Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 listopada 2026

Stopy NBP bez zmian, ale spore ryzyko podwyżki na początku 2027 r. Na rynkach stabilizacja po spadkach na rynkach akcji w minionym 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 na globalnym rynku finansowym okresowo skokowo wzrosła zmienność notowań aktywów finansowych. Przygniatające zwycięstwo Partii Demokratycznej w wyborach środka kadencji, które przyniosły przejęcie przez tę partię większości w obu izbach Kongresu USA wywołało spadek cen akcji spółek technologicznych w USA pociągając za sobą spadku na pozostałych rynkach akcji. Z drugiej strony spadek prawdopodobieństwa wznowienia ataków wojskowych USA na Iran poskutkował spadkiem cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej sprzyjając obniżeniu rentowności obligacji na rynkach bazowych. Niższym rentownościom w USA sprzyjały także oczekiwania na większy komfort prowadzenia polityki monetarnej przez Fed i mniejsze ryzyko silnego poluzowania polityki fiskalnej w nowej powyborczej rzeczywistości politycznej w USA. Ostatecznie końcówka minionego i początek bieżącego tygodnia przyniosły lekkie uspokojenie globalnej sytuacji rynkowej.

- Pierwszoplanowym wydarzeniem minionego tygodnia były wybory środka kadencji w USA, które przyniosły zdecydowane zwycięstwo Demokratów, którzy przejęli większość w obu izbach Kongresu USA. Jest to też osobista porażka prezydenta Trumpa i powszechnie jest intepretowana jako pokłosie skokowego wzrostu cen paliwa podwyższającego koszty życia Amerykanów w konsekwencji ataku USA i Izraela na Iran. Ponadto w wielu stanach USA wybory okazały się plebiscytem przeciwko dynamicznemu rozwojowi centrów danych związanych z rewolucją sztucznej inteligencji.

- W kontekście rynkowym taki wynik wyborów miał dwa wymierne skutki. Po pierwsze, zakończenie wyborów miało być cezurą dla ewentualnego wznowienia działań militarnych USA wobec Iranu. Takie sygnały płynęły wcześniej z administracji prezydenckiej. Jednak wynik wyborów wraz z krytyką zaangażowania USA w wojnę z Iranem wewnątrz partii republikańskiej (wskazanie przez wiceprezydenta Vance'a, że była to główna przyczyna porażki wyborczej), a także powyborcze wypowiedzi prezydenta Trumpa, wskazały na spadek prawdopodobieństwa wznowienia działań wojennych przez USA. To zaś poskutkowało wyraźnym spadkiem cen ropy naftowej Brent w kontraktach 1-miesięcznych poniżej 100 USD (tj. o 17% w skali tygodnia).

- Po drugie, odczytanie wyników wyborów jako demonstracja społecznego sprzeciwu wobec dynamicznego powstawania centrów danych oraz fakt, iż Demokraci opowiadają się za większą regulacją rozwoju sztucznej inteligencji spowodowały z kolei wzrost obaw przed spowolnieniem rewolucji technologicznej w USA. To zaś spowodowało skokowy spadek notowań giełdowych spółek z branży zaawansowanych technologii, co pociągnęło za sobą wyraźny spadek notowań na rynkach akcji. W efekcie indeks światowy MSCI spadł w skali minionego tygodnia o 2,4%, w USA o 2,8% na rynkach

Klauzula poufności: BOŚ jawne

wschodzących o blisko 4% (także w Polsce WIG spadł o 1% w skali tygodnia). Jedynie lekki wzrost odnotowały giełdy w EMU – o 0,7%.

- Skokowy spadek cen ropy naftowej ograniczył oczekiwania co do skali dalszego zacieśnienia polityki monetarnej Fed i EBC w średnim okresie. Po raz pierwszy od dłuższego czasu rynki nie dyskontują już ze 100% prawdopodobieństwem kolejnych dwóch podwyżek stóp w perspektywie połowy przyszłego roku zarówno w USA, jak i w strefie euro. Nadal w obu przypadkach podwyższenie stóp o 25 pb. w grudniu rynki wyceniają z prawdopodobieństwem bliskim 80%. Spadek oczekiwań na podwyżki stóp Fed i EBC wraz ze wzrostem awersji do ryzyka dał impuls do spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich papierów w USA i niemieckich spadły po 7 pb. kolejno do 3,86% i 3,25% na koniec tygodnia kontynuując trend oddalania się od lokalnych maksimów notowanych na przełomie października i listopada.

- Zbliżona do oczekiwań skala zmian oczekiwań co do dalszych działań Fed i EBC spowodowała, że w skali tygodnia zmiany kursów efektywnych dolara i euro praktycznie nie zmieniły się. W efekcie kurs euro w relacji do dolara poruszał się w trendzie bocznym 1,115 – 1,125 dolara za euro.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne, w tym najważniejsze z nich dane z rynku pracy w USA, pozostały w cieniu wydarzeń politycznych, z ograniczonym wpływem na rynki. Dane z rynku pracy USA okazały się pozytywną niespodzianką, z wyższym od oczekiwań wzrostem zatrudnienia i niższą stopą bezrobocia. W październiku zatrudnienie wzrosło o 165 tys., wobec 60 tys. we wrześniu oraz wobec prognoz rynkowych na poziomie 70 tys. Stopa bezrobocia obniżyła się do 4,1%, wobec oczekiwanej stabilizacji na poziomie z września 4,2%, zaś dynamika wynagrodzeń minimalnie wzrosła do 3,1% r/r.

- Na krajowym rynku pierwszoplanowym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie RPP. Sam wynik posiedzenia – utrzymanie stóp NBP na dotychczasowym poziomie – był powszechnie oczekiwany. Natomiast rynek oczekiwał na przekaz prezesa NBP i RPP dot. kolejnych decyzji RPP w kontekście publikacji najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP.

- Według listopadowej projekcji średnioroczny wskaźnik inflacji CPI ukształtuje się w 2027 r. na poziomie 4,20% (wobec 2,70% w projekcji z lipca), a w 2028 r. wyniesie 2,80% (wobec 2,20% w projekcji z lipca). Oznacza to, że według projekcji wskaźnik CPI pozostanie przez cały 2027 rok powyżej 3,5%, czyli górnego przedziału dopuszczalnych wahań inflacji wokół celu NBP, a dopiero w II poł. 2028 r. osiągnie cel NBP na poziomie 2,5%. Projekcja zakłada wygaśnięcie z końcem bieżącego roku programu osłonowego CPN (obniżającego VAT i akcyzę na paliwa) oraz wzrost regulowanych cen gazu i energii elektrycznej od nowego roku.

- Podczas czwartkowej konferencji prasowej po posiedzeniu RPP prezes NBP wskazał, że jeśli ryzyka dla inflacji będą narastać, to Rada jest gotowa podjąć decyzję o podwyżce stóp procentowych. Dodał, że grudniu RPP zwyczajowo nie podejmuje decyzji dotyczącej zmiany stóp, chyba że są jakieś nadzwyczajne okoliczności. W kolejnych dniach pojawił się szereg wypowiedzi członków RPP utrzymanych w tonie dopuszczającym, ale nieprzesądzającym o podwyższeniu stóp NBP z początkiem przyszłego roku. Większość wypowiedzi można

zinterpretować w ten sposób, że RPP wstrzymując się z podwyżką stóp chce się upewnić, czy spełnią się założenia projekcji stojące za istotnym podwyższeniem prognozy inflacji. Przede wszystkim chodzi o założenia o charakterze administracyjnym (dalszy los CPN, skala wzrostu cen energii i gazu po zatwierdzeniu taryf przez URE). Wydaje się, że najklarowniej określił to były członek RPP, obecnie członek zarządu NBP, Ludwik Kotecki, który w wywiadzie dla Rzeczpospolitej powiedział: „jeżeli w styczniu nie będzie programu CPN, a inflacja znacznie przekroczy 4%, wtedy RPP może chcieć podnosić stopy".

- Przekaz prezesa NBP i wypowiedzi członków RPP potwierdzają wskazywane przez nas od dłuższego czasu wysokie ryzyko zaostrzenia polityki monetarnej, szczególnie na przełomie tego i przyszłego roku. Wtedy ze względu na efekty niskiej bazy ryzyko wzrostu wskaźnika CPI powyżej psychologicznej granicy 4% będzie najwyższe. W świetle ostatnich wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki monetarnej w pierwszych miesiącach przyszłego roku nadal kształtuje się w okolicach 50%. Jednocześnie jednak w naszej prognozie zakładamy z początkiem przyszłego roku kontynuację programu CPN (w obecnej lub okrojonej formule) oraz wprowadzenie programów osłonowych ograniczających wzrost cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych. Przy tych założeniach oraz w świetle ostatniego spadku cen ropy i gazu (a w szczególności skokowego spadku cen benzyny) prognozowana przez nas ścieżka inflacji jest niższa niż w projekcji NBP. W szczególności przewidujemy, że średni wskaźnik CPI w I kw. 2027 r. ukształtuje się na poziomie 3,9% r/r wobec prognozy NBP na poziomie 4,6% r/r.

- W naszej ocenie, jeśli nasz scenariusz inflacyjny spełni się, RPP utrzyma stopy NBP na niezmienionym poziomie (3,75% dla stopy referencyjnej). Natomiast przyznajemy, że jeśli z początkiem roku program CPN definitywnie wygaśnie skutkując wzrostem cen paliw o ponad 1 zł za litr i w efekcie wzrostem inflacji o ponad 0,5 pkt. proc., wtedy styczniowa podwyżka stóp NBP będzie praktycznie przesądzona. Podobny efekt miałby ewentualny skokowy powrót cen surowców do wcześniejszych maksimów.

- Spadek rentowności na rynkach bazowych wraz z przekazem prezesa NBP wskazującym na ograniczone prawdopodobieństwo podwyżki stóp na najbliższym posiedzeniu RPP w grudniu przyczyniły się do obniżenia w skali tygodnia rentowności krajowych obligacji skarbowych, w tym papierów 10-letnich o 20 pb. do 6,12%.

- Natomiast z początkiem bieżącego tygodnia rentowności obligacji notują kilkupunktowy wzrost co jest zapewne reakcją na obniżenie w ostatni piątek przez agencję Stanadard&Poor's z neutralnej do negatywnej perspektywy ratingu Polski (A-) w walucie obcej. Agencja uzasadniła decyzję zwiększonym ryzykiem, że „gwałtownie rosnące zadłużenie Polski może ograniczyć zdolność rządu do reagowania na wstrząsy gospodarcze i negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy". Decyzja S&P nie była zaskoczeniem.

- W przypadku pozostałych krajowych aktywów wpływ decyzji S&P na notowania z początkiem tego tygodnia jest ograniczony. Zarówno WIG jak i kurs złotego lekko zyskują na wartości korzystając z globalnego spadku awersji do ryzyka.

- Wcześniej w minionym tygodniu kurs złotego lekko odreagował wyraźne osłabienie z wcześniejszych tygodni i zyskał w skali tygodnia 0,3% w relacji do koszyka walut. Złotemu mogła pomóc wyklarowanie się perspektyw funkcjonowania Zarządu NBP po tym jak w minionym tygodniu premier Tusk podpisał kontrasygnatę pod wnioskiem prezydenta RP ws. powołania na członków zarządu NBP Marty Kightley, Przemysława Litwiniuka, Ludwika Koteckiego i Marcina Zarzeckiego.

- W bieżącym tygodniu rynki będą śledzić z uwagą dalszy rozwój sytuacji na Bliskim wschodzie. Choć w świetle wypowiedzi prezydenta Trumpa spadło ryzyko wznowienia działań wojennych, to nadal trudno wskazywać by negocjacje ws. porozumienia pokojowego przyniosły przełom.

- Wobec kolejnych informacji dot. możliwości osiągnięcia porozumienia pokojowego dot. Ukrainy istotne będą rozmowy prezydenta Trumpa podczas oficjalnej wizyty w Chinach, kiedy to wg wypowiedzi Trumpa może dojść do spotkania z prezydentem Putinem. Z kolei w nadchodzącym tygodniu w Zjednoczonych Emiratach Arabskich mają się odbyć rokowania na niższym szczeblu ws. zakończenia wojny na Ukrainie, w których mają wziąć udział przedstawiciele USA, Ukrainy i Rosji. Możliwe, że zostaną dodatkowo zaproszeni przedstawiciele państw europejskich.

- Z wydarzeń o charakterze gospodarczym najważniejsza będzie wtorkowa publikacja inflacji CPI w USA za październik, a z początkiem kolejnego tygodnia comiesięczne dane nt. sytuacji sfery realnej gospodarki chińskiej.

- W Polsce w piątek poznamy wstępny szacunek PKB za III kw. - oczekujemy spadku dynamiki PKB do 3,6% r/r, choć ryzyko niższego wyniku jest wysokie. W piątek poznamy także ostateczny szacunek październikowej inflacji CPI z pełną strukturą danych, która będzie o tyle istotna, iż ujawni źródła nieoczekiwanego szacowanego obniżenia inflacji bazowej w październiku.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **PKB w III kw. 2026 r. – szacunek wstępny (13 listopada)**

Prognozujemy, że w III kw. dynamika wzrostu PKB wyniosła 3,6% r/r, obniżając się z 4,1% r/r notowanych w II kw.

Głównym czynnikiem osłabiającym tempo wzrostu gospodarczego są wyraźnie słabsze wyniki w budownictwie i w efekcie niższy wzrost inwestycji. Z drugiej strony założyliśmy, że w przypadku danych PKB, które nie opierają się (tak jak dane dot. produkcji budowlano-montażowej) wyłącznie na raportach F01 wypełnianych przez przedsiębiorstwa, w części te spadki produkcji budowlanej będą skorygowane biorąc pod uwagę szereg informacji wskazujących na trwający solidny wzrost inwestycji. Dane dot. wydatkowania środków z budżetu UE wskazują na utrzymujący się efekt solidnej skali projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE.

Założenia dot. szacunku wzrostu inwestycji w kontekście danych dot. produkcji budowlano-montażowej są głównym czynnikiem ryzyka dla prognozy. Gdyby ostatecznie taka korekta nie miała miejsca, dynamika PKB spowolniłaby poniżej 3,5% r/r.

W III kw. oczekujemy także lekko słabszych wyników eksportu, przy niższym wzroście produkcji przemysłowej (w tym w działach o najwyższym udziale sprzedaży zagranicznej). Oczekujemy także utrzymania niższej dynamiki wzrostu spożycia gospodarstw domowych w warunkach utrzymującego się niskiego wzrostu realnych dochodów.

