniami.
- Z zapisu dyskusji, do jakiej doszło na lipcowym posiedzeniu Federalnego **Komitetu Otwartego Rynku** wynika, że choć większość jego członków obserwuje z uwagą sytuację na rynku pracy, to wciąż bardziej obawia się nasilenia inflacji i odnotowania oczekiwań inflacyjnych. Nie osiągnięto zgodności w sprawie oceny, czy podwyżki stawek celnych wywołają jednorazowy i przejściowy wzrost cen, czy szok ten będzie mieć trwały charakter. Uznano, że pełne przełożenie wzrostu cel na ceny towarów i usług konsumpcyjnych będzie wymagać czasu. Zgodzono się przy tym, że nie jest uzasadnione oczekiwanie na poznanie całkowitej skali oddziaływania cel na inflację, by podjąć decyzję o zmianie nastawienia w polityce pieniężnej. Na wystąpieniu w Jackson Hole przewodniczący Komitetu, J. Powell, stwierdził, że rosnące ryzyko dla rynku pracy uzasadnia obniżkę stopy funduszy federalnych we wrześniu.
- **Produkt krajowy brutto** w strefie euro w II kwartale 2025 r. wzrósł o 0,1% k/k i o 1,5% r/r. Dynamikę PKB w ujęciu kwartalnym w największym stopniu wsparła zmiana stanu zapasów (aż o 0,5 p.p.), natomiast osłabiły ją inwestycje oraz eksport netto. Wpływ konsumpcji prywatnej i publicznej był nieznacznie pozytywny.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w czerwcu 2025 r., po wyeliminowaniu sezonowości, spadła o 0,8% m/m, rosnąc tylko o 1,7% r/r. **Produkcja przemysłowa** w czerwcu 2025 r. spadła o 1,3% m/m, powiększając się o 0,2% r/r. Wynikiem ciężkiego ograniczenia produkcji dóbr kapitałowych. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w lipcu 2025 r. wzrosły o 0,4% m/m i o 0,2% r/r, słabiej, niż w czerwcu. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią w skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu nie zmieniły się, a w skali roku były wyższe o 1,0%.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w lipcu 2025 r. spadła o 0,5% m/m, rosnąc o 2,2% r/r. W skali miesiąca silnie spadła wartość sprzedaży paliw (o 1,7%) i żywności (o 1,1%). Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w lipcu 2025 r. utrzymała poziom 6,2%.

- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro w sierpniu 2025 r. wyniosła 2,1% r/r oraz 0,2% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,3% r/r i 0,3% m/m. Inflację HICP podbiły ceny usług i żywności (wyższe o 3,1% r/r i o 5,5% r/r).
- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, w sierpniu 2025 r. nieznacznie spadł, z 95,7 pkt. w lipcu do 95,2 pkt. Poprawę nastrojów odnotowano jedynie w handlu detalicznym, a to dzięki poprawie ocen i prognoz sytuacji finansowej ankietowanych podmiotów z tej branży. W pozostałych badanych sektorach gospodarki nastąpiło niewielkie pogorszenie koniunktury, a odnośne indeksy spadły w skali miesiąca o 0,2–0,3 p.p.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro w sierpniu 2025 r. wzrósł do 50,7 pkt. z 49,8 pkt. w lipcu, czyli do najwyższego poziomu od 3 lat. Odnotowano najsilniejszy od trzech i pół roku wzrost produkcji przemysłowej, między innymi dzięki ożywieniu, do którego doszło w Niemczech. Umożliwiło to dalsze ograniczenie zaległości produkcyjnych. Pierwszy raz od kwietnia 2022 r. nastąpił wyraźny wzrost nowych zamówień ogółem, choć osłabił go spadek zamówień eksportowych, odczuwalny mimo realizacji zamówień, składanych wyprzedzająco przed podwyżkami stawek amerykańskich cel w sierpniu. Mimo ożywienia aktywności w sektorze, nadal redukowano zatrudnienie. Skale poprawy koniunktury hamuje niepewność na rynkach i amerykańska polityka celna.
- Na wrześniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC pozostawiła **podstawowe stopy procentowe w strefie euro** bez zmian. Ocenila, że inflacja znajduje się na poziomie zbliżonym z celem, a dokonana przez Radę ocena procesów inflacyjnych nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim posiedzeniem. Prezes EBC, Ch. Lagarde, poinformowała podczas konferencji prasowej, że w ocenie Rady bilans ryzyka dla aktywności gospodarczej jest bardziej wyrównany, niż w czerwcu. Stwierdziła, że decyzja o utrzymaniu podstawowych stóp procentowych w strefie euro bez zmian była jednogłówna.



