

BIULETYN RYNKOWY

Wrzesień 2025



Bank Polski

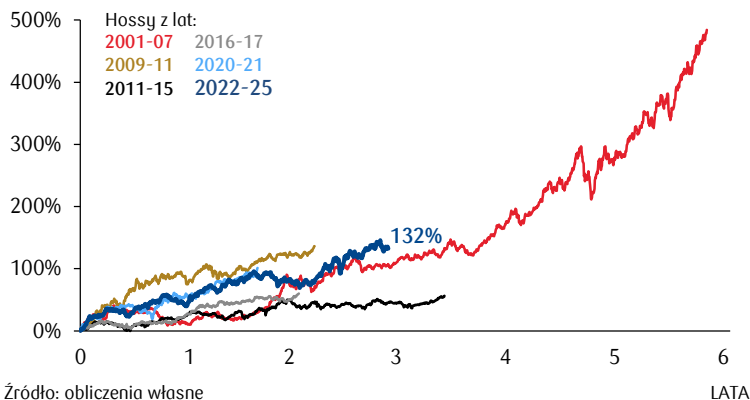
TEMAT MIESIĄCA

Hosso trwaj!

- **S&P 500 na rekordach, MSCI Europe i WIG blisko szczytów.** Od początku roku wspomniane indeksy zyskały odpowiednio 12%, 9% i 35%. Akcje amerykańskie rosną na fali dobrych wyników spółek technologicznych, którym pomaga m.in. tani dolar. Akcje europejskie trawią kompromis w sprawie umowy celnej. Akcje polskie przeszły korektę związaną z perspektywą zwiększenia podatków w sektorze finansowym.
- **Kolejny dobry sezon wyników firm w USA.** W 2 kwartale spółki z S&P 500 zwiększyły zyski o 12% (rok do roku), czyli znacznie powyżej oczekiwanych 4,8%. Na 3 kwartał prognozuje się kontynuację trendu z dynamiką 7,6% (źródło: FactSet).
- **Rentowności obligacji długoterminowych nie spadają.** Patrząc na obligacje 10-letnie Polski, USA, Niemiec, czy Francji ich rentowności od 2 lat są w trendzie bocznym. Przykładowo, nad Sekwaną wrócili do poziomu 3,5%, czyli szczytów z 2023 roku. Jest to związane z obawami o wysokie deficyty budżetowe.
- **Fitch obniżył rating obligacji Francji do A+ (z AA-).** Ojczyzna Kyliana Mbappe utraciła najwyższy rating AAA w połowie 2013 roku i od tego czasu jest na ścieżce „downgradów”, czemu towarzyszy rosnący dług. W relacji do PKB obecnie wynosi on 113% (2024), a w 2029 roku ma przekroczyć 125% (ING Think). Strata kolejnego „A” jest reakcją na upadek rządu Bayrou, który nie uzyskał zgody na cięcia wydatków.
- **Fitch utrzymał rating obligacji Polski na poziomie A-, choć obniżył perspektywę do negatywnej.** Głównym powodem jest wzrost długu publicznego, który wkrótce przekroczy 60% w relacji do PKB.

WYKRES MIESIĄCA

Zachowanie WIG w 6 okresach hossy od 2001 roku



Obecna hossa na giełdzie w Warszawie trwa już blisko 3 lata. Jest to trzeci najdłuższy okres wzrostu WIGu, zarówno w XXI wieku jak i licząc od 1991 roku. Po okresie wieloletnich perturbacji spowodowanych pandemią, wojną na Ukrainie i walką z dwucyfrową inflacją, polskie akcje stały się bardzo tanie. W 2022 wskaźnik C/Z był nawet poniżej 8. Z tej niskiej bazy obserwujemy imponujący wzrost, związany także z dobrym zachowaniem sektora finansowego (ten rośnie także w Europie).

LICZBY MIESIĄCA

3,75%

Do takiego poziomu mogą spaść stopy % w Polsce za 12 miesięcy. Przynajmniej tak szacuje „rynek”, patrząc na wyceny kontraktów terminowych.

