Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

16 listopada 2026

Wyższa inflacja w USA i powrót presji wzrostowej na rentowności obligacji. W Polsce słabszy wzrost PKB.

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 przeplatały się z jednej strony trendy wzrostowe rentowności obligacji skarbowych w reakcji na wyższą od oczekiwań inflację w USA oraz fiasko rozmów pokojowych między USA i Iranem. Z drugiej strony miała miejsce kolejna odsłona obaw o perspektywy rozwoju sytuacji sektora wysokich technologii skutkująca wzrostem awersji do ryzyka. Tym razem impulsem do wzrostu niepokoju rynkowego było odwołanie ze stanowiska prezesa największego światowego producenta chipów Nvidii.

- Najważniejszą publikacją danych makroekonomicznych minionego tygodnia była październikowa inflacja CPI w USA. Zaskoczyła ona wyższym od oczekiwań wzrostem głównego wskaźnika inflacji (0,4% m/m) oraz inflacji bazowej (0,4% m/m). Nie opublikowano wskaźników rocznych ze względu na brak danych sprzed roku (efekt ówczesnego *shutdownu* w USA), ale wg powszechnych szacunków oba wskaźniki wzrosły. Październikowa inflacja wskazała, że nie materializuje się oczekiwany przez Komitet Otwartego Rynku (FOMC) scenariusz wyhamowania tendencji proinflacyjnych. Wynik inflacji wraz z generalnie „jastrzębimi" komentarzami członków FOMC nasiliły oczekiwania na grudniową podwyżkę stóp Fed o 25 pkt. baz. Obecnie rynek dyskontuje ją ponownie ze 100% prawdopodobieństwem.

- W rezultacie w połowie minionego tygodnia skokowo wzrosły rentowności obligacji na rynkach bazowych. Dodatkowo wzrost ten był podsycany sytuacją na rynku ropy naftowej. W pierwszej połowie tygodnia ceny ropy co prawda spadły w okolice 90 USD za baryłkę Brent (kontrakty 1M), w nadziei na postęp w nieoficjalnych rozmowach pokojowych między USA a Iranem. Jednak koniec tygodnia przyniósł ostudzenie tych nadziei po wypowiedzi prezydenta Trumpa, że USA nie potrzebują ugody z Iranem i zaleceniu wiceprezydentowi Vance'owi zakończenia rozmów. W efekcie cena ropy Brent 1M pod koniec tygodnia wzrosła powyżej 95 USD za baryłkę, pozostała jednak poniżej poziomu sprzed tygodnia.

- Pod koniec minionego tygodnia na pierwszy plan wysunęły się obawy o perspektywy rozwoju sytuacji sektora wysokich technologii. Tym razem bezpośrednią przyczyną tych obaw było odwołanie ze stanowiska prezesa największego światowego producenta chipów Nvidii, co poskutkowało spadkiem notowań akcji spółek technologicznych po wcześniejszym silnym wzroście w pierwszej połowie tygodnia. Pomimo tej korekty na rynku akcji w skali całego tygodnia większość indeksów pozostała na solidnym plusie (po silnym spadku tydzień wcześniej). Światowy indeks akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o 2,7%, w podobnej skali wzrósł MSCI USA. Natomiast indeksy dla Europy i rynków wschodzących osiągnęły ponad 3-procentowe wzrosty.

- Generalnie ubiegłotygodniowa sytuacja na rynku akcji spółek technologicznych wpisała się w obserwowaną od kilku miesięcy wysoką zmienność notowaną w tym sektorze. Po kilkuletnim, bardzo silnym wzroście notowań akcji oraz znaczących inwestycji kapitałowych w tym sektorze co jakiś

Klauzula poufności: BOŚ jawne

czas wzmagają się obawy przed załamaniem rynku przynosząc podwyższoną zmienność z tygodnia na tydzień.