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
4,00	0,50	2,15	4,25–4,50	0,00
od 7 sierpnia 2025 r.	od 24 stycznia 2025 r.	od 11 czerwca 2025 r.	od 19 grudnia 2024 r.	od 20 czerwca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec maja zwiększyły się o 7 562,8 mln zł (0,54%) w porównaniu z ubiegłym miesiącem osiągając poziom 1 395 339,9 mln zł. W stosunku do czerwca stan depozytów terminowych złożonych w bankach zwiększył się o 6 320,2 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 1 242,7 mln zł.

Na koniec lipca stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 4 172,9 mln zł i tym samym zmniejszył się o 2,50% w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 3,79% (spadek o 0,03 p.p. m/m).

Wrześniowa decyzja RPP o obniżce stóp procentowych (0,25 p.b.) nie była zaskoczeniem. Analitycy rynku byli zgodni, że inflacja i dynamika PKB wskazują na potrzebę dalszego luzowania polityki monetarnej. Stopa referencyjna spadła do 4,75%, najniższego poziomu od ponad trzech lat. 4 września na konferencji prasowej prezes A. Głapiński wypowiedział się na temat najbliższej przyszłości słowami: „Kolejne decyzje będą uzależnione od napływających informacji. Nie zapowiadamy żadnej ścieżki stóp procentowych.”

W konsekwencji na początku września średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,50% (bez zmian m/m), 3 miesiące – 1,48% (bez zmian m/m), 6 miesięcy – 1,66% (bez zmian m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,85% (spadek o 0,06 p.p. m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,75% (bez zmian m/m).

Lepiej prezentuje się oferta oprocentowania depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami. Dla tego typu lokat o stałej stopie średnie oprocentowanie na początku września wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,00% (bez zmian m/m), a dla 3-miesięcznych 3,91% (spadek o 0,09 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,97% (spadek o 0,05 p.p. m/m) i 3,34% (bez zmian m/m). Średnie oprocentowanie lokat dwuletnich osiągnęło poziom 2,20% (bez zmian m/m).

Oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 3,77% (spadek o 0,01 p.p. m/m).

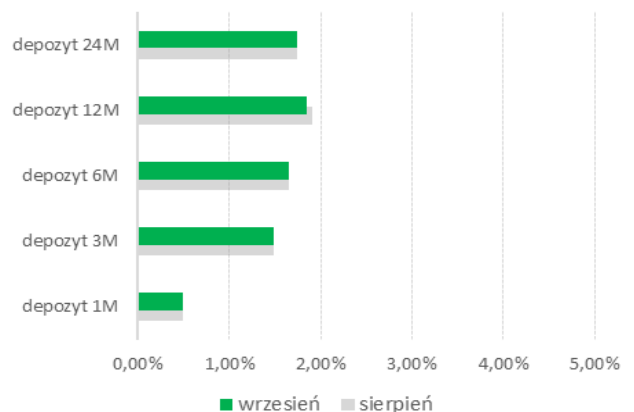
rynek międzybankowy

W sierpniu utrzymywał się trend spadkowy stóp procentowych. Na koniec sierpnia WIBID na trzy miesiące wynosił 4,62%, a WIBOR kształtował się na poziomie 4,82% (koniec lipca odpowiednio 4,73% i 4,93%). Roczny WIBID kształtował się na poziomie 4,32% (koniec lipca 4,40%), natomiast WIBOR wyniósł 4,52% (koniec lipca 4,60%).