13,7%

Prognoza wzrostu zysków spółek z S&P 500 w 2026 roku wg FactSet.

3,2%

Do takiego poziomu spadła w sierpniu inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) w Polsce. Powróciła ona do poziomów sprzed pandemii i jest najniższa od stycznia 2020 roku.

3.703\$

Nowy rekord ceny złota. Po paru miesiącach przerwy w okolicach 3300\$, złoto kontynuuje wzrosty napędzane zakupami banków centralnych, obawami o deficyty budżetowe, geopolityką i taniejącym dolarem.

15%

Udział funduszy akcji w aktywach funduszy detalicznych w Polsce (bez aktywów niepublicznych i PPK, na koniec sierpnia, źródło: IZFiA)

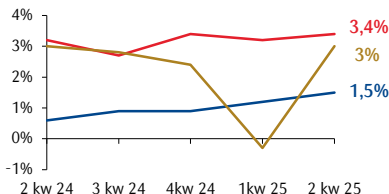
WARTO OBSERWOWAĆ

- **USA:** dane z rynku pracy i o inflacji
- **EU:** rozwój sytuacji we Francji i na Ukrainie
- **Chiny:** informacje o stymulacji monetarnej i fiskalnej oraz o umowie handlowej z USA
- **Globalnie:** reakcja rynków na obniżki stóp procentowych przez FED, kurs dolara

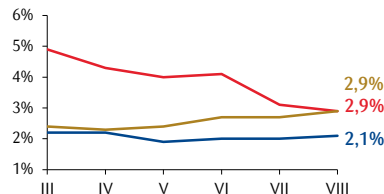
WSKAŹNIKI MAKRO

Polska — USA — Strefa Euro —

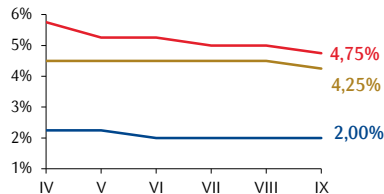
Wzrost PKB (r/r)



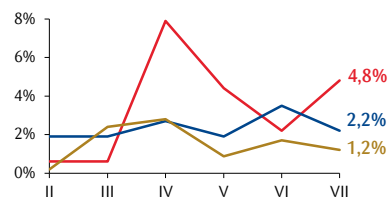
Inflacja (r/r)



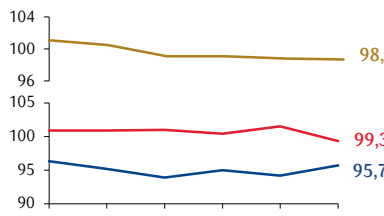
Główna stopa procentowa



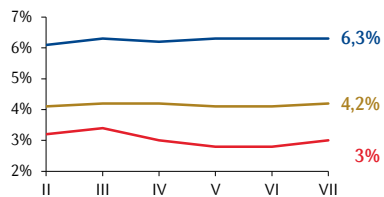
Sprzedaż detaliczna (r/r)



Wskaźniki wyprzedzające



Stopa bezrobocia

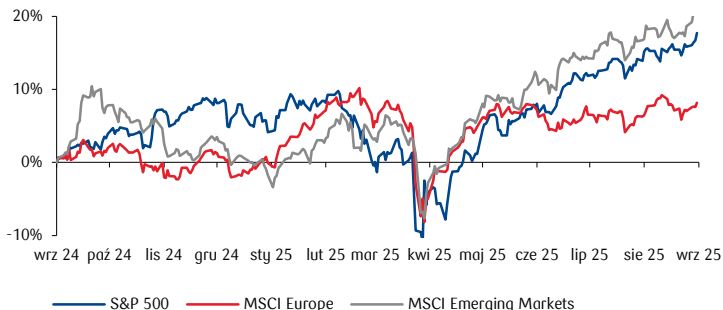
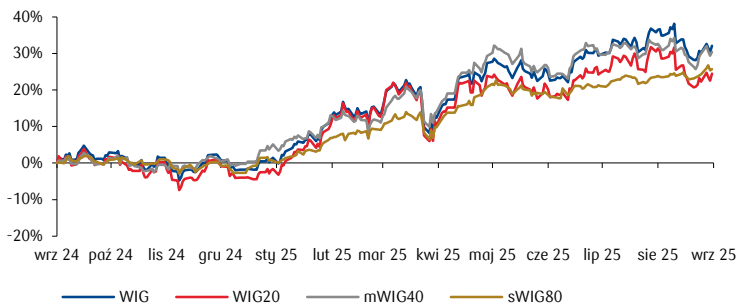


Źródło: GUS, Bloomberg, PKO BP

ESI dla PL i EZ, Conference Board LEI dla USA

Inflacja w Polsce po raz kolejny spadła i znajduje się na poziomie 2,9%. Warto odnotować również, że inflacja bazowa w sierpniu wyniosła 3,2%, co jest najniższym poziomem od stycznia 2020 i może być sygnałem, że procesy inflacyjne w Polsce normalizują się. FED podjął decyzję o obniżeniu stopy procentowej z 4,50% na 4,25%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Rynek wycenia w październiku kolejną obniżkę stóp przez FED. EBC utrzymał we wrześniu stopę procentową na niezmienionym poziomie, a Prezes EBC Lagarde stwierdziła, że proces dezinflacji w strefie euro zakończył się, a rynek pracy pozostaje w dobrej kondycji, co powinno wspierać konsumpcję.

RYNKI AKCJI

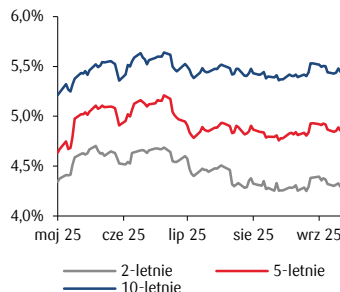


Źródło: Bloomberg, dane na 12.09.2025

Pierwsza połowa września okazała się korzystna dla polskiego rynku akcji. Indeks WIG zniwelował ponad połowę korekty z końcówki sierpnia wywołanej zapowiedziami dodatkowego opodatkowania zysków banków. Generalnie koniunktura na międzynarodowych rynkach akcji jest dobra, pomimo wielu obaw o charakterze gospodarczym i geopolitycznym. Inwestorzy wierzą, że obniżki stóp procentowych pomogą ożywić gospodarkę i podtrzymać hossę. Szczególnie w USA gdzie koszt pieniądza może zostać zredukowany o 1,5% w horyzoncie jednego roku.

RYNKI OBLIGACJI

Rentowności polskich obligacji skarbowych przez ostatnie miesiące (na dzień 12.09.2025)

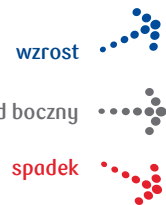


Źródło: Bloomberg

Rentowności polskich obligacji lekko spadły, głównie dzięki systematycznemu zbliżaniu się inflacji CPI do celu NBP. Sierpniowy odczyt CPI 2,9% w połączeniu ze słabnącą presją płacową w gospodarce skłonił RPP do cięcia stóp o 25 pb i sugestii, że należy spodziewać się podobnego ruchu jesienią. Głębszy spadek rentowności uniemożliwiły obawy inwestorów o stan finansów publicznych (agencja Fitch utrzymała rating kraju, ale zmieniła jego perspektywę na negatywną) oraz napięta sytuacja geopolityczna po wtargnięciu rosyjskich dronów w polską przestrzeń powietrzną.

