

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

13 października 2025

## **Nowa odłona wojny celnej USA – Chiny. RPP obniżyła stopy, prezes NBP sygnalizuje opcję obniżki w listopadzie, ale są też ostrożniejsze głosy z RPP.**

- Przez większość minionego tygodnia na zagranicznych rynkach finansowych panowały stabilne nastroje pomimo trwającego shutdownu w USA, gdzie kolejne głosowania w Senacie nad prowizorium budżetowym nie przyniosły przełamania politycznego pata. Jednak pod koniec tygodnia globalny rynkowy klimat wyraźnie pogorszył się w reakcji na groźbę prezydenta Trumpa dot. nałożenia na import z Chin ceł w wysokości 100% w reakcji na zaostrzenie przez Chiny warunków eksportu metali ziem rzadkich. W efekcie koniec minionego tygodnia na globalnym rynku zapanowała awersja do ryzyka skutująca spadkiem notowań bardziej ryzykownych aktywów (m.in. akcji) i wzrostem notowań aktywów uważanych za bezpieczne (obligacji skarbowych i złota). Po weekendowym złagodzeniu retoryki przez Donalda Trumpa początek bieżącego tygodnia przyniósł pozytywne odreagowanie na rynkach.
- Piątkowe ponowne otwarcie konfliktu USA-Chiny spotkały się z gwałtowną negatywną reakcją na amerykańskim rynku akcji z dziennym spadkiem indeksu MSCI dla USA o blisko 3% (największym od kwietnia br.), co w skali tygodnia przyniosło spadek MSCI USA o 2,4%. W ślad za spadkiem notowań akcji w USA podążyły inne rynki i w rezultacie w skali minionego tygodnia indeks MSCI EMU stracił 1,8%, przy mniejszym spadku indeksu dla rynków wschodzących (-0,2%), ze względu na przesunięcia czasowe (nieaktywne już rynki azjatyckie). W efekcie notowania globalnego indeksu akcji MSCI obniżyły się w skali tygodnia o 0,9%.
- Równolegle rentowności obligacji na rynkach bazowych skokowo obniżyły się i w skali całego tygodnia rentowności 10-letnich obligacji USA obniżyły o 9 pkt. baz. do 4,03%, a niemieckich o 8 pkt. baz. do 2,64%. Na rynku wzrosło oczekiwanie co do skali obniżek stóp Fed w perspektywie lipca 2026 r. (tęczna skala obniżek 100 pkt. baz.). Także w przypadku oczekiwań co do decyzji EBC lekko wzrosło (powyżej 50%) wyceniane przez rynki prawdopodobieństwo obniżki stóp o 25 pkt. baz. do połowy przyszłego roku. W tym wypadku obok wzrostu ryzyka spowolnienia aktywności gospodarki globalnej w wyniku zaostrzenia protekcjonizmu w handlu międzynarodowym mogły oddziaływać opublikowane na początku tygodnia słabe sierpniowe zamówienia w niemieckim przemyśle.
- Miniony tydzień przyniósł wyraźne umocnienie dolara w relacji do koszyka walut (0,9%), choć same piątkowe wydarzenia przyniosły lekką korektę umocnienia dolara w relacji do euro. Ostatecznie dolar zakończył tydzień w okolicach 1,165 dolara ze euro vs. 1,175 USD/EUR. Czynnikiem osłabiającym euro w trakcie tygodnia była niepewna sytuacja polityczna związana z problemami z powołaniem rządu we Francji.
- Weekendowe złagodzenie przekazu Donalda Trumpa przyniosło z początkiem bieżącego tygodnia lekkie pozytywne odreagowanie na rynkach europejskich – lekki wzrost indeksów akcji i wzrost rentowności obligacji. Prezydent Trump powiedział w weekend, że choć wciąż zamierza nałożyć na

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

towary z Chin cła 100%, może się to jeszcze zmienić. Trump ocenił, że w relacjach między mocarstwami „wszystko będzie dobrze”. Dodął, że do daty wprowadzenia ceł przez USA (1 listopada) pozostała „wieczność” i wciąż może się wiele wydarzyć. Nie wykluczył przy tym, że zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami spotka się z chińskim przywódcą podczas szczytu APEC w Korei Płd.

- Sytuacja na krajowym rynku finansowym przez większość minionego tygodnia była zdominowana przez posiedzenie RPP i konferencję prasową prezesa NBP, dopiero w piątek czynniki globalne „przejęły pałeczkę” jako główne determinanty krajowej rynkowej sytuacji. Natomiast dla rynku obligacji zarówno czynnik krajowy, jak i sytuacja na rynkach bazowych obligacji oddziaływała w kierunku obniżenia rentowności obligacji (6 pkt. baz. w przypadku 10-latek). Za rynkami rozwiniętymi lekko na wartości stracił WIG (-0,1%), osłabił się też kurs złotego wobec koszyka walut (-0,5%).

