Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 listopada 2026

Stopy Fed i EBC bez zmian, ale podwyżki w grudniu bardzo prawdopodobne. Niższa inflacja CPI istotnie obniżyła ryzyko podwyżki stóp NBP w tym tygodniu.

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

- W minionym tygodniu utrzymywała się podwyższona niepewność na globalnym rynku finansowym, m.in. z powodu podwyższonej globalnej awersji do ryzyka przy niepewności dot. rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie, presji na rynkach obligacji w Europie oraz ryzyka dot. sytuacji w sferze realnej gospodarki globalnej.

- Zgodnie z dominującymi oczekiwaniami w minionym tygodniu zarówno FOMC jak i rada EBC nie zmieniły stóp procentowych. W przypadku obu banków centralnych przekaz po posiedzeniu nie zmienił bazowego scenariusza tj. podwyżki stóp o 25 pkt. baz. na posiedzeniach w grudniu. Prezes Fed K. Warsh *de facto* nie podał powodów wstrzymania się komitetu z podwyżką stóp. Zakładamy, że większość członków była niechętna kumulowaniu podwyżek stóp, wolała poczekać na rozwój sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie jak również nie chciała zmieniać parametrów polityki monetarnej w okresie wyborczym w USA (wybory połówkowe w bieżącym tygodniu). Pierwsze wypowiedzi członków FOMC (K. Logan) wskazują na poparcie dla kontynuacji podwyżek stóp.

- Podobne argumenty (poza wątkiem terminu wyborów) były także ważne dla rady EBC, choć kluczowym powodem wstrzymania się z podwyżką był znaczący wzrost rentowności obligacji skarbowych części krajów (głównie we Francji) oraz zaostrzenie warunków finansowania. Rozwój sytuacji rynkowej oraz sytuacja na rynku surowców to czynniki, które mogłyby powstrzymać radę EBC przed podwyższeniem stóp w grudniu, choć wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest ich podwyżka o 25 pkt. baz.

- Po ubiegłotygodniowych posiedzeniach nadal przeważają prognozy podwyżki stóp zarówno w USA jak i strefie euro, choć prawdopodobieństwo takich decyzji spadło do ok. 80%. Na sytuację rynkową nie wpłynęła natomiast decyzja prezes EBC Ch. Lagarde, która zapowiedziała, że odejdzie ze stanowiska 7 lutego (ok. 8 miesięcy przed zakończeniem jej kadencji). Ta decyzja potwierdziła spekulacje pojawiające się od kilku miesięcy. Zgodnie z dominującymi oczekiwaniami, zmiana na stanowisku prezesa EBC nie powinna wpłynąć na politykę pieniężną banku centralnego w średnim okresie.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne gł. PKB w USA i strefie euro w III kw., dane dot. wydatków amerykańskich konsumentów potwierdziły stabilny wzrost aktywności i wciąż sporą odporność na szok energetyczny. Z drugiej strony duża zależność bieżącego cyklu koniunkturalnego od inwestycji technologicznych, przy jednocześnie utrzymujących się obawach dot. perspektyw sektora technologicznego (w tym wyceny spółek, których wartość w ostatnich kwartałach gwałtownie rosła), przedłużający się okres podwyższonych cen energii oraz wciąż niskie tempo

wzrostu zatrudnienia (i wolniejszy wzrost dochodów gospodarstw domowych) osłabiają optymizm płynący z bieżących danych.

- W minionym tygodniu lekko obniżyły się stawki spot cen ropy Brent, z kolei kontrakty 1-mies. ponownie wzrosły do 117 USD za baryłkę (praktycznie zbliżając się do stawek spot). Co więcej w trakcie tygodnia ceny gazu na rynku europejskim wzrosły powyżej 100 EUR za MWh, a ceny kontraktów 12-mies. do 70 EUR za MWh, co szczególnie niekorzystnie wpływa na prognozy gospodarcze dla Europy. Pojawiające się w trakcie tygodnia informacje dot. sytuacji na Bliskim Wschodzie naprzemiennie wskazywały na podejmowane próby rozmów pokojowych jak i na możliwość ponownych ataków USA na Iran. Z kolei dziś rano ceny ropy naftowej obniżyły się poniżej 110 USD za baryłkę przy pozytywnym odbiorze rynkowym informacji medialnych, że prezydent USA Donald Trump chce dać więcej czasu na negocjacje dyplomatyczne z Iranem przed ewentualnym wznowieniem działań militarnych przez USA.