OCENA PERSPEKTYWY RYNKÓW AKCJI*

Prognoza półroczna*



Polska

- +** Relatywnie niskie wyceny wskaźnikowe spółek, solidny wzrost gospodarczy na tle innych krajów europejskich, szansa na rozejm w Ukrainie
- „Dyskusyjny” kształt umowy handlowej zawartej przez UE z USA, znaczący spadek premii za ryzyko, perspektywa podwyżki podatku CIT w sektorze bankowym

Rynki rozwinięte

- +** Deeskalacja napięć handlowych, utrzymujące się solidne wyniki spółek, największe od lat plany stymulacji fiskalnej w Europie
- Ryzyko spowolnienia gospodarki USA na fali protekcyjizmu handlowego, wysokie wyceny spółek amerykańskich, obawy o kolejną falę inflacji w USA

Rynki wschodzące

- +** Niskie wyceny wskaźnikowe spółek, rosnąca rola chińskiej technologii i rozwoju AI, osłabienie dolara na skutek wojny handlowej
- Napięcia geopolityczne (szczególnie na Bliskim Wschodzie), brak wyraźnych efektów podjętych działań stymulacyjnych w Chinach, znaczące ochłodzenie relacji na linii USA-Indie i USA-Brazylia (kluczowe państwa koszyka EM)

USA
EU

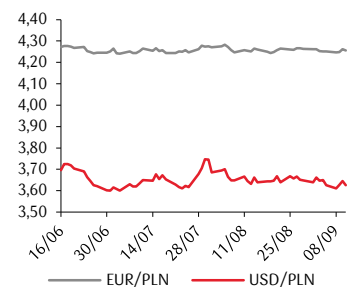
OCENA PERSPEKTYW RYNKÓW OBLIGACJI*



Polska

- +** Perspektywa dalszych obniżek stóp przez RPP do końca roku, wysoka płynność systemu finansowego i solidny popyt na papiery dłużne, perspektywa kontynuacji luzowania polityki monetarnej na rynkach bazowych
- Niepewność o wpływ wyższych ceł na świecie na globalną inflację, podwyższona podaż obligacji skarbowych ze względu na wzrost wydatków budżetowych, zmniejszenie szans na konsolidację fiskalną po wyborach prezydenckich

PERSPEKTYWY WALUT



Źródło: Bloomberg

Złoty pozostaje stabilny, około 4,25 za euro. Nawet po incydencie dot. rosyjskich dronów oraz zmiany przez agencję Fitch perspektywy ratingu kraju, osłabienie złotego trwało zaledwie kilka dni. Polską walutę wspiera solidny wzrost gospodarczy, choć niektóre dane mogą niepokoić (deficyt na rachunku obrotów bieżących, deficyt budżetowy i dług publiczny). Pomimo wrześniowej obniżki stóp, koszt pieniądza w Polsce pozostaje wysoki, co wspiera złotego. Podobnie jak trend realokacji wynikający z najsłabszego od 3 lat dolara.

* Prognoza półroczna Komitetu Inwestycyjnego Banku na okres XIX 2025 – II 2026

OPRACOWANIE

Biuro Strategii
Rynkowych

Departament Rozwoju Produktów Inwestycyjnych



Mariusz Adamiak
CFA, CIIA, DI, MPW
Dyrektor Biura
mariusz.adamiak@pkobp.pl



Łukasz Mickiewicz, CFA, DI
Menedżer ds. komunikacji
inwestycyjnej
lukasz.mickiewicz@pkobp.pl
k: 696 407 596



Patryk Pyka, DI, MPW
Ekspert ds. doradztwa
inwestycyjnego
patryk.pyka@pkobp.pl



Jakub Wawrzyk, CIIA, MPW
Specjalista
jakub.wawrzyk.2@pkobp.pl

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek z instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Nie powinny też stanowić wyłącznej przesłanki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Zawieranie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, może się wiązać z konsekwencjami podatkowymi. W celu uzyskania szczegółowych informacji w zakresie opodatkowania dochodów z inwestycji w poszczególne instrumenty finansowe, Klient powinien zasięgnąć porady profesjonalnego doradcy podatkowego, radcy prawnego lub innej osoby, uprawnionej do udzielania porad w przedmiotowym zakresie.

Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.