

KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 października 2025

Dane makroekonomiczne i poprawa relacji USA–Chiny wspierają dalszą poprawę nastrojów.

- Miniony tydzień przyniósł dalszą poprawę nastrojów rynkowych, przy uspokajających informacjach dot. relacji handlowych USA–Chiny oraz korzystnym układzie publikowanych danych makroekonomicznych. Choć z powodu shutdownu w USA wciąż mało jest publikacji danych z USA, to niższy od oczekiwań wskaźnik inflacji CPI i jednocześnie wyższe wskaźniki koniunktury PMI w USA z jednej strony wspierają prognozę obniżki stóp Fed, a z drugiej ograniczają obawy przed silniejszym spowolnieniem aktywności. Poza samym wzrostem cen ropy naftowej (o 9% w skali tygodnia) inwestorzy także bardzo spokojnie zareagowali na decyzje amerykańskiej administracji dot. objęcia sankcjami dwóch największych rosyjskich firm naftowych: Rosnieftu i Łukoilu.
- Wrześniowa inflacja CPI w USA ukształtowała się lekko poniżej prognoz rynkowych. Inflacja bazowa we wrześniu nie wzrosła, stabilizując się na sierpniowym poziomie 3,0% r/r. Wskaźnik inflacji w USA pozostaje podwyższony, niemniej wciąż sygnały jedynie umiarkowanego wzrostu inflacji z tytułu wzrostu ceł wspierają oczekiwania na jedynie okresowy wzrost wskaźnika z tego tytułu, co przy sygnałach słabszej kondycji rynku pracy wspiera argumenty za redukcją stóp procentowych Fed.
- Tym samym na koniec minionego tygodnia utrzymały się rynkowe oczekiwania na obniżkę stóp Fed podczas najbliższych posiedzeń w październiku i w grudniu (po 25 pkt. baz.). Jednocześnie minimalnie obniżyła się skala oczekiwanego poluzowania polityki monetarnej w trakcie 2026 r., na co mogły wpłynąć publikacje lepszych wskaźników koniunktury PMI w USA we wrześniu (dane wstępne). Choć problem zmienności danych utrzymuje się, to jednak solidne poziomy indeksów (wzrