

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 listopada 2025

## Koniec shutdownu w USA. Rynki niepewne grudniowej decyzji Fed czekają na dane z USA.

- Miniony tydzień przyniósł zakończenie shutdownu w USA – najdłuższego w historii 43-dniowego zawieszenia funkcjonowania większości instytucji rządowych. W minionym tygodniu Republikanom ostatecznie udało się przekonać grupę senatorów z Partii Demokratycznej i prowizorium budżetowe na najbliższe około dwa miesiące zostało najpierw przegłosowane w Senacie, następnie w Izbie Reprezentantów i podpisane przez prezydenta Trumpa. Oznacza to powrót do funkcjonowania urzędów federalnych.
- Z punktu widzenia gospodarki USA zakończenie shutdownu powinno poskutkować pozytywnym odreagowaniem aktywności gospodarki USA, po prawdopodobnym okresowym wyhamowaniu spowodowanym ograniczonymi wydatkami publicznymi oraz konsumpcyjnymi urlopowanych na czas shutdownu urzędników, zgodnie z doświadczeniami z poprzednich shutdownów. Natomiast należy pamiętać, że bieżące „odblokowanie rządu” dotyczy najbliższych niespełna trzech miesięcy (do końca stycznia). Zatem wątek potencjalnego kolejnego shutdownu może powrócić pod koniec stycznia.
- Z punktu widzenia rynków finansowych bardzo istotnym aspektem zakończenia shutdownu jest sukcesywny powrót do publikacji danych statystycznych nt. gospodarki USA przez instytucje federalne zamknięte na czas shutdownu. W związku z dotychczasowym przekazem FOMC, napływające dane (w szczególności dane z rynku pracy oraz nt. tendencji inflacyjnych) będą kluczowym czynnikiem dla kolejnych decyzji FOMC ws. stóp procentowych. Dane te będą udostępniane sukcesywnie – w pierwszej kolejności zaległe dane. Niektóre publikacje zaległych danych, ze względu na okresowe zawieszenie niektórych badań ankietowych, mogą być mniej wiarygodne, a w przypadku niektórych danych może nawet zapaść decyzja o rezygnacji z publikacji. Z najistotniejszych z punktu widzenia Fed danych w bieżącym tygodniu planowana jest zaległa publikacja wrześniowych wyników z rynku pracy, a w przyszłym tygodniu – indeksów inflacyjnych PCE.
- Zakończenie shutdownu było zapewne jednym z czynników, który przyczynił się w minionym tygodniu do pewnej stabilizacji nastrojów na rynkach finansowych po dwóch tygodniach podwyższonej niepewności i wzrostu awersji do ryzyka.
- W minionym tygodniu na rynki akcji powrócił lekki wzrost notowań, choć generalnie nie zrekomensowały one spadków z wcześniejszych dwóch tygodni. Globalny indeks MSCI wzrósł w skali tygodnia o 0,4%, z najsilniejszym wzrostem w EMU o 2,1%, na rynkach wschodzących o 0,2%, przy stabilizacji indeksu MSCI w USA.
- Na rynkach bazowych obligacji miniony tydzień przyniósł wzrost rentowności na całej długości krzywych dochodowości. Rentowności obligacji 10-letnich wzrosły o ok. 5 pkt. baz. zarówno w USA (do 4,15%), jak i w Niemczech (do 2,72%). Do wzrostu rentowności przyczyniło się osłabienie popytu na bezpieczne aktywa

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

dzięki spadkowi awersji do ryzyka oraz dalszy wzrost niepewności rynkowej co do grudniowej decyzji FOMC. Na przestrzeni tygodnia miał miejsce spadek poniżej 50% szacowanego przez rynki prawdopodobieństwa obniżki stóp o 25 pkt. baz. w grudniu. Przyczyniło się do tego kilka wypowiedzi członków FOMC poddających w wątpliwość celowość obniżki w grudniu, przy widocznej istotnej polaryzacji opinii wewnątrz FOMC. Jednocześnie po okresie braku publikacji danych nt. gospodarki z USA spowodowanego shutdownem, przybliżenie się perspektywy powrotu publikacji wzmogło zmienność na rynku stopy procentowej w oczekiwaniu na publikacje danych.

