

KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 listopada 2025

Globalny rynek pomiędzy obawami przed bańką AI, a nadziejami na grudniową obniżkę stóp Fed.

- Ubiegły tydzień minął pod znakiem powrotu negatywnych nastrojów na rynki akcji, na których narastała obawa przed silną korektą notowań akcji po ostatnim boomie podsycanym nadziejami na skokowy wzrost wyników finansowych firm dzięki rewolucji sztucznej inteligencji (AI). W rezultacie główne indeksy MSCI spadły w skali tygodnia w przedziale od 2% do 3%, w zależności od regionu, przy spadku światowego MSCI o 2%. Nastrojom na rynkach akcji nie pomogły publikacje danych makroekonomicznych, które okazały się niejednoznaczne. Jednak dzięki wzrostowi pod koniec minionego tygodnia nadziei na obniżkę stóp Fed w grudniu, z początkiem bieżącego tygodnia na rynki powrócił optymizm.
- Zakończenie shutdownu w USA odblokowało publikację długo oczekiwanych przez rynek danych z gospodarki USA. Pierwsze w kolejności były wrześniowe dane z rynku pracy w USA. Z jednej strony zaskoczyły one in plus wzrostem zatrudnienia o 119 tys. – ponad dwukrotnie przekraczając oczekiwania. Z kolei lekko słabszy od prognoz okazał się wynik bezrobocia – we wrześniu stopa bezrobocia wzrosła do 4,4% wobec oczekiwanych 4,3%. Niejednoznaczność tych danych oraz fakt, że są one już nieco „przestarzałe” nie dało istotnego drogowskazu rynkom.
- Opublikowane w ostatni piątek wstępne szacunki koniunktury PMI w listopadzie w strefie euro i w USA nie przyniosły zmiany dotychczasowego obrazu gospodarki światowej. Generalnie listopadowe wskaźniki ukształtowały się blisko poziomów z października. Niezmiennie korzystniejsza koniunktura panuje w sektorze usług przy słabszej koniunkturze w przemyśle, w szczególności europejskim, w tym niemieckim (ze spadkiem indeksu do 48,4 pkt.). Generalnie odczyty te świadczą o względnie stabilnej koniunkturze w gospodarce światowej w warunkach nawrotu tendencji stagnacyjnych w przemyśle niemieckim, po okresowej lekkiej poprawie w połowie roku. Ten obraz potwierdziła dzisiejsza publikacja listopadowego indeksu koniunktury w Niemczech Ifo.
- W warunkach wzrostu awersji do ryzyka w minionym tygodniu obniżyły się rentowności obligacji na rynkach bazowych, a w USA dodatkowo pod koniec tygodnia spadek ten został wzmocniony przez wystąpienia publiczne członków FOMC, którzy opowiedzieli się za grudniowym cięciem stóp Fed. Na tej podstawie inwestorzy ocenili, że w Komitecie formułuje się większość gotowa poprzeć obniżkę stóp. W efekcie pod koniec tygodnia skokowo wzrosły oczekiwania rynkowe na grudniową obniżkę – z niespełna 40% szacowanego prawdopodobieństwa cięcia do blisko 80%. W rezultacie w skali minionego tygodnia rentowności 10-letnich obligacji USA obniżyły się o 9 pkt. baz. do 4,06%, a w ślad za nimi (choć w znacznie mniejszej skali, bo o 2 pkt. baz.), obligacje niemieckie – do 2,70%.
- Wzrost niepewności wsparł dolara, który zyskał na wartości w relacji do koszyka walut 0,7%, przy osłabieniu euro (o 0,3%). W rezultacie dolar zyskał w relacji do euro i ponownie zbliżył się do poziomu 1,15 dolara za euro.