		3q25	4q25	1q26	2q26	3q26P
PKB		**4,0**	**4,3**	**3,7**	**4,1**	**3,6**
popyt krajowy		4,3	5,0	3,7	3,7	**3,4**
konsumpcja prywatna	*% r/r*	3,6	4,9	3,3	2,8	**3,0**
spożycie publiczne		8,8	7,9	6,8	3,2	**2,3**
inwestycje		7,4	7,0	3,1	8,5	**6,9**
konsumpcja prywatna		2,1	2,4	2,0	1,6	**1,7**
spożycie publiczne	*kontrybucja*	1,7	1,8	1,3	0,7	**0,5**
inwestycje	*pkt. proc.*	1,2	1,6	0,4	1,3	**1,2**
zapasy		-0,8	-0,9	-0,2	0,0	**0,0**
eksport netto		-0,1	-0,6	0,2	0,5	**0,2**
wartość dodana		3,5	3,8	3,5	3,8	**3,2**
przemysł	*% r/r*	4,8	4,1	4,6	6,6	**4,2**
budownictwo		0,3	5,0	-4,5	3,5	**3,0**
handel i naprawy		4,0	5,0	4,8	4,4	**3,2**

źródło: GUS, BOŚ Bank

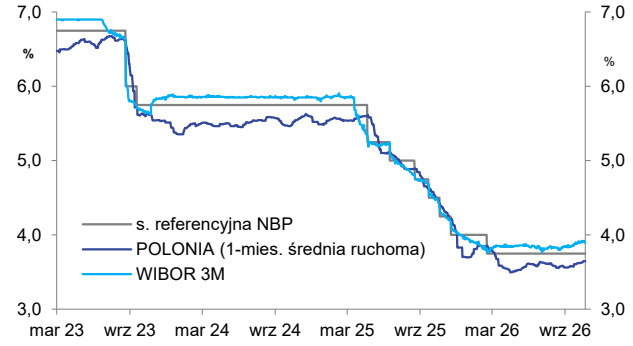
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 10 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	paź	36,3% r/r	25,5% r/r	-
03:00	CHN	Import	paź	31,0% r/r	24,5% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI	paź	3,7% r/r	3,6% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	paź	2,6% r/r	2,5% r/r	-
piątek 13 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Wskaźnik inflacji CPI (ost.)**	**paź**	**3,5% r/r (wst.)**	**-**	**3,5% r/r**
09:30	**PL**	**Dynamika PKB (wst.)**	**III kw.**	**3,8% r/r**	**3,6% r/r**	**3,6% r/r**
11:00	EMU	Dynamika PKB (I rew.)	III kw.	0,4% kw/kw (wst.)	0,4% kw/kw	-
14:00	**PL**	**Saldo na rachunku obrotów bieżących**	**wrz**	**-3,567 mld EUR**	**-2,560 mld EUR**	**- 1,479 mld EUR**
poniedziałek 16 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	paź	5,5% r/r	5,4% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	paź	1,1% r/r	0,5% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	sty-paź	-7,2% r/r	-7,3% r/r	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	wrz	-0,5% m/m	0,0% m/m	-
14:00	**PL**	**Inflacja CPI – wskaźnik bazowy**	**paź**	**3,1% r/r**	**-**	**3,0% r/r***

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu
**szacunek na podstawie danych z flash CPI*

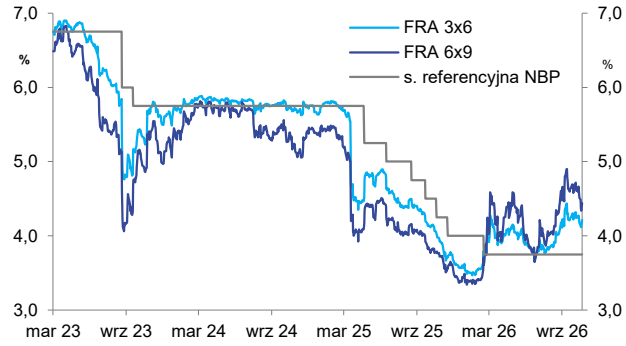
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