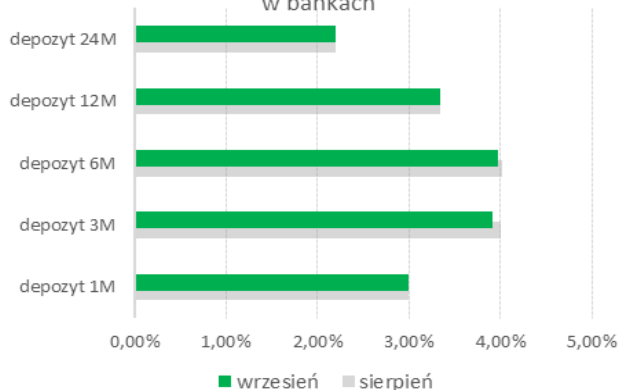
rynek długu

Drugi miesiąc wakacji upłynął w podobnej atmosferze jak lipiec, i na polskim rynku długu obserwowaliśmy dość spokojny handel. Ceny i rentowności obligacji nie zmieniły się w znaczącym stopniu w stosunku do końca lipca, a głównym wydarzeniem miesiąca była prezentacja budżetu na 2026 r. i rekordowego (nominalnie) deficytu, co spowodowało niewielką przecenę polskich obligacji w ostatnich dniach sierpnia.

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach

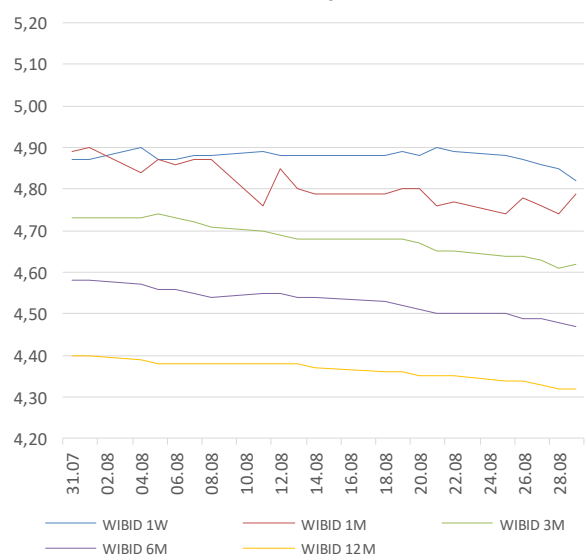


Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków

Kształtowanie się stawek WIBID



Źródło: LSEG Workspace

Krzywa dochodowości m/m przesunęła się minimalnie w górę – największa zmiana na długim końcu to 6 p.b. Kształt krzywej pozostaje stromy a spread 10-2 lata wyniósł na koniec wakacji 110 p.b.

Na rynku pierwotnym MF zorganizował jeden przetarg sprzedaży oraz jeden zamiany. Na pierwszym z nich MF uplasował (wraz ze sprzedażą dodatkową) 13,9 mld zł wartości nominalnej obligacji, natomiast na drugim odkupił od banków 10 mld zł obligacji zapadających w 2026 r., sprzedając w zamian 10,5 mld zł obligacji zapadających w latach 2028–2035. Na obu przetargach największą popularnością cieszyła się pięcioletnia obligacja PS0730.

Podsumowując miesiąc, na koniec sierpnia rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 4,35%, obligacji 5-letnich na 4,88%, a obligacji 10-letnich na 5,45% wobec odpowiednio 4,34%, 4,86% i 5,39% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Nieco gorsze dane makro w Stanach Zjednoczonych połączone z atakiem Donalda Trumpa na niezależność Systemu Rezerwy Federalnej (bezprecedensowa próba usunięcia członkini Zarządu) były mieszanką, która nie sprzyjała w ostatnim czasie dolarowi. W skali miesiąca para EURUSD wzrosła o 2,3% i zbliżyła się do tegorocznych szczytów (lipcowe „górkę” w okolicach 1,175–1,18). Co w takiej sytuacji zrobił złoty? Zachował się bardzo przewidywalnie i zgodnie z tendencją, którą obserwujemy od długiego czasu, czyli umocnił się o 10 groszy do amerykańskiego dolara, a w relacji do EUR złoty odnotował nieznaczną zmianę. Wykres EURPLN za ostatnie kilka miesięcy wygląda w szerszej perspektywie niemal jak urzędowe mrożenie kursu. Jak długo to potrwa, kiedy zmienność powróci, co wywoła kolejny impuls? To pytania, które zadają sobie inwestorzy na rynku walutowym, a na które nie znamy póki co odpowiedzi. Podsumowując miesiąc, złoty umocnił się o 0,3% do euro oraz o 2,6% do w relacji do dolara amerykańskiego.