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

- Pogorszenie nastrojów na globalnym rynku nie służyło polskim aktywom finansowym. W ślad za światowymi giełdami akcji spadł WIG – o 2,5% w skali tygodnia. Pomimo spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych, rentowności krajowych obligacji 10-letnich lekko wzrosły – o 2 pkt. baz. do 4,32%, zapewne w efekcie wzrostu awersji do ryzyka. Jednocześnie wzmożyły się oczekiwania na obniżenie stóp NBP, co spowodowało obniżenie rentowności krótkoterminowych obligacji (skutkując dalszym wystromieniem krzywej dochodowości) i obniżeniem kontraktów FRA.
- W minionym tygodniu także osłabił się złoty – w relacji o koszyka walut o 0,7% i zakończył tydzień w okolicach 4,25 złotego za euro i 3,69 złotego za dolara.
- Miniony tydzień nie przyniósł istotnych nowych informacji z gospodarki polskiej – potwierdził szacowane obniżenie inflacji bazowej w październiku do 3% r/r. Natomiast sporo danych poznaliśmy z początkiem tego tygodnia. Wskazały one, że w październiku, czyli na początku IV kw., solidna okazała się aktywność w krajowym [przemysle](#) i [budownictwie](#). Jednocześnie pomimo silniejszej aktywności gospodarki [dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw kontynuowała spowolnienie do 6,6% r/r](#) (najniższego poziomu od 2021 r.).
- Dane te w połączeniu kolejnymi danymi nt. aktywności polskiej gospodarki, które zostaną opublikowane w bieżącym tygodniu (sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia w październiku) wraz ze wstępnym szacunkiem inflacji CPI, który zostanie opublikowany w najbliższy piątek, będą miały istotne znaczenie dla grudniowej decyzji RPP dot. poziomu stóp procentowych NBP.
- Prezes NBP i członkowie RPP, którzy wypowiadali się ostatnio publicznie byli wstrzemięźliwi w deklaracjach co do decyzji grudniowej, nie wskazali też warunków, które powinny być spełnione dla podjęcia o decyzji o obniżce stóp na najbliższym posiedzeniu. W tej sytuacji trzymamy się naszego bazowego scenariusza pauzy w cyklu obniżek podczas grudniowego posiedzenia Rady. Jednocześnie podtrzymujemy ocenę, że bilans prawdopodobieństwa za stabilizacją stóp i obniżką jest zbliżony. Z jednej strony skala dotychczasowego poluzowania polityki monetarnej w połączeniu z solidnymi danymi z gospodarki polskiej (PKB za III kw., produkcja w przemyśle i budownictwie w październiku) dają argumenty, by nie spieszyć się z kolejną obniżką stóp. Z drugiej strony przełamanie kolejnej psychologicznego poziomu w przypadku dynamiki płac oraz prognozowane przez nas obniżenie w listopadzie CPI do 2,7% r/r i inflacji bazowej do 2,9% r/r mogą skłonić członków RPP do ponownego obniżenia stóp.
- Kalendarz publikacji danych z światowej gospodarki będzie w tym tygodniu ubogi (m.in. zaległa wrześniowa publikacja sprzedaży detalicznej w USA), zatem rynki zapewne będą oczekiwały na kolejne wystąpienia członków FOMC. Przy tej okazji warto nadmienić, że nastąpi opóźnienie publikacji danych z rynku pracy w USA za listopad (zwyczajowo publikowanych pod koniec listopada) i rezygnacja z publikacji za październik. Oznacza to, że do posiedzenia FOMC 9-10 grudnia nie zostaną opublikowane już pełne dane nt. rynku pracy w USA (zatrudnienie, st. bezrobocia), jedynie wyniki badania JOLTS. Oznacza to w naszej ocenie, że wciąż wyrównane jest prawdopodobieństwo decyzji o obniżce vs. stabilizacji stóp Fed..
- Dla regionu EŚW istotny będzie rozwój negocjacji dot. pokoju na Ukrainie, które przyspieszyły w ostatnich dniach i nt. jego ostatecznych warunków, istotnych z punktu widzenia długoterminowej sytuacji geopolitycznej w regionie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w listopadzie – szacunek *flash* (28 listopada)**

Szacujemy, że w listopadzie wskaźnik inflacji CPI lekko obniżył się do 2,7% wobec 2,8% r/r we październiku. Prognozujemy, że w kierunku niższego rocznego wskaźnika inflacji CPI oddziaływała kontynuacja obniżenia dynamiki cen żywności (głównie żywności przetworzonej, mięsa i owoców) oraz ponowne obniżenie inflacji bazowej. Dodatkowo w kierunku niższego CPI oddziaływało lekkie pogłębienie spadku cen paliw r/r – choć ceny wzrosły w ujęciu m/m, to efekt wysokiej bazy sprzed roku (wzrost o 2,3% m/m) poskutkowało lekkim spadkiem rocznej dynamiki cen. Szacujemy, że w przeciwnym kierunku oddziaływał lekki wzrost dynamiki rocznej cen nośników energii – głównie efekt wzrostu cen po tym jak z końcem lipca zniesione zostało ustawowe zamrożenie cen za ciepło.