- W kolejnym tygodniu z rzędu pogarszała się także sytuacja na rynku obligacji skarbowych we Francji i w niektórych krajach europejskich w warunkach utrzymujących się protestów ulicznych w kolejnych państwach europejskich (kumulacja w weekend we Francji, Włoszech, Niemczech, Portugalii). Ponadto na koniec dnia w piątek agencja ratingowa Fitch poza kalendarzem przeglądu ratingu zdecydowała o obniżeniu perspektywy ratingu Francji do negatywnej ze stabilnej (utrzymując ocenę ratingu A+).

- W warunkach utrzymującej się podwyższonej premii za ryzyko oraz ostrożnych decyzjach oraz komunikatach Fed i EBC w minionym tygodniu ponownie obniżyły się rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich obligacji USA obniżyły się o 6 pkt. baz. do 4,93%, a rentowności papierów niemieckich spadły minimalnie do 3,32%. Lekka aprecjacja dolara i osłabienie euro (w relacji do koszyków walut) przełożyły się na dalszy spadek kursu euro wobec dolara lekko poniżej 1,12 USD/EUR na koniec tygodnia.

- Przez większą część tygodnia krajowy rynek podążał za trendami globalnymi, sytuacja zmieniła się dopiero w piątek. Nieoczekiwanie silny spadek inflacji CPI w październiku do 3,5% (wg szacunku *flash*) wyraźnie wsparł krajowy rynek stopy procentowej. O ponad 10 pkt. baz. obniżyły się rentowności 2-letnich SPW oraz stawki kontraktów FRA, rentowności 10-latek spadły do momentu piątkowego zamknięcia handlu w Polsce o 6 pkt. baz.

- Sam spadek inflacji CPI w warunkach skokowego spadku cen paliw (ponowne wprowadzenie programu CPN) był oczekiwany, zaskoczyła natomiast jego skala. Na podstawie opublikowanych danych szacujemy, że w październiku ponownie lekko obniżyła się inflacja bazowa, co przy niskich bazach odniesienia sprzed roku jest zaskoczeniem i jedynym źródłem niższej od oczekiwań inflacji CPI w październiku. Nie znając struktury danych (pełne dane dot. październikowej inflacji zostaną opublikowane 13 listopada) trudno ocenić trwałość tego efektu. Z pewnością natomiast te dane istotnie obniżają prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych NBP na posiedzeniu RPP w bieżącym tygodniu.

- Przy dominujących prognozach stabilizacji stóp NBP większa uwaga rynkowa będzie skierowana zapewne na wyniki publikacji najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP i prognozę średnioterminowej inflacji CPI oraz konferencję prasową prezesa Glapińskiego. Z kolei w kontekście regulowanych nośników energii w minionym tygodniu pojawiły się ogólne deklaracje przedstawicieli rządu dot. trwających prac nad programem osłonowym dla gospodarstw domowych dot. cen gazu.

- Wydaje się natomiast, że ważniejszym w bieżącym tygodniu tematem od samej decyzji RPP będzie kwestia kończącej się 4 listopada kadencji członka zarządu A. Lipińskiego i faktyczna utrata ustawowego minimum członków zarządu NBP. Kancelaria Prezydenta RP przesłała ponownie propozycje 4 kandydatów do składu zarządu NBP, dotychczas premier nie podpisał wniosku (wymagana jest jego kontrasygnata). Dziś rano minister finansów wskazał, że wolałby, żeby kwestia uzupełnienia liczby członków zarządu NBP została uregulowana, o czym będzie rozmawiał z premierem. W jego ocenie na ten moment nie ma potrzeby wprowadzania zarządu komisarycznego do NBP.