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP o 25 pkt. baz. do poziomu 4,5% wbrew naszym oczekiwaniom i połowy analityków ankietowanych przez Parkiet, że stopy pozostaną stabilne. Na scenariusz rozłożenia w czasie rozluźniania polityki monetarnej mógł wskazywać fakt, iż większość z wypowiadających się ostatnio publicznie członków Rady opowiadała się za stopniowym dostosowywaniem polityki monetarnej wobec utrzymujących się wyzwania w zakresie trwałego obniżenia inflacji do celu NBP m.in. w kontekście luźnej polityki fiskalnej.

- Ostatecznie RPP zdecydowała się na obniżkę stóp, natomiast jedynym uzasadnieniem w komunikacie i także podczas konferencji prasowej była „poprawa perspektyw inflacji w najbliższym czasie”. Prezes NBP powiązał tę poprawę z uchwaleniem ustawy zamrażającej ceny energii elektrycznej do końca roku, a także z faktem pozostania wrześniowego wskaźnika CPI poniżej 3%. Natomiast najistotniejszym z punktu widzenia rynkowego fragmentem konferencji prasowej prezesa NBP były dywagacje nt. możliwości ponownego obniżenia stóp procentowych. Prezes NBP nie „zapowiedział” ani obniżki, ani stabilizacji stóp w listopadzie wskazując: „tu nic nie jest przesądzone i nie jest tak, że jak dokonaliśmy decyzji teraz to nie dokonamy jej w listopadzie, albo jak dokonaliśmy teraz to znaczy, że w listopadzie też ją dokonamy”. Jednocześnie trudno argumentować, by A. Głapiński studiował oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki NBP w tym roku mówiąc: „gdyby było tak idealnie jak jest, to jest przestrzeń, żeby te realne stopy zmniejszyć, czyli żeby obniżyć nominale, jeśli ta inflacja jest 2,9% r/r to (...) w kierunku tych 4,00% można iść (...) ja bym Radę namawiał, żeby w tym kierunku iść, ale ostrożnie też po 25 pkt proc.” Co ciekawe pomimo generalnego przekazu nt. proinflacyjnego wpływu luźnej polityki fiskalnej podczas serii pytań i odpowiedzi prezes NBP wydawał się jednak osłabiać wagę tego czynnika, wskazując np. na bieżące działania resortu finansów dot. ograniczenia deficytu, co jest sporym zaskoczeniem.

- Najistotniejsze wnioski z ubiegłotygodniowej konferencji prasowej prezesa NBP to naszym zdaniem: - prezes nie zamknął przestrzeni do kolejnej obniżki w listopadzie, - jego przekaz wskazywał, że jeśli informacje płynące z krajowej gospodarki nie zaskoczą, byłby skłonny poprzeć jeszcze jedną obniżkę stóp o 25 pkt. baz. w tym roku, - funkcja reakcji prezesa NBP jest nadal bardzo adaptacyjna, czyli na jego decyzje o poziomie stóp w istotnym stopniu wpływa kształtowanie się bieżącej inflacji i jej perspektywy w najbliższych kilku miesiącach.

- Należy zastrzec, że prezes NBP nie „zapowiedział” żadnej decyzji podczas listopadowego posiedzenia RPP. Natomiast doświadczenie uczy, że kiedy dotychczas prezes Glapiński dopuszczał możliwość obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu Rady, to zazwyczaj taka obniżka miała miejsce. Biorąc ponadto pod uwagę, że wstępnie szacujemy, że jest szansa na utrzymanie październikowej inflacji na poziomie 2,9%, a listopadowa projekcja najprawdopodobniej wskaże na niższą od dotychczasowych oczekiwań ścieżkę inflacji w I poł. 2026 r. (przyjęcie do projekcji założenia o obniżonych taryfach URE za energię elektryczną na podstawie tych ostatnio uchwalonych przez URE na IV kw. 2025 r.) nieco większe niż 50% prawdopodobieństwo przypisujemy obecnie scenariuszowi kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. na kolejnym, listopadowym posiedzeniu RPP.
- Natomiast taki scenariusz jest daleki od pewnego. Świadczy o tym rezerwa z jaką w ostatnich daniach odnieśli się do listopadowej obniżki dwaj członkowie RPP: L. Kotecki i C. Kochalski. Pierwszy z nich powiedział, że październikowa obniżka stóp procentowych powinna być ostatnią w tym roku, a kolejne dwa miesiące należy poświęcić na obserwację sytuacji. Drugi wskazał, że w świetle dostępnych danych przypisuje on większe prawdopodobieństwo stabilizacji stóp w listopadzie, choć nie wyklucza kategorycznie redukcji stóp, uzależniając to od najnowszej projekcji inflacji NBP.
- Choć skorygowaliśmy w krótkim okresie prognozę ścieżki stóp NBP (o listopadową obniżkę stóp) nie zmieniliśmy tęcznej skali obniżek stóp w perspektywie końca 2026 r. Podtrzymujemy ocenę, że w warunkach materializacji scenariusza utrzymania inflacji CPI w przedziale 2,5%-3,0% RPP będzie w 2026 r. obniży stopę referencyjną NBP do 3,5% na koniec 2026 r. Podtrzymujemy ocenę, że proces ten będzie zdecydowanie bardziej niż dotychczas rozłożony w czasie (1 obniżka co 1 lub co 2 kwartały).
- W bieżącym tygodniu na globalnym rynku finansowym nadal uważnie śledzone będą informacje płynące z Waszyngtonu nt. relacji handlowych USA – Chiny. Weekendowe złagodzenie przekazu przez Donalda Trumpa dało z początkiem tygodnia wytchnienie rynkom, ale kwestia przyszłych relacji handlowych USA-Chiny pozostaje otwarta.
- Wobec opóźnienia z powodu shutdownu zaplanowanych na ten tydzień publikacji niektórych danych z USA (m.in. inflacja CPI i produkcja przemysłowa) – rynek będzie się koncentrował na wypowiedziach członków FOMC, w tym na wtorkowym wystąpieniu prezesa Fed, na comiesięcznym raporcie Fed nt. koniunktury gospodarczej (tzw. Beżowa Księga) oraz na regionalnych wskaźnikach koniunktury publikowanych przez Fed.
- Ponadto rynek będzie śledził losy nowego rządu we Francji premiera Lecornu, który we wtorek wygłosi expose w Zgromadzeniu Narodowym i zapewne w kolejnych dniach wystąpi o votum zaufania parlamentu, którego los zależy od stanowiska Partii Socjalistycznej, która wg dostępnych informacji uzależnia swoje poparcie od wycofania reformy emerytalnej.
- Dla krajowego rynku finansowego ważne mogą być ewentualne kolejne wypowiedzi członków RPP nt. ewentualnej listopadowej obniżki stóp, a także ostateczna publikacja inflacji CPI za wrzesień oraz publikacja wrześniowej inflacji bazowej.

## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 13 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Eksport	wrz	4,4% r/r	5,0% r/r	-
04:00	CHN	Import	wrz	1,3% r/r	3,0% r/r	-
wtorek 14 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	lip	-1,335 mld EUR	-1,300 mld EUR	-1,079 mld EUR
17:30	US	Wystąpienie publiczne prezesa Fed J. Powella	paź	-	-	-
środa 15 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	wrz	-0,4% r/r	-0,1% r/r	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	wrz	2,9% r/r (wst.)	-	2,9% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sie	0,3% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Inflacja CPI – publ. przesunięta na 24.10	wrz	2,9% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Inflacja bazowa CPI – publ. przesunięta na 24.10	wrz	3,1% r/r	3,1% r/r	-
20:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na wyd. „the Leader by Example”	paź	-	-	-
czwartek 16 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	wrz	3,2% r/r	3,1% r/r*	3,2% r/r**
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	wrz	0,6% m/m	0,4% m/m	-
18:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde w debacie org. przez IMF	paź	-	-	-
piątek 17 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:15	US	Produkcja przem. – publ. przesunięta na późniejszy termin z powodu shutdownu	wrz	0,1% m/m	0,1% m/m	-
poniedziałek 20 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Wzrost PKB	III kw.	5,2% r/r	-	-
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	wrz	5,2% r/r	-	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	wrz	3,4% r/r	-	-
04:00	CHN	Inwestycje	wrz	0,5% r/r	-	-
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	wrz	-0,8% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	wrz	7,1% r/r	7,4% r/r	8,5% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	wrz	1,5% r/r	4,6% r/r	5,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	wrz	-1,2% r/r	-1,0% r/r	-0,9% r/r

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

## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2025	03.10.2025	10.10.2025	31.10.2025	30.11.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,75
Stopa referencyjna NBP	%	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25
Stopa depozytowa NBP	%	4,25	4,25	4,00	4,00	3,75	3,75
WIBOR 3M	%	4,72	4,70	4,54	4,50	4,30	4,30
FRA 3x6	%	4,29	4,32	4,18	-	-	-
FRA 6x9	%	4,00	4,03	3,90	-	-	-
FRA 9x12	%	3,80	3,85	3,79	-	-	-
IRS 2L	%	4,11	4,15	4,07	-	-	-
IRS 5L	%	4,18	4,22	4,15	-	-	-
IRS 10L	%	4,55	4,59	4,53	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,19	4,23	4,13	4,05	3,95	3,90
Obligacje skarbowe 5L	%	4,84	4,87	4,81	4,75	4,65	4,60
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,48	5,42	5,35	5,25	5,20
PLN/EUR	PLN	4,27	4,26	4,26	4,27	4,28	4,30
PLN/USD	PLN	3,63	3,63	3,68	3,67	3,69	3,74
PLN/CHF	PLN	4,59	4,55	4,57	4,58	4,59	4,60
USD/EUR	USD	1,18	1,17	1,16	1,17	1,16	1,15
Stopa Fed	%	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	3,75
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	%	4,05	4,12	4,03	4,05	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,70	2,70	2,64	2,65	2,60	2,60

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 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.