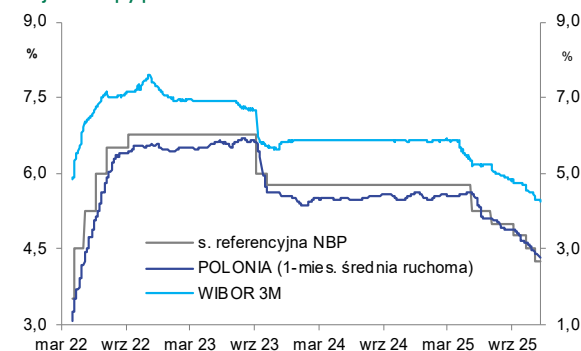
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 25 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Dynamika PKB (I rew.)	III kw.	0,0%kw/kw(wst.)	0,0% kw/kw	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	paź	6,4% r/r	4,0% r/r	3,9% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	paź	11,1% r/r	10,5% r/r	10,5% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	wrz	0,6% m/m	0,4% m/m	-
środa 26 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	paź	5,6%	5,6%	5,7%
czwartek 27 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z październikowego posiedzenia EBC	paź	-	-	-
piątek 28 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	lis	2,8% r/r	-	2,7% r/r
niedziela 30 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	lis	49,0 pkt.	49,2 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	lis	50,1 pkt.	50,0 pkt.	-
poniedziałek 1 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	lis	50,6 pkt.	-	-
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	paź	48,8 pkt.	-	-
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)	III kw.	3,7% r/r (flash)	3,7% r/r	3,7% r/r
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lis	48,7 pkt.	49,0 pkt.	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji PCE	wrz	2,1% m/m	-	-
16:00	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	wrz	2,9% m/m	-	-
16:00	US	Dochody gospodarstw domowych	wrz	0,4% r/r	-	-
16:00	US	Wydatki gospodarstw domowych	wrz	0,6% r/r	-	-
14:30	US	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	3,8%kw/kw	3,2% kw/kw	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

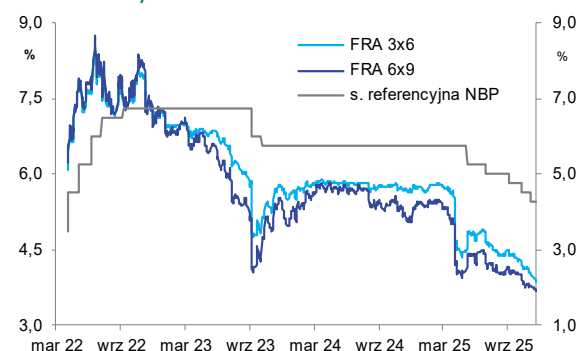
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



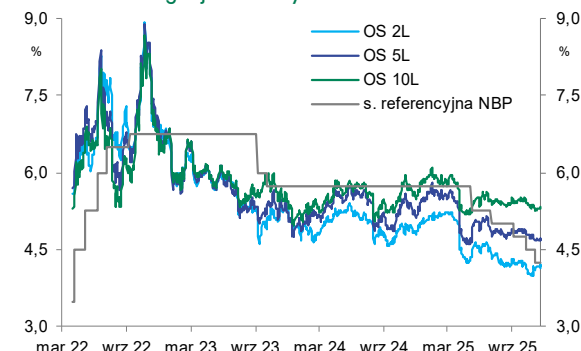
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



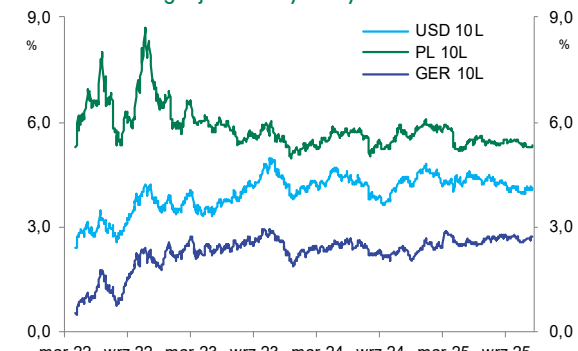
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