- Globalny spadek awersji do ryzyka spowodował w minionym tygodniu wyhamowanie umocnienia dolara i euro relacji do koszyka walut. Jednocześnie kurs euro wobec dolara lekko wzrósł do 1,16 USD/EUR wobec 1,155 przed tygodniem. Pomimo spadku awersji do ryzyka na wartości zyskiwał „bezpieczny” frank szwajcarski (0,9% w skali tygodnia w relacji do koszyka walut) dzięki przybliżeniu się perspektywy zawarcia umowy handlowej USA – Szwajcaria. Ostatecznie umowa ta została zawarta przynosząc obniżenie ceł importowych w USA na towary produkowane w Szwajcarii do 15% z wcześniejszych 39%.
- Sytuacja na krajowym rynku kształtowała się pod wpływem rynków międzynarodowych. Notowania akcji na GPW wzrosły w ślad za rynkami zagranicznymi – WIG zyskał w skali tygodnia 0,6%. Globalny spadek awersji do ryzyka poskutkował umocnieniem złotego – o 0,4% w relacji do koszyka walut (w tym nieco poniżej 4,23 złotego za euro). Z kolei rentowności krajowych papierów skarbowych lekko wzrosły w ślad za rynkami bazowymi, w tym 10-latek o 2 pkt. baz. do 5,30%. Z drugiej strony umacniały się oczekiwania widoczne w notowaniach FRA na kontynuację rozluźniania polityki monetarnej przez RPP (spadek stawek o 5 pkt. baz.).
- Krajowy rynek finansowy bez większych emocji przyjął brak zmiany perspektywy ratingu Polski przez agencję Standard&Poor’s oraz opublikowane w minionym tygodniu dane nt. polskiej gospodarki – przyspieszenie [wzrostu PKB w III kw. do 3,7% r/r](#) wobec 3,4% r/r w II kw. (dane wstępne bez struktury PKB) oraz [ostateczną publikację nt. inflacji CPI za październik](#) (2,8% baz zmian wobec *flash*). Szacujemy, że w październiku inflacja bazowa obniżyła się do 2,9% r/r wobec 3,2% r/r we wrześniu – efekt zarówno czynników o charakterze trwałym (obniżenie dynamiki stabilniejszych cen usług), jak i jednorazowym (spadki cen w kategoriach charakteryzujących się podwyższoną zmiennością). Wstępnie szacujemy, że w listopadzie inflacja CPI obniży się do 2,6% r/r, co przy dopuszczających obniżkę stóp NBP w grudniu wypowiedziach niektórych członków RPP (I. Dąbrowski), pozostawia otwartą opcję dla takiej decyzji. Natomiast nie jest to nasz bazowy scenariusz.
- W bieżącym tygodniu najistotniejsza dla rynku będzie wspomniana publikacja zaległych wrześniowych danych z rynku pracy w USA. Jednocześnie w piątek opublikowana zostanie seria wstępnych szacunków koniunktury PMI w listopadzie ze strefy euro i z USA.
- W Polsce z początkiem kolejnego tygodnia rozpocznie się comiesięczna seria publikacji nt. aktywności krajowej gospodarki (za październik, pierwsze dane za IV kw.).

## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

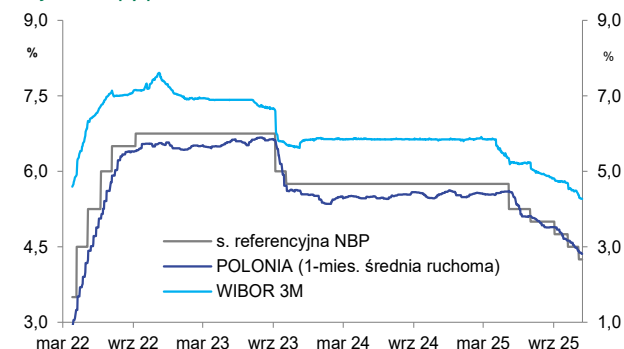
poniedziałek 17 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	paź	3,2% r/r	3,2% r/r**	2,9% r/r***
wtorek 18 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	lis	6,50%	6,50%	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna*	paź	-	-	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa*	paź	-	-	-
czwartek 20 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	wrz	22,0 pkt.	50,0 pkt.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	wrz	4,3%	4,3%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	wrz	3,7% r/r	-	-
piątek 21 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	EMU	Wystąpienie publiczne prez. EBC Ch. Lagarde na Kongresie we Frankfurcie	lis	-	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lis	49,6 pkt.	49,8 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lis	54,6 pkt.	54,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lis	50,0 pkt.	50,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lis	53,0 pkt.	52,8 pkt.	-
15:45	US	Indeks PMI – usługi	lis	54,8 pkt.	55,2 pkt.	-
15:45	US	Indeks PMI – przemysł	lis	52,5 pkt.	52,2 pkt.	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	lis	53,6 pkt.	50,3 pkt.	-
poniedziałek 24 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	paź	-0,8% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	paź	7,5% r/r	7,3% r/r	7,3% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	paź	5,7% r/r	2,4% r/r	1,4% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	paź	-1,2% r/r	-1,8% r/r	-1,8% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	paź	0,2% r/r	1,0% r/r	0,9% r/r
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	lis	88,4 pkt.	-	-

\* publikacja może zostać przesunięta na późniejszy termin ze względu na ostatni shutdown w USA

\*\*prognoza sprzed publikacji flash CPI, \*\*\*szacunek na podstawie danych z CPI w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

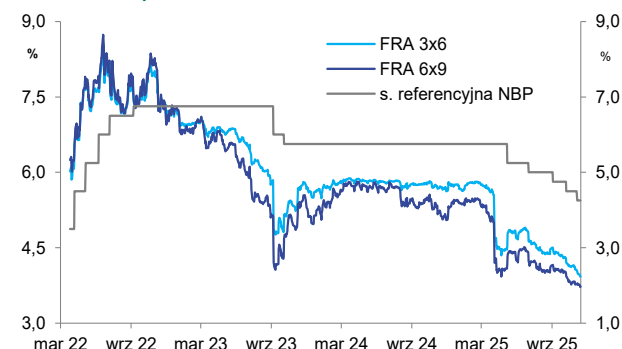
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



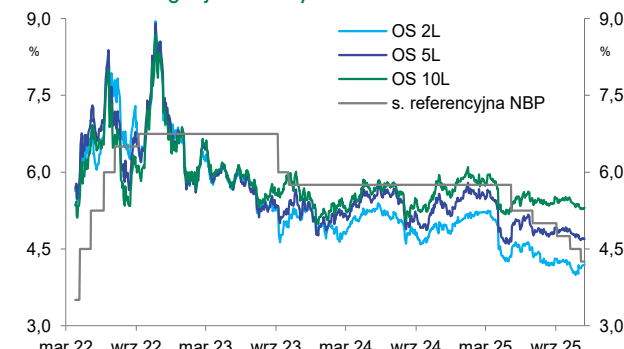
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



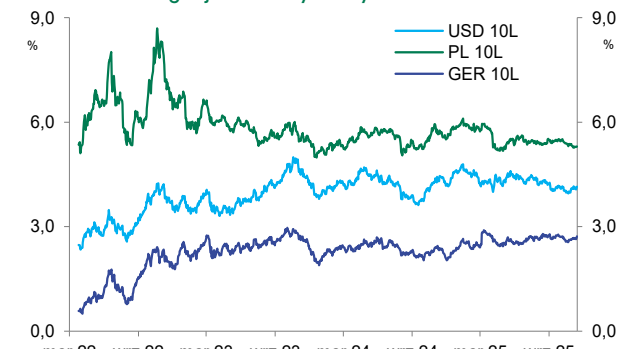
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