- Wzrost oczekiwań na podwyższenie stóp Fed, przy wzroście awersji do ryzyka pod koniec tygodnia posłużył dolarowi, którego kurs w relacji do koszyka walut wzrósł o 0,5% w skali tygodnia. Symetrycznie osłabiło się euro, przy utrzymujących się obawach o rozwój sytuacji fiskalnej we Francji, które od tygodni oddziałują osłabiająco na wspólną walutę. W efekcie kurs euro w relacji do dolara spadł w okolice 1,10 dolara za euro, tj. poziomu ostatnio notowanego w kwietniu ubiegłego roku.

- Krajowy rynek obligacji podążał w minionym tygodniu za rynkami bazowymi – rentowności obligacji 10-letnich wzrosły w skali tygodnia o 15 pkt. baz. do 6,27% (choć pozostały poniżej szczytów notowanych pod koniec października). Czynniki krajowe oddziaływały raczej ograniczająco na wzrost rentowności obligacji – w tym seria wypowiedzi członków RPP, którzy wskazywali na ograniczone prawdopodobieństwo podwyżki stóp w grudniu i uzależniali podwyższenie stóp z początkiem 2027 r. od decyzji rządowych wpływających na zmiany cen paliw (CPN) gazu i energii elektrycznej. Także tonująco na oczekiwania szybkiego zacieśnienia polityki monetarnej mogło wpłynąć obniżenie dynamiki PKB w III kw. do 3,5% r/r wobec 4,1% r/r w II kw. oraz publikacja ostatecznego szacunku CPI za październik, która potwierdziła perspektywę spadku inflacji bazowej w październiku - do 2,9% r/r zgodnie z dzisiejszą publikacją NBP.

- W naszej ocenie niski punkt wyjściowy w postaci październikowej inflacji CPI i inflacji bazowej, sprzyjająca sytuacja na rynku benzyny ze skokowym spadkiem cen w ostatnich dwóch tygodniach i w efekcie perspektywa utrzymania się listopadowej inflacji w okolicy lub poniżej 3,5% r/r będą sprzyjały stabilizacji stóp NBP na grudniowym posiedzeniu RPP. Natomiast decyzje Rady w pierwszych miesiącach nowego roku będą w dużej mierze zależały od decyzji rządu dot. przedłużenia programu CPN. Jeśli tak jak zakładamy w bazowym scenariuszu CPN zostanie przedłużony przynajmniej na styczeń i luty, to jest szansa, że CPI nie przekroczy 4% r/r i w tym scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp NBP (dotychczasowy bazowy scenariusz). Jeśli z kolei program CPN wygaśnie z końcem bieżącego roku skutkując wzrostem cen paliw (o ok. 1 zł za litr), wtedy inflacja zapewne przekroczy 4,5% r/r i RPP nie będzie miała większego dylematu by korekcyjnie podwyższyć stopy NBP o 25 pb. w I kw. nowego roku.

- W minionym tygodniu krajowy rynek akcji powrócił do silnego wzrostu i nawet korekta na giełdach światowych nie przeszkodziła na osiągnięcie przez WIG wzrostu o solidne 3,7% w skali tygodnia. Z kolei na kurs złotego silniej negatywnie wpłynął efekt pogorszenia nastrojów rynkowych z końca tygodnia oraz umocnienie dolara, co w skali tygodnia przyniosło osłabienie złotego w relacji do koszyka walut o 0,6%. W skali tygodnia złoty najsilniej stracił w relacji do dolara zbliżając się do poziomu 4 złote za dolara, poziomu nienotowanego od marca ubiegłego roku.

- W bieżącym tygodniu przy mniejszej wadze publikowanych danych z gospodarek uwaga rynkowa skupi się na wystąpieniach prezesów Fed i EBC oraz publikacji *minutes* z październikowego posiedzenia FOMC.