- Ryzyko dalszej eskalacji sporu politycznego dot. kolejnej instytucji (NBP) równolegle z bieżącym nasileniem sporu dot. Trybunału Konstytucyjnego (TK) po ogłoszonych w ostatni piątek zmianach we władzach TK, których nie uznaje dotychczasowe kierownictwo TK, prezydent RP i większość opozycji parlamentarnej, mogłoby już silniej negatywnie wpływać na ceny krajowych aktywów finansowych w kolejnych tygodniach. Ta sytuacja będzie zatem zapewne uważnie monitorowana przez inwestorów. Trudno obecnie ocenić, na ile na osłabienie kursu złotego oraz ponowny wzrost rentowności (po spadku w piątek rano) pod koniec dnia w piątek wpłynęły wydarzenia krajowe, a na ile pogorszenie sytuacji w Europie.

- W skali tygodnia kurs złotego w relacji do koszyka walut osłabił się nieznacznie (o 0,2%), z kolei dziś rano w relacji do euro wzrósł do 4,42 PLN/EUR. Nie można także wykluczyć utrzymania negatywnego wpływu na krajowe aktywa oceny sytuacji w regionie przy kolejnych informacjach medialnych dot. wsparcia USA dla eksportu rosyjskich surowców.

- Na bieżący tydzień zaplanowany jest także przegląd ratingu Polski przez agencję Standard&Poor's. Choć nie powinno dojść do zmiany samej oceny ratingu, to w warunkach opóźniającej się konsolidacji fiskalnej nie można wykluczyć scenariusza obniżenia perspektywy ratingu.

- Wciąż także dla rynku krajowego kluczowe wydają się kwestie geopolityczne tj. wyniki wyborów połówkowych w USA zaplanowanych na najbliższy wtorek oraz decyzje administracji po wyborach dot. strategii wobec Iranu (kontynuacja negocjacji pokojowych vs wznowienie ataków). Te decyzje będą mocno wpływały na notowania cen surowców na rynku globalnym. Dodatkowo bardzo istotne w kontekście decyzji FOMC będą także publikowane w piątek październikowe dane z rynku pracy USA, które w ostatnich kwartałach charakteryzują się podwyższoną zmiennością.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3-4 listopada)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 3,75%.

Dla decyzji RPP istotne będą zarówno bieżące dane płynące z gospodarki, jak i wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP.

Jeśli chodzi o bieżące dane, to najistotniejsze z nich: październikowa inflacja oraz wrześniowa dynamika płac sprzyjają decyzji RPP o stabilizacji stóp. W październiku inflacja CPI okazała się niższa od oczekiwań (3,5% r/r) i jednocześnie powróciła do przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP. Szacowana Inflacja bazowa ukształtowała się przedziale 3,0-3,1% r/r, czyli nie wzrosła w porównaniu z wrześniem (3,1% r/r), co jest spora pozytywną niespodzianką. Wrześniowa dynamika płac także okazała się niższa od oczekiwań, kształtując się na poziomie 5,9% r/r, co wskazuje na umiarkowaną presję płacową w gospodarce. Na tej podstawie większość członków RPP może argumentować, że bieżące informacje płynące z gospodarki wskazują na brak efektu istotnego powszechnego wzrostu cen dóbr i usług w wyniku dotychczasowego wzrostu cen paliw. Szczególnie, że jeden z głównych czynników cenotwórczych w gospodarce – wynagrodzenia – charakteryzuje się umiarkowaną dynamiką wzrostu.

Jednocześnie najnowsza projekcja NBP wskazywana była przez wielu członków RPP jako istotny czynnik dla listopadowej decyzji Rady ze względu na to, że określi prognozę inflacji w perspektywie kolejnych dwóch lat. Oczekujemy, że projekcja wskaże w perspektywie oddziaływania polityki monetarnej (czyli do 2028 r.), że inflacja powróci do celu inflacyjnego NBP, po okresie podwyższonej inflacji na przełomie 2026 i 2027 r. W naszej ocenie dla większości RPP wyniki projekcji wskazujące na przejściowy charakter bieżącego wzrostu inflacji będą kolejnym argumentem za utrzymaniem stabilnych stóp NBP na najbliższym posiedzeniu.