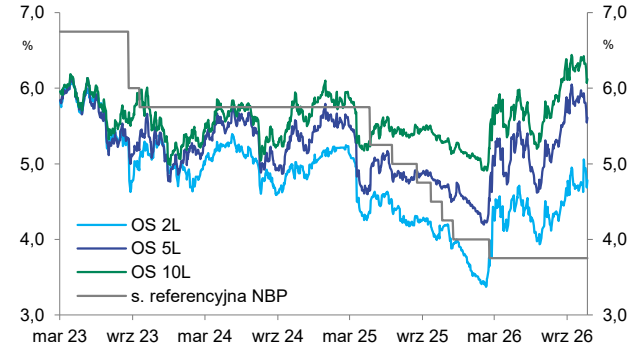
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



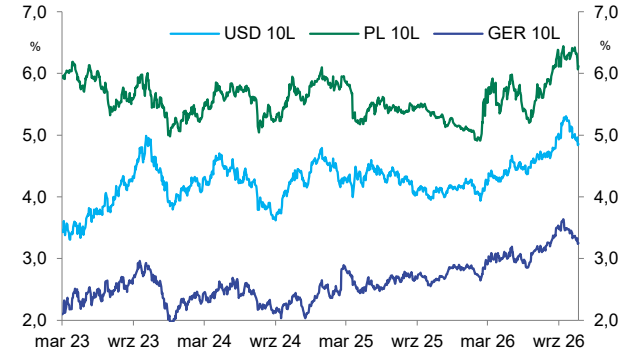
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



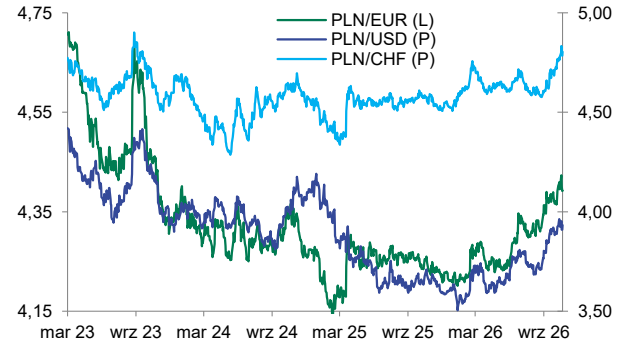
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



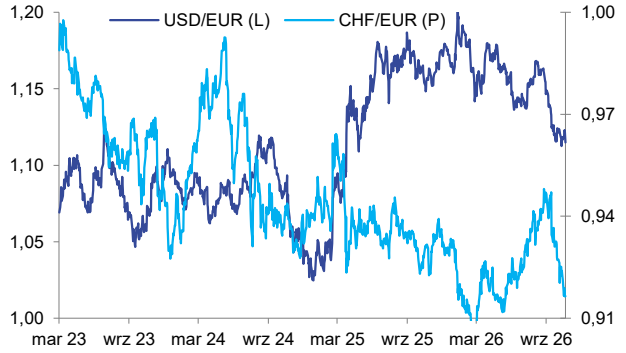
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



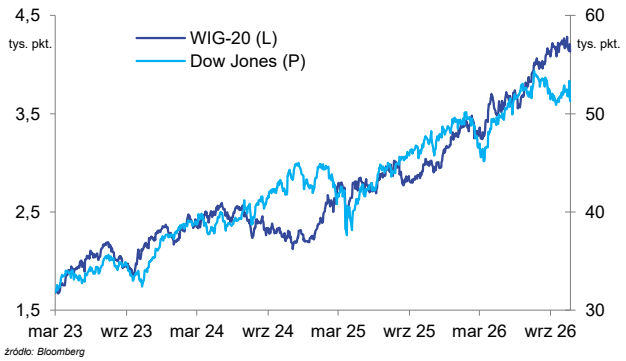
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