- W kontekście geopolitycznym oczekiwane będzie czwartkowe spotkanie prezydentów USA, Chin i Rosji w Shenzhen w trakcie wizyty prezydenta Trumpa w Chinach.
- Z publikacji danych w tym tygodniu zaplanowano produkcję i sprzedaż detaliczną w USA. Natomiast z początkiem kolejnego tygodnia opublikowane zostaną istotne wstępne szacunki indeksów koniunktury PMI za listopad.
- W Polsce pod koniec tygodnia rozpocznie się comiesięczna seria publikacji danych z krajowej gospodarki. Poznamy pierwsze dane za IV kw. Szczególnie oczekiwane będą dynamika płac (kontekst kolejnych decyzji RPP) i produkcja budowlana (kontekst silnego spadku produkcji we wrześniu). Obie publikacje zaplanowane są na najbliższy poniedziałek.

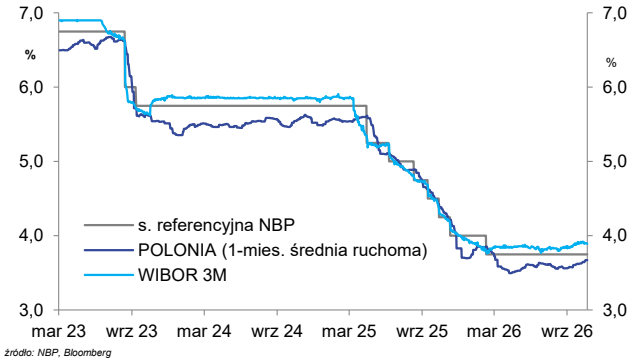
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 16 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
18:00	US	Wystąpienie publiczne prez. Fed Kevina Warsha na konferencji w San Francisco	lis	-	-	-
wtorek 17 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	lis	5,50%	5,50%	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	paź	0,8% m/m	0,0% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	paź	0,7% m/m	0,1% m/m	-
środa 18 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
20:00	US	Publikacja *minutes* z październikowego posiedzenie FOMC	paź	-	-	-
czwartek 19 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
-	-	Spotkanie prezydentów USA, Chin i Rosji w Shenzhen w Chinach	-	-	-	-
14:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezes Ch. Lagarde na konferencji KE w Brukseli	lis	-	-	-
piątek 20 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:15	EMU	Wystąpienie publiczne prez. Ch. Lagarde na Kongresie EBC we Frankfurcie	lis	-	-	-
09:30	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**paź**	**3,3% r/r**	**2,7% r/r**	**1,9% r/r**
poniedziałek 23 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	**PL**	**Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**	**paź**	**-0,8% r/r**	**-0,8% r/r**	**-0,7% r/r**
09:30	**PL**	**Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw**	**paź**	**5,9% r/r**	**6,0% r/r**	**6,2% r/r**
09:30	**PL**	**Wskaźnik cen w przemyśle PPI**	**paź**	**6,9% r/r**	**7,0% r/r**	**7,3% r/r**
09:30	**PL**	**Produkcja budowlano-montażowa**	**paź**	**-9,0% r/r**	**-4,1% r/r**	**-2,5% r/r**
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lis	54,2 pkt.	54,2 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lis	52,5 pkt.	51,7 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lis	52,7 pkt.	51,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lis	51,4 pkt.	51,7 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lis	55,9 pkt.	56,0 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lis	56,1 pkt.	57,9 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

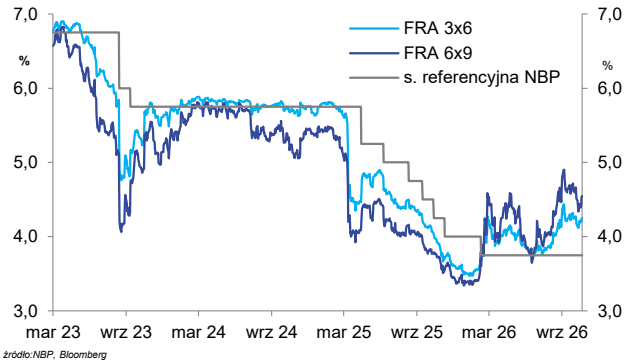
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