Wszyscy ankietowani przez Parkiet analitycy oczekują utrzymania stabilnych stóp podczas listopadowego posiedzenia RPP.

Zgodnie z ostatnią ankietą Parkietu decyzji RPP o utrzymaniu stóp bez zmian oczekują wszyscy ankietowani analitycy.

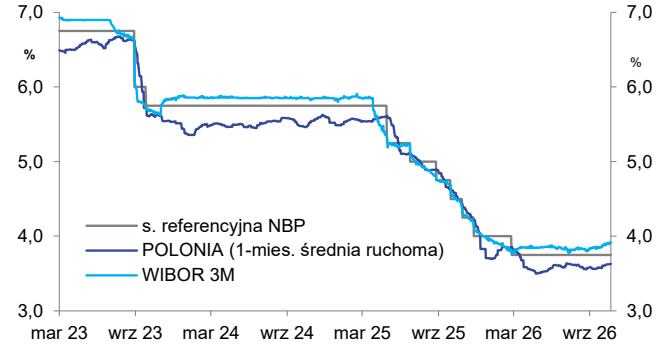
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 2 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	paź	54,5 pkt.	54,8 pkt.	-
wtorek 3 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS	paź	7 079 tys.	7 230 tys.	-
-	US	Wybory „połówkowe" do Kongresu	-	-	-	-
środa 4 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	paź	51,6 pkt.	51,3 pkt.	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	paź	3,8% r/r	3,9% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	paź	2,5% r/r	2,5% r/r	-
-	**PL**	**Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych**	**lis**	**3,75% (ref)**	**3,75% (ref)**	**3,75% (ref)**
16:00	**PL**	**Komunikat po posiedzeniu RPP**	**lis**	**-**	**-**	**-**
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	paź	54,9 pkt.	55,1 pkt.	-
czwartek 5 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	wrz	-10,6% m/m	-0,9% m/m	-
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	lis	3,75%	4,00%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	lis	3,75%	4,00%	-
15:00	**PL**	**Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP**	**lis**	**-**	**-**	**-**
16:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na wydarzeniu Banku Słowenii	lis	-	-	-
piątek 6 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	wrz	2,0% m/m	0,5% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	wrz	0,1% m/m	0,2% m/m	-
14:00	**PL**	**Publikacja protokołu z październikowego posiedzenia RPP**	**paź**	**-**	**-**	**-**
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	paź	29 tys.	89 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	paź	4,2%	4,1%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	paź	3,0% r/r	3,2% r/r	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	paź	48,0 pkt.	46,3 pkt.	-
-	**PL**	**Decyzja S&P dot. ratingu Polski**	**-**	**A- / p. stabilna**	**-**	**-**
poniedziałek 9 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:30	CHN	Inflacja CPI	paź	0,9% r/r	1,0% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

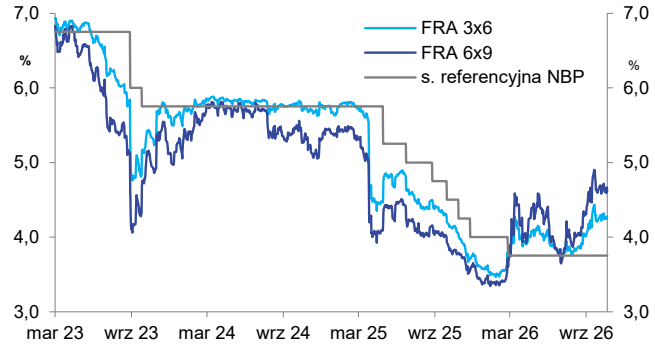
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