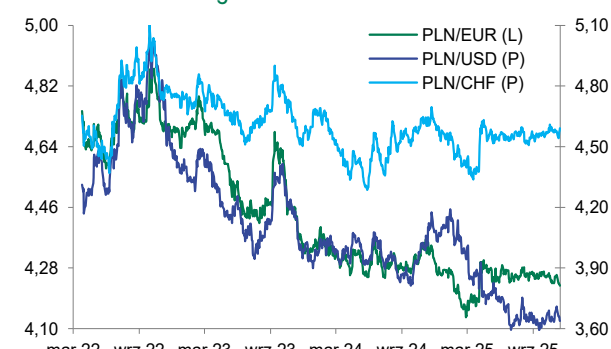
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



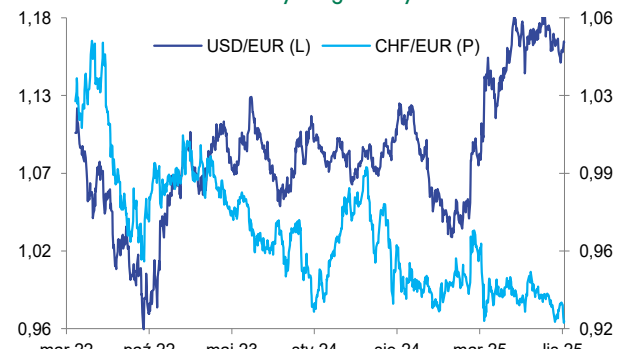
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



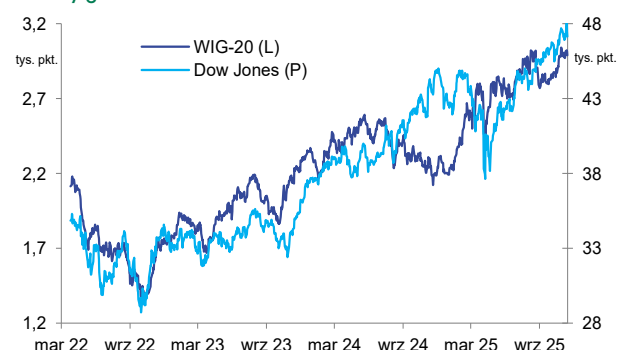
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



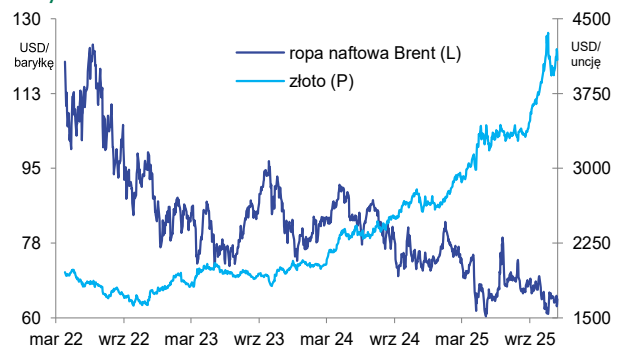
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