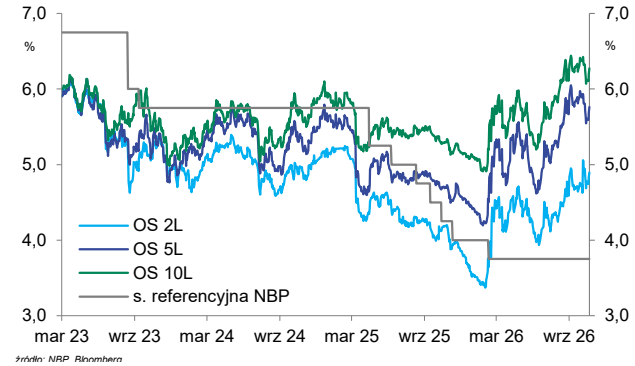
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



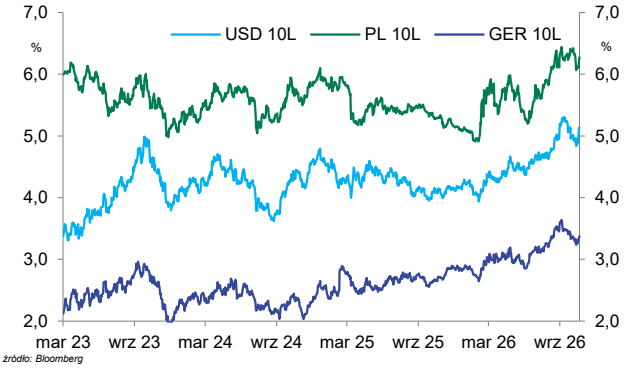
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



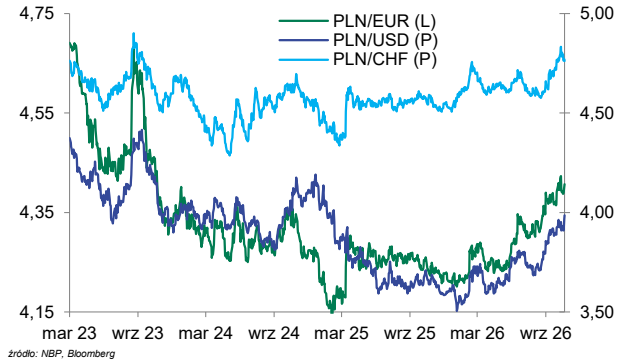
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



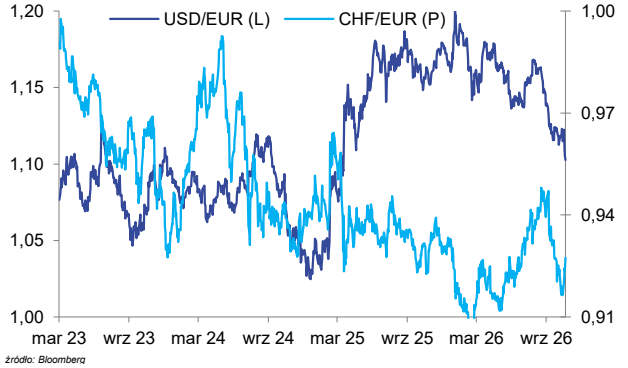
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



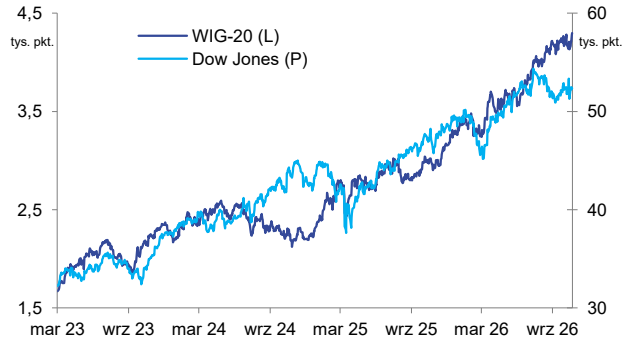
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