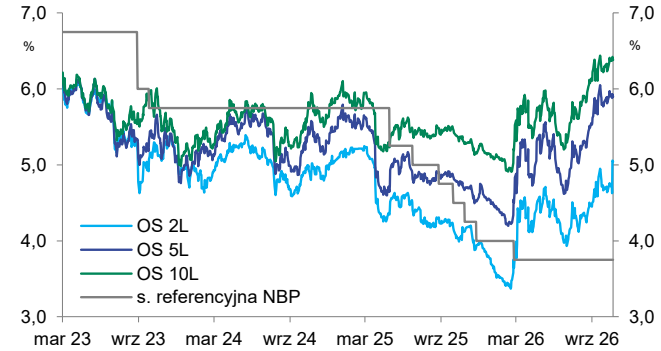
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



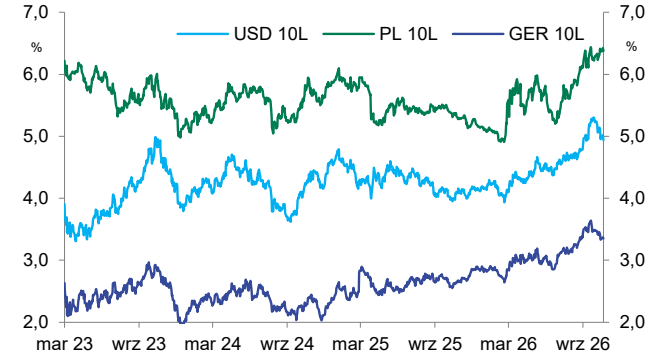
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



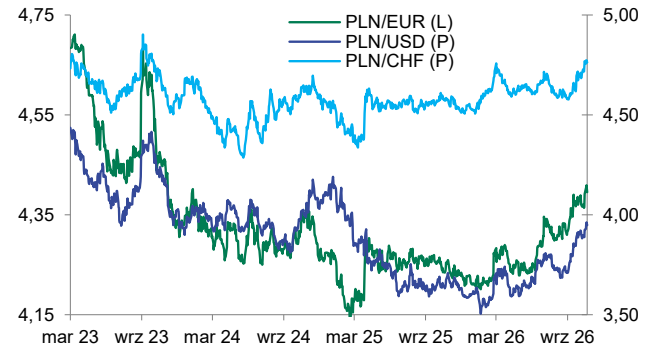
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



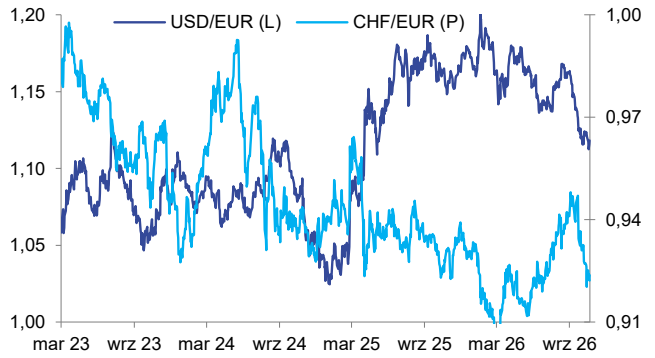
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



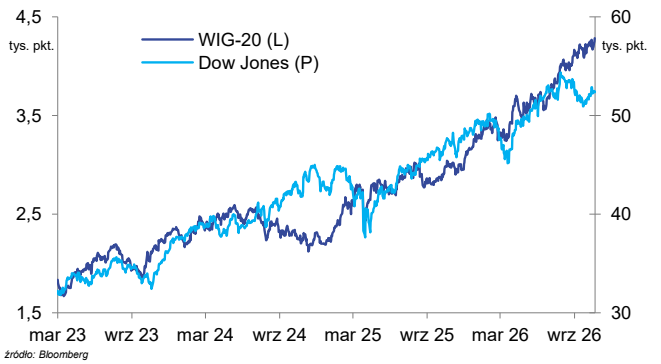
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