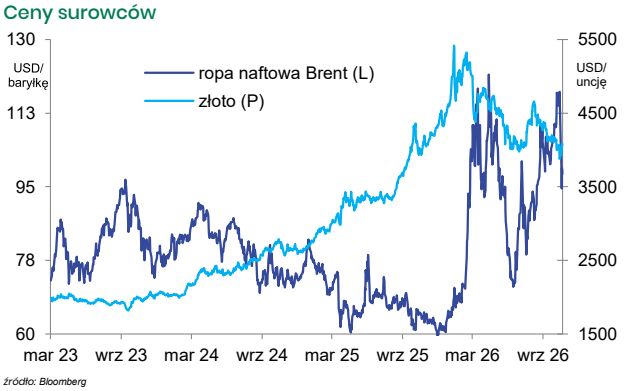
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

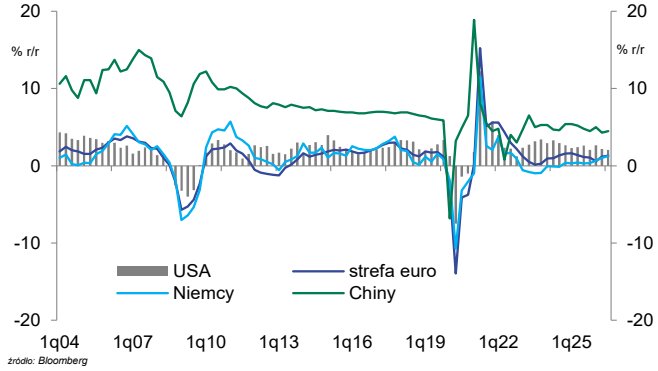
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

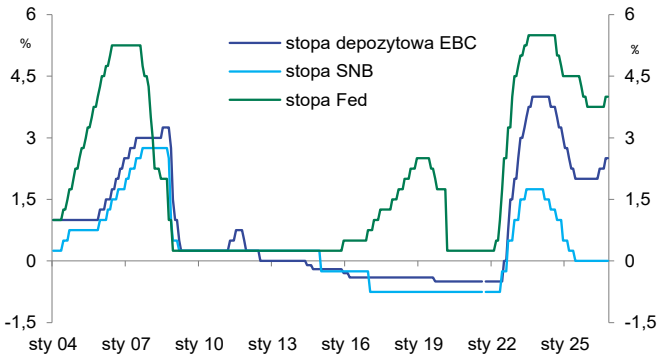
Gospodarka

Wzrost PKB za granicą



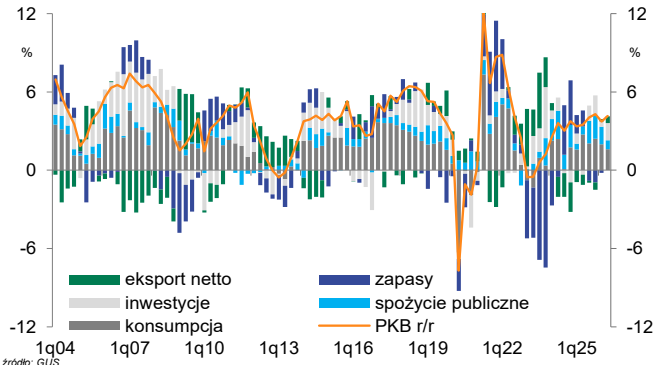
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



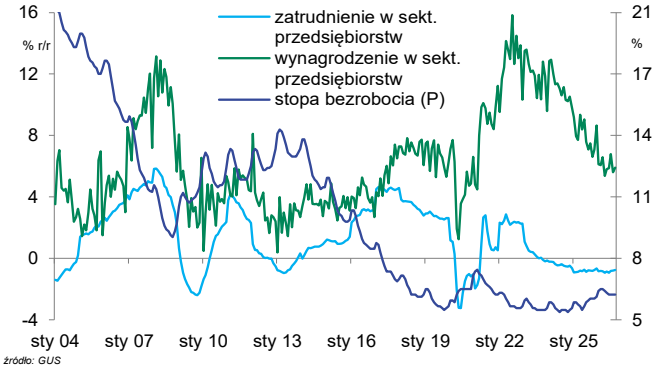
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