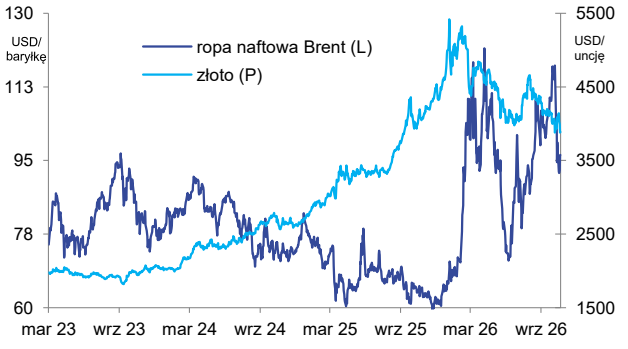
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

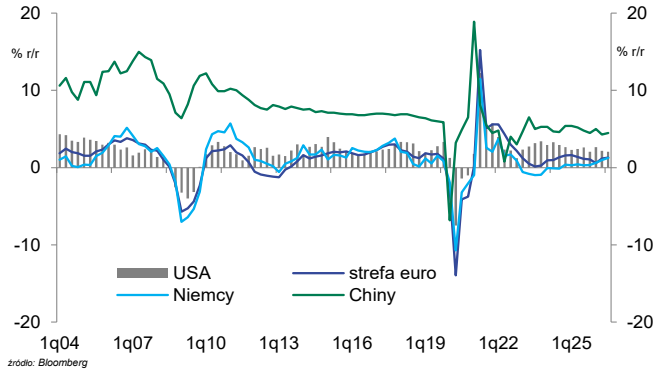
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

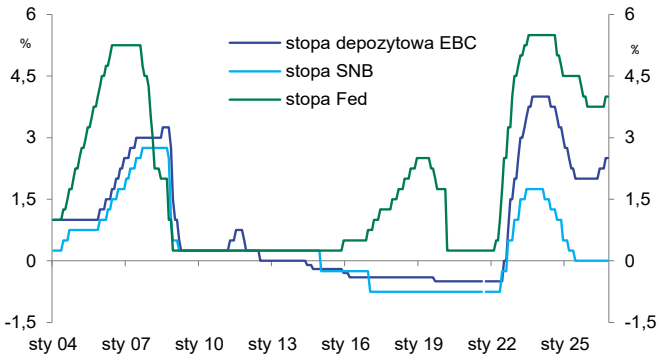
Gospodarka

Wzrost PKB za granicą



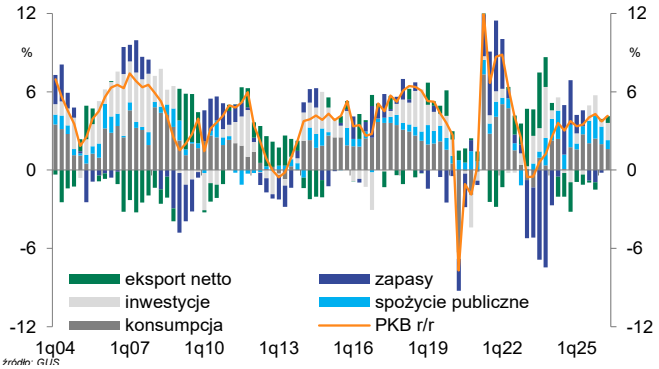
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



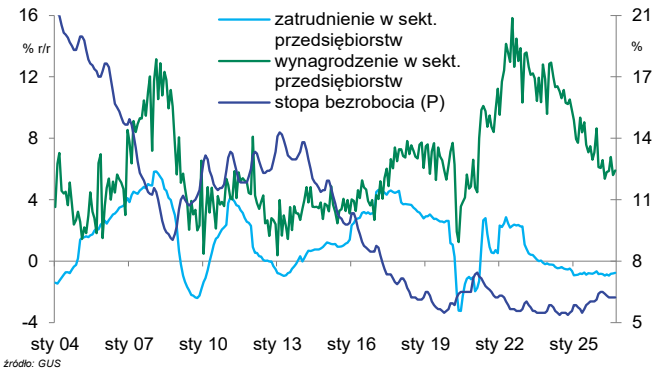
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