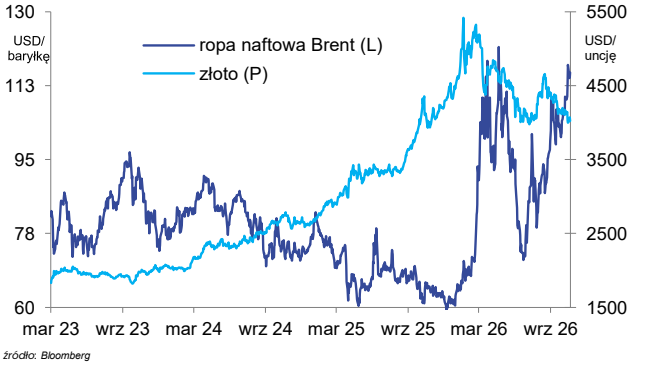
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

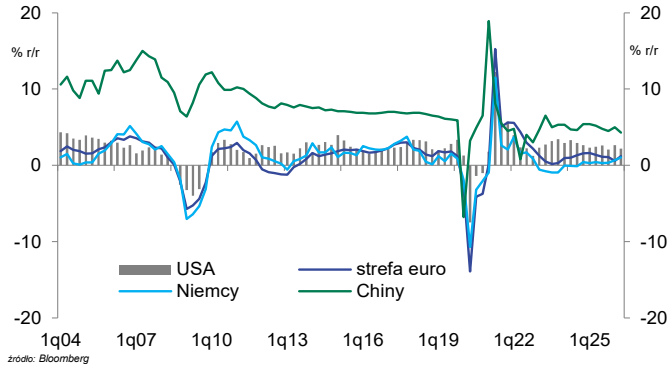
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

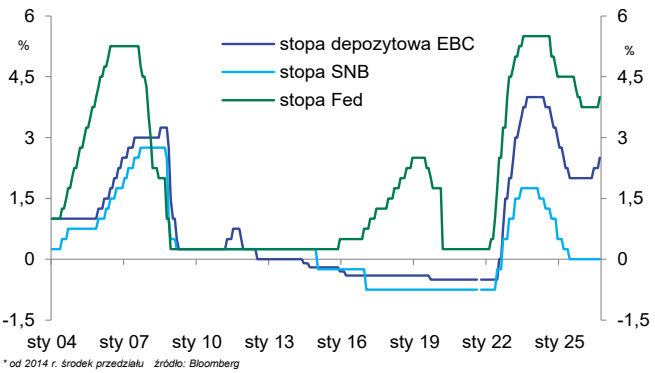
Gospodarka

Wzrost PKB za granicą



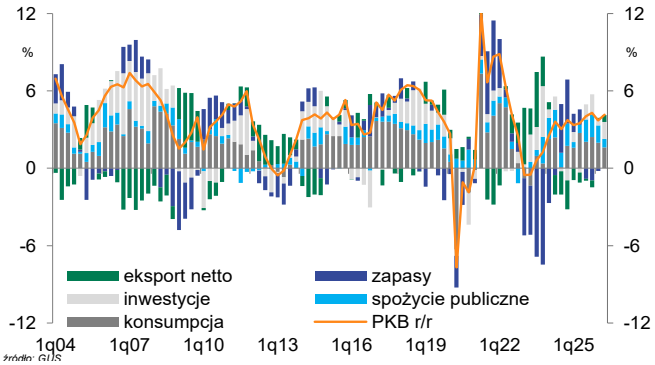
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



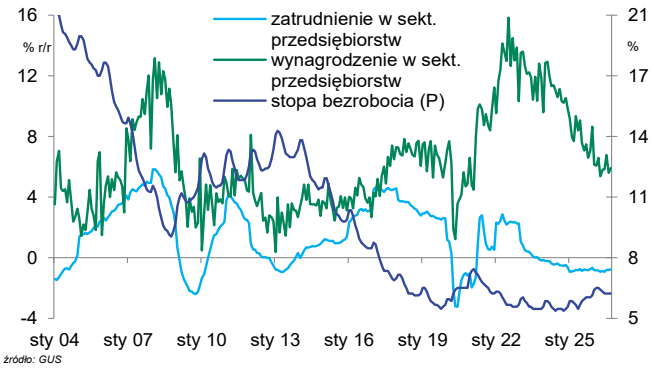
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



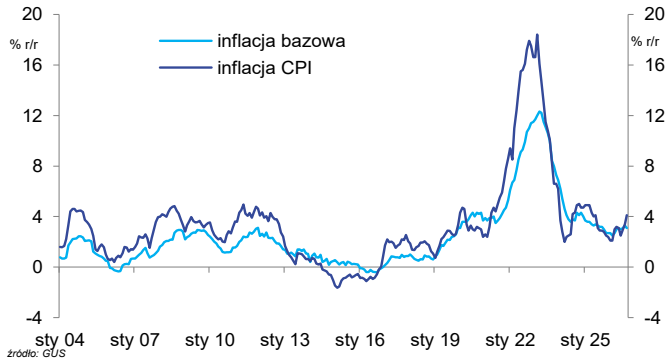
źródło: GUS

Rynek pracy



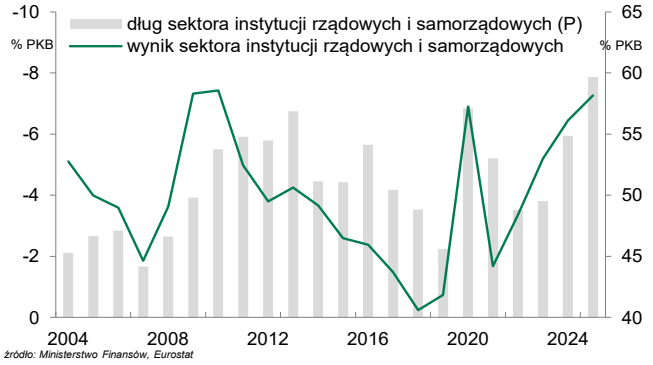
źródło: GUS

Inflacja



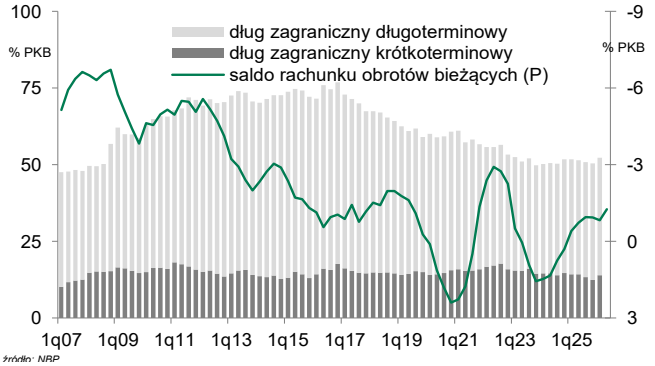
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

			zmiana		prognoza		
		30.10.2026	ost. 7 dni	ost. 14 dni	30.11.2026	31.12.2026	31.12.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,25	0,0	0,0	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,75	0,0	0,0	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,25	0,0	0,0	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,90	0,01	0,02	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,18	-0,07	-0,09	-	-	-
FRA 6x9	%	4,52	-0,09	-0,12	-	-	-
FRA 9x12	%	4,73	-0,05	-0,07	-	-	-
IRS 2L	%	4,67	-0,04	-0,05	-	-	-
IRS 5L	%	4,93	-0,01	-0,02	-	-	-
IRS 10L	%	5,26	0,01	0,00	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,94	-	-	4,90	4,80	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,81	-0,09	-0,03	5,80	5,75	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	6,32	-0,05	0,06	6,30	6,25	6,25
PLN/EUR	*PLN*	4,40	0,00	0,03	4,38	4,35	4,35
PLN/USD	*PLN*	3,93	0,00	0,04	3,89	3,85	3,85
PLN/CHF	*PLN*	4,78	0,01	0,07	4,70	4,68	4,68
USD/EUR	*USD*	1,12	0,00	-0,01	1,13	1,13	1,13
Stopa Fed	%	4,00	0,00	0,00	4,00	4,25	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,00	0,00	2,50	2,75	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,93	-0,06	-0,14	5,00	5,00	5,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,32	-0,02	-0,10	3,35	3,35	3,35

źródło danych: NBP, Bloomberg, prognozy: BOŚ

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 jakiejkolwiek 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 Srodowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Zelaznej 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.