Na koniec sierpnia na rynku walutowym za euro płacono 4,2602 zł, a za dolara 3,6435 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2729 zł i 3,7438 zł na koniec lipca.

rynek akcji

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) spadł w sierpniu o 2,88% m/m, w stosunku do sierpnia ub.r. odnotowano wzrost o 23,46%. Na ostatniej sesji wartość indeksu WIG osiągnęła 104 775,45 pkt., miesięczne minimum wyniosło 104 696,48 pkt., maksimum wyniosło 112 002,76 pkt.

Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 35,65 mld zł wobec 38,79 mld zł w lipcu br. i wobec 25,09 mld zł w sierpniu ub.r.

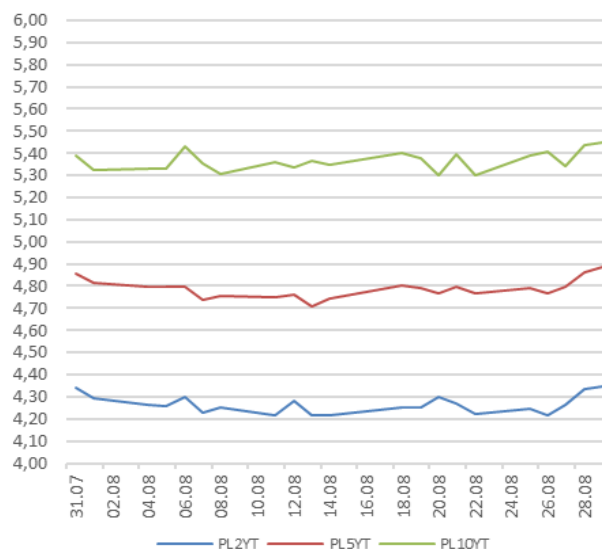
Indeks WIG20 w sierpniu zanotował spadek o 5,31% m/m. W relacji do sierpnia ub.r. WIG20 był jednak wyższy o 15,82%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 31,06 mld zł, co stanowiło około 87,12% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w lipcu br. 85,03%).

Jeśli chodzi o kierunek zmian na rynkach globalnych, GPW zachowywała się zgodnie z trendem.

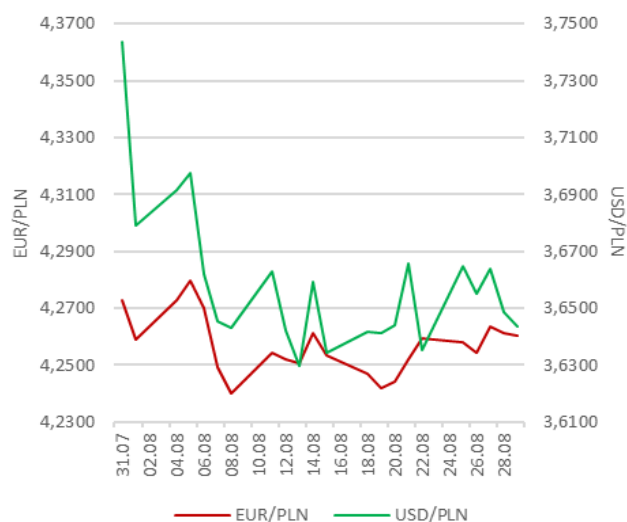
Najlepiej w sierpniu 2025 r. radziły sobie spółki spożywcze, osiągając wzrost o 3,69% (WIG-SPOZYWCZY), następnie branża gier, notująca wzrost o 2,10% (WIG-GAMES5). Najgorzej radziły sobie banki, notowania których spadły o 6,74% (WIG-BANKI) oraz z spółki branży informatycznej, zniżkujące o 6,47% (WIG-INFORMATYKA).

Sierpień na GPW obył się bez debiutów.

Rentowność obligacji skarbowych



Kształtowanie się kursów walutowych



Indeks WIG oraz WIG20



wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25
PKB (% r/r)	2,8	3,4	3,2	3,4
Konsumpcja prywatna (% r/r)	0,2	3,5	2,5	4,4
Inwestycje (% r/r)	-4,3	-6,9	6,3	-1,0