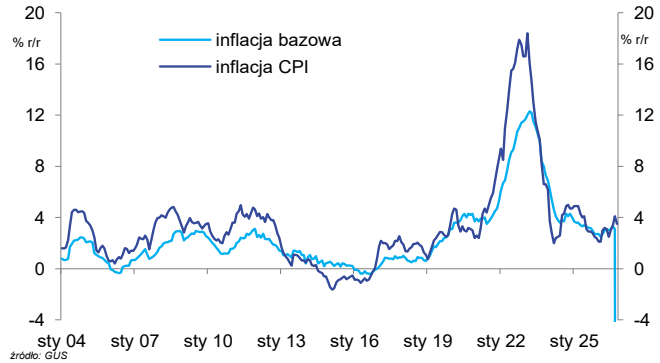
źródło: GUS

Rynek pracy



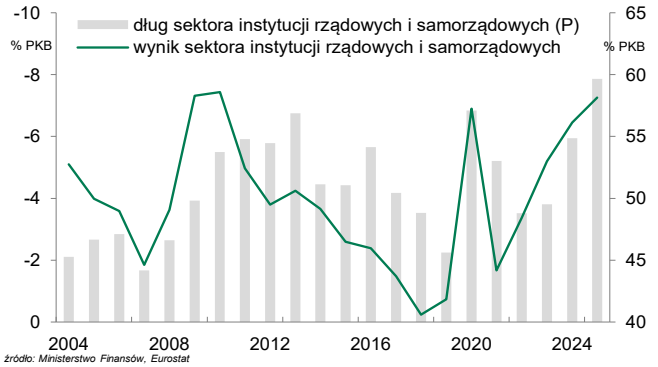
źródło: GUS

Inflacja



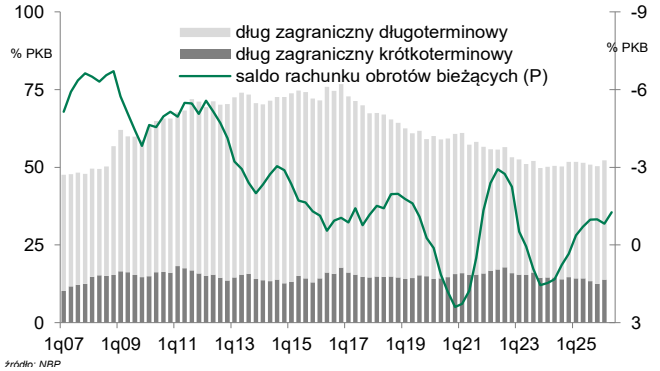
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

			zmiana		prognoza		
		13.11.2026	ost. 7 dni	ost. 14 dni	31.12.2026	31.01.2027	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	0,00	-0,01	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,25	0,04	0,07	-	-	-
FRA 6x9	%	4,55	0,11	0,03	-	-	-
FRA 9x12	%	4,73	0,18	0,01	-	-	-
IRS 2L	%	4,65	0,15	-0,02	-	-	-
IRS 5L	%	4,84	0,16	-0,09	-	-	-
IRS 10L	%	5,14	0,14	-0,11	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,89	0,11	-0,05	4,70	4,60	4,70
Obligacje skarbowe 5L	%	5,76	0,15	-0,05	5,60	5,50	5,60
Obligacje skarbowe 10L	%	6,27	0,15	-0,05	6,15	6,05	6,15
PLN/EUR	*PLN*	4,41	0,01	0,01	4,38	4,37	4,38
PLN/USD	*PLN*	3,99	0,05	0,06	3,90	3,90	3,90
PLN/CHF	*PLN*	4,76	-0,04	-0,02	4,74	4,72	4,74
USD/EUR	*USD*	1,10	-0,01	-0,01	1,12	1,12	1,12
Stopa Fed	%	4,00	0,00	0,00	4,25	4,25	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,00	0,00	2,75	2,75	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	5,14	0,28	0,21	4,90	4,85	4,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,37	0,12	0,05	3,25	3,25	3,25

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.