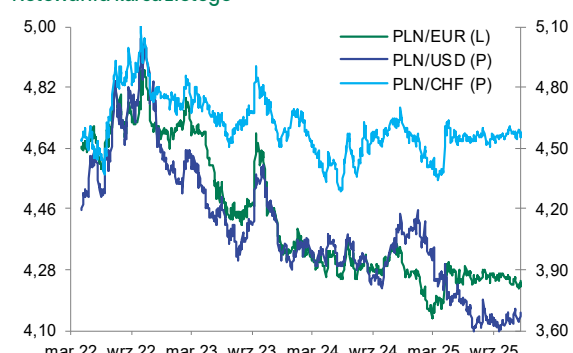
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



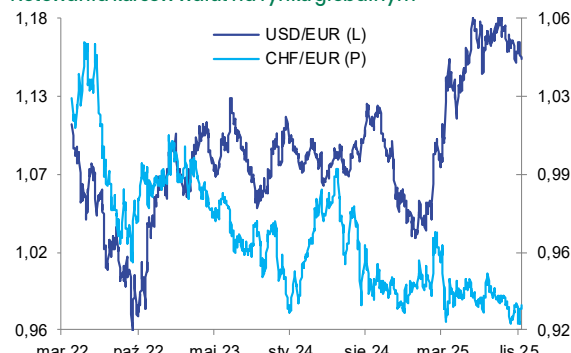
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



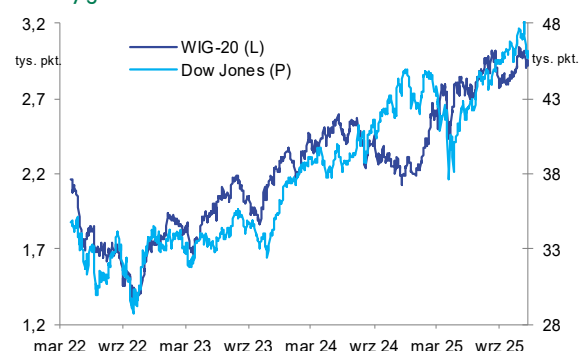
źródło: Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



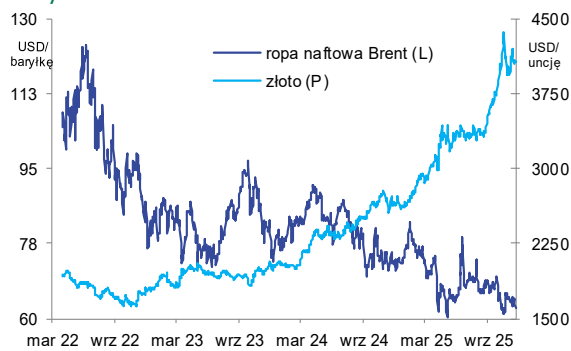
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