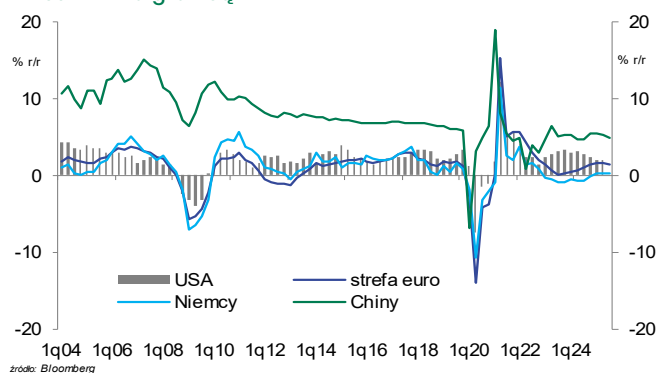
### Ceny surowców



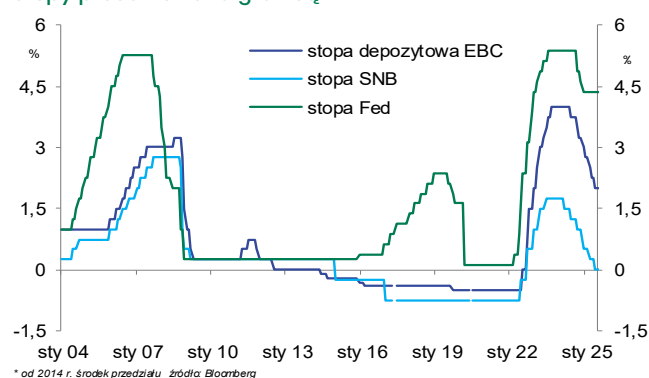
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

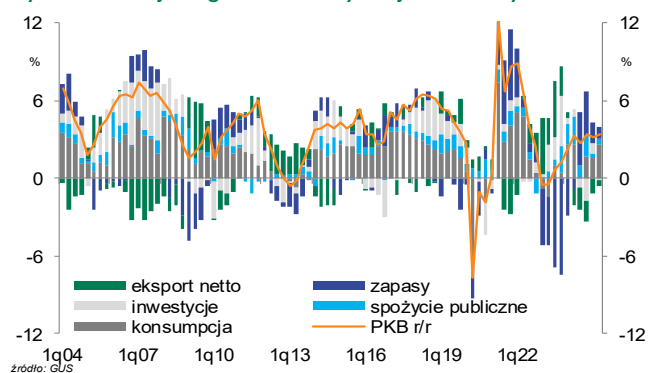
### Wzrost PKB za granicą



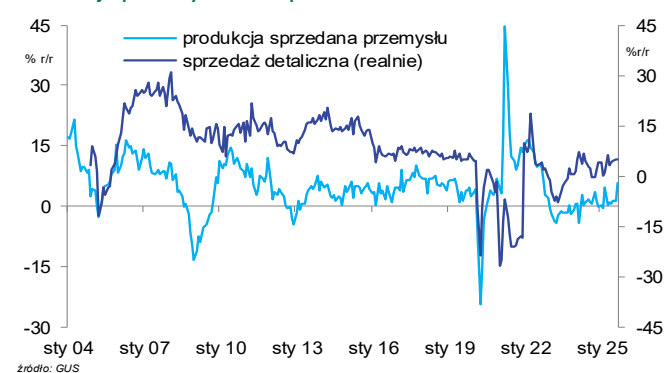
### Stopy procentowe za granicą



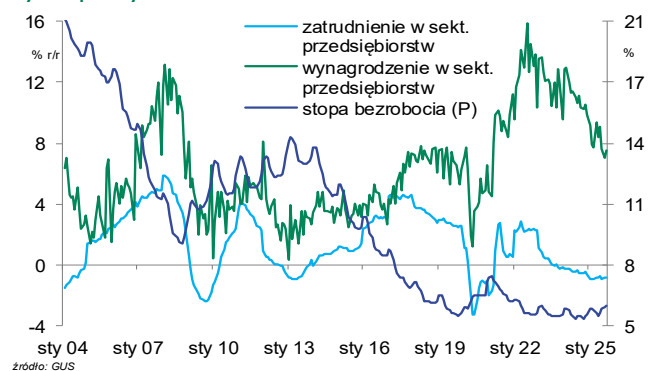
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