Wyszczególnienie	VIII'24	IX'24	X'24	XI'24	XII'24	I'25	II'25	III'25	IV'25	V'25	VI'25	VII'25	VIII'25
Inflacja CPI (% m/m)	0,1	0,1	0,3	0,5	0,0	1,0	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	-0,1
Inflacja CPI (% r/r)	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,8
Saldo budżetu Państwa (w mld zł, narastająco)	-88,6	-107,3	-129,8	-141,8	-210,9	-3,2	-36,3	-76,3	-91,4	-108,3	-119,7	-156,7	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 492,7	1 516,5	1 537,0	1 568,5	1 629,4	1 657,2	1 709,6	1 740,6	1 750,4	1 772,5	1 803,0	1 833,4	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	-2 276	-1 160	654	-492	-1 450	-66	93	-1 209	-596	-1 838	651	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% r/r)	98,8	99,6	104,6	98,7	100,2	99,1	98,1	102,4	101,2	103,9	99,6	102,9	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	8 189,74	8 140,98	8 316,57	8 478,26	8 821,25	8 482,47	8 613,14	9 055,92	9 045,11	8 670,51	8 881,81	8 905,63	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00
WIBOR 3M (%)	5,85	5,85	5,85	5,85	5,84	5,86	5,86	5,84	5,41	5,22	5,23	4,93	4,82
WIBOR 6M (%)	5,86	5,85	5,84	5,79	5,80	5,81	5,81	5,76	5,10	5,03	5,04	4,78	4,67
WIRON 3M (%)	5,18	5,17	5,21	5,15	5,11	5,09	4,98	4,93	4,95	4,98	4,90	4,68	4,50
WIRON 6M (%)	5,20	5,21	5,20	5,20	5,18	5,18	5,09	5,05	5,05	5,02	4,95	4,84	4,77
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,8644	3,8193	4,0059	4,0770	4,1012	4,0576	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537	3,6164	3,7257	3,6559
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2798	4,2791	4,3530	4,3043	4,2730	4,2130	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507	4,2419	4,2661	4,2684

Źródło: GPW Benchmark, GUS, NBP, MF, MRPIPS

prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	3Q 25	4Q 25	1Q 26	2Q 26
PKB (% r/r)	3,7	3,6	3,6	3,4
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,9	3,8	3,6	3,5
Inwestycje (% r/r)	4,6	6,1	8,0	9,5

Wyszczególnienie	IX'25	X'25	XI'25	XII'25	I'26	II'26	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26
Inflacja (% r/r)	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,4	5,3	5,4	5,5	5,7	5,6	5,5	5,4	5,2	5,2	5,2	5,2
Stopa referencyjna NBP (%)	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 1W (%)	4,82	4,79	4,57	4,54	4,32	4,29	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10
WIBOR 1M (%)	4,80	4,77	4,55	4,48	4,30	4,27	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15	4,15
WIBOR 3M (%)	4,79	4,75	4,58	4,50	4,36	4,30	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18
WIBOR 6M (%)	4,54	4,51	4,45	4,43	4,40	4,38	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30	4,30
WIBOR 12M (%)	4,49	4,48	4,47	4,46	4,44	4,41	4,38	4,38	4,38	4,38	4,35	4,32
WIRON 1M (%)	4,32	4,26	4,07	4,00	3,80	3,75	3,55	3,54	3,35	3,35	3,35	3,35
WIRON 3M (%)	4,45	4,38	4,20	4,13	3,95	3,88	3,70	3,66	3,50	3,50	3,50	3,50
WIRON 6M (%)	4,63	4,40	4,31	4,17	4,11	3,95	3,85	3,75	3,66	3,65	3,65	3,65
Obligacje SP 2Y (%)	4,30	4,26	4,23	4,20	4,18	4,13	4,08	4,04	4,03	4,03	4,02	4,01
Obligacje SP 5Y (%)	4,80	4,73	4,67	4,62	4,54	4,37	4,34	4,33	4,33	4,33	4,29	4,27
EURIBOR 1M (%)	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,86
EURIBOR 3M (%)	2,00	2,00	1,99	1,99	1,98	1,98	1,97	1,97	1,96	1,96	1,96	1,96
EURIBOR 6M (%)	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,06	2,07
SOFR (%)	4,10	4,10	4,08	3,85	3,60	3,60	3,58	3,35	3,33	3,10	3,10	3,08
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,6473	3,6542	3,6646	3,6645	3,6673	3,6717	3,6763	3,6790	3,6846	3,6899	3,6919	3,6968
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2589	4,2606	4,2765	4,2861	4,2915	4,3041	4,3062	4,2998	4,2981	4,2943	4,2925	4,2915

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

Ewa Masztalerz

Tel : (061) 6312108

E-mail: michal.jurek@sso.sgb.pl

E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.