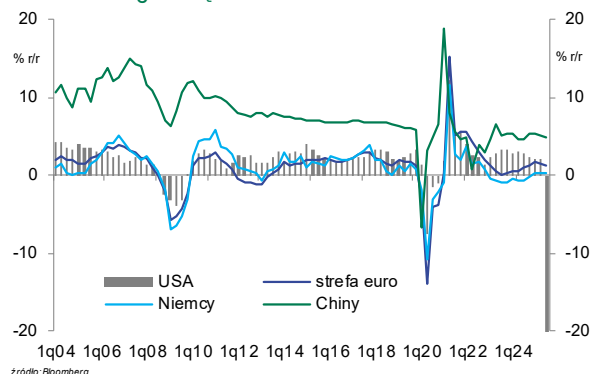
Ceny surowców



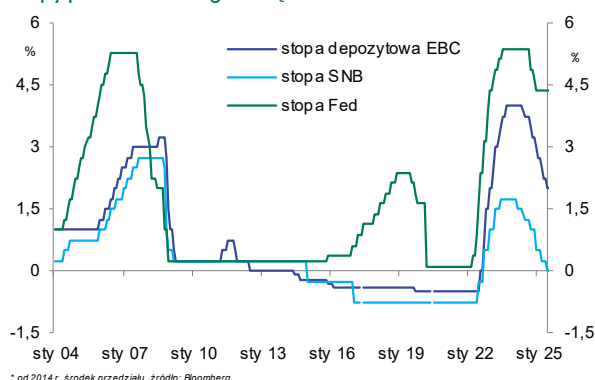
źródło: Bloomberg

Sfera realna

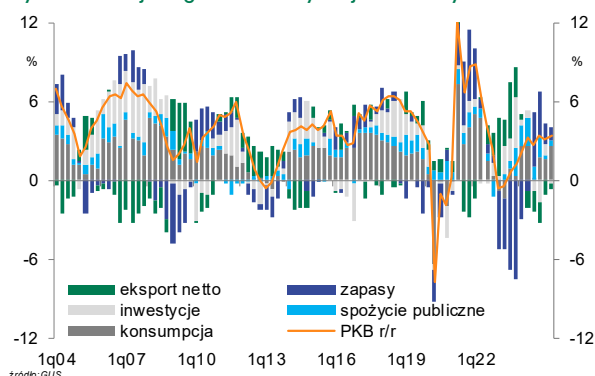
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



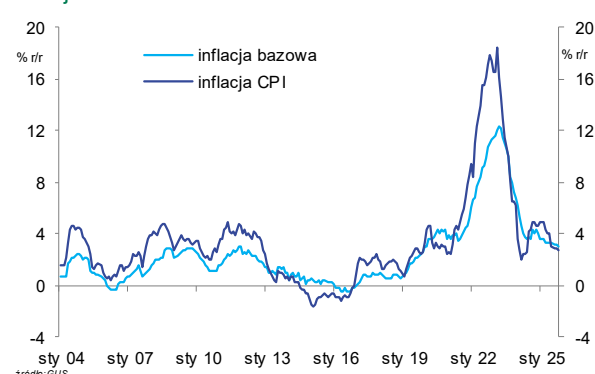
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



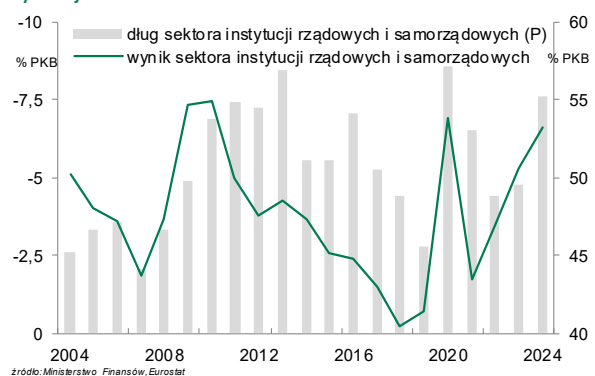
Rynek pracy



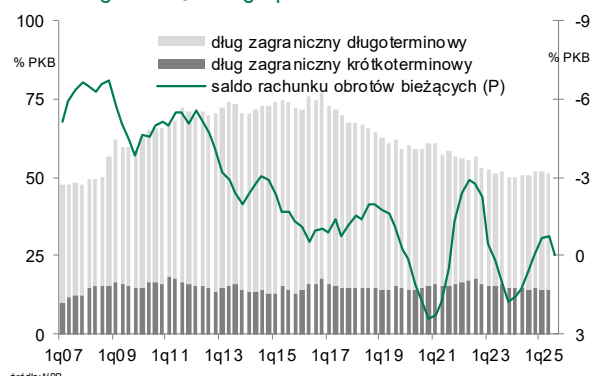
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2025	14.11.2025	21.11.2025	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	4,27	4,23	4,15	4,05	4,05
FRA 3x6	%	4,07	3,93	3,85	-	-	-
FRA 6x9	%	3,77	3,72	3,68	-	-	-
FRA 9x12	%	3,68	3,69	3,64	-	-	-
IRS 2L	%	3,96	3,93	3,87	-	-	-
IRS 5L	%	4,04	4,05	4,03	-	-	-
IRS 10L	%	4,41	4,42	4,41	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,13	4,19	4,15	4,05	4,00	3,90
Obligacje skarbowe 5L	%	4,72	4,70	4,70	4,65	4,60	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,32	5,30	5,32	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,25	4,23	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,68	3,64	3,69	3,70	3,71	3,73
PLN/CHF	PLN	4,58	4,59	4,58	4,57	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,15	1,16	1,15	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	4,15	4,06	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,63	2,72	2,70	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.