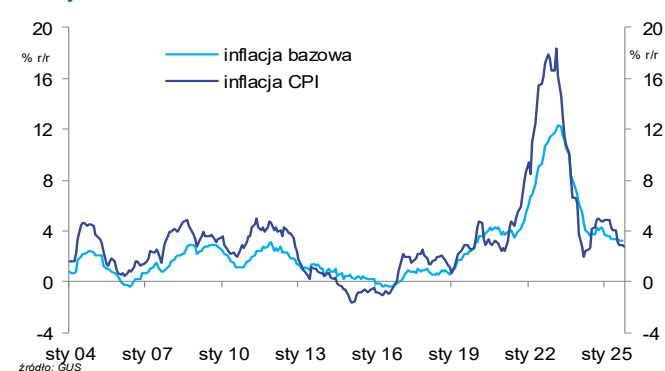
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



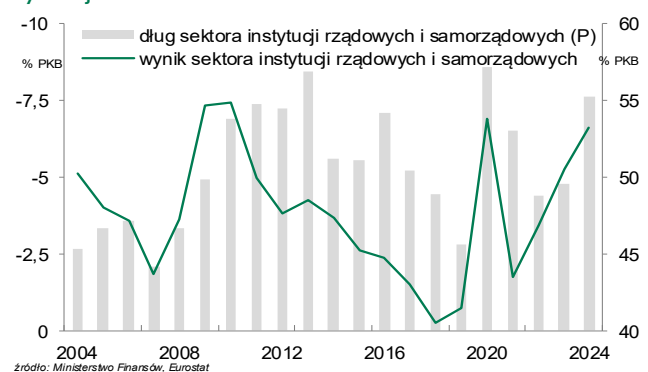
### Rynek pracy



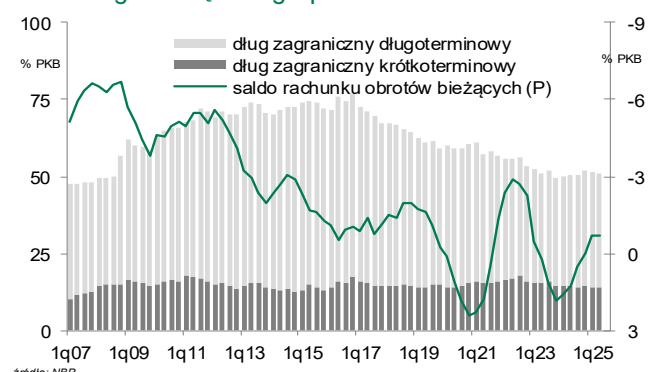
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2025	07.11.2025	14.11.2025	31.12.2025	31.01.2026	31.03.2026
Stopa lombardowa NBP	%	5,00	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50
Stopa referencyjna NBP	%	4,50	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00
Stopa depozytowa NBP	%	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50
WIBOR 3M	%	4,46	4,30	4,27	4,15	4,05	4,05
FRA 3x6	%	4,07	3,98	3,93	-	-	-
FRA 6x9	%	3,77	3,77	3,72	-	-	-
FRA 9x12	%	3,68	3,72	3,69	-	-	-
IRS 2L	%	3,96	3,96	3,93	-	-	-
IRS 5L	%	4,04	4,09	4,05	-	-	-
IRS 10L	%	4,41	4,44	4,42	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,13	4,16	4,19	4,05	4,00	3,90
Obligacje skarbowe 5L	%	4,72	4,69	4,70	4,65	4,60	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,32	5,28	5,30	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,25	4,25	4,23	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,68	3,68	3,64	3,70	3,71	3,73
PLN/CHF	PLN	4,58	4,56	4,59	4,57	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,15	1,16	1,16	1,15	1,15	1,14
Stopa Fed	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,08	4,10	4,15	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,63	2,66	2,72	2,65	2,60	2,55

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**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 jakiegokolwiek 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.