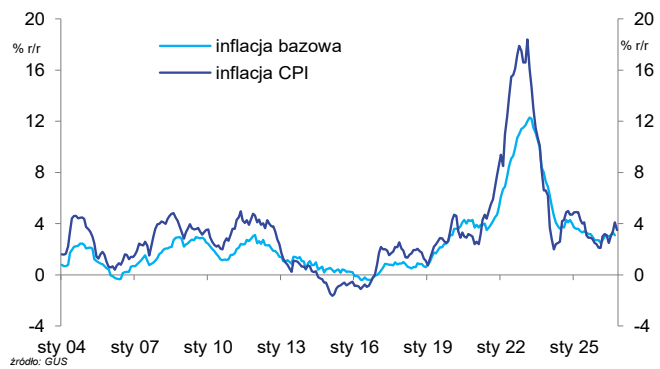
źródło: GUS

Rynek pracy



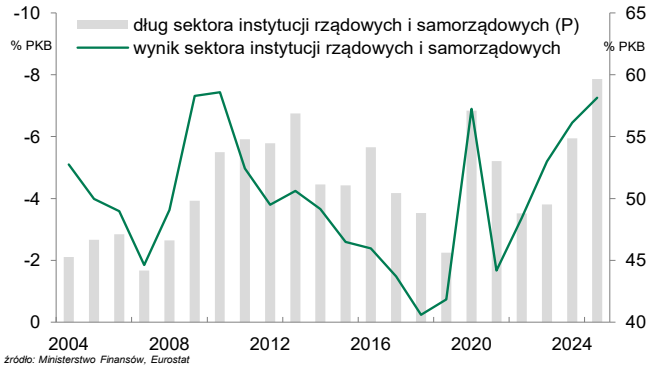
źródło: GUS

Inflacja



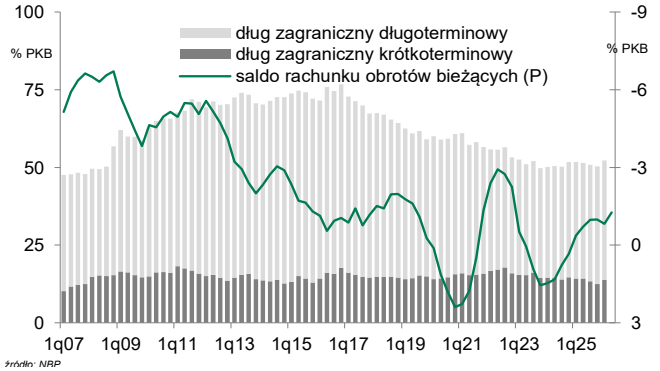
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

			zmiana		prognoza		
		06.11.2026	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	%	3,89	-0,01	0,00	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,21	0,04	-0,04	-	-	-
FRA 6x9	%	4,44	-0,07	-0,17	-	-	-
FRA 9x12	%	4,55	-0,17	-0,22	-	-	-
IRS 2L	%	4,50	-0,17	-0,20	-	-	-
IRS 5L	%	4,68	-0,25	-0,26	-	-	-
IRS 10L	%	5,01	-0,25	-0,24	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,78	-0,16	-	4,90	4,80	4,80
Obligacje skarbowe 5L	%	5,61	-0,20	-0,29	5,80	5,75	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	6,12	-0,20	-0,25	6,30	6,25	6,25
PLN/EUR	*PLN*	4,39	0,00	0,00	4,40	4,38	4,38
PLN/USD	*PLN*	3,93	0,01	0,01	3,93	3,90	3,90
PLN/CHF	*PLN*	4,80	0,02	0,04	4,76	4,74	4,74
USD/EUR	*USD*	1,12	0,00	-0,01	1,12	1,12	1,12
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	%	4,86	-0,07	-0,14	5,00	5,00	5,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,25	-0,07	-0,09	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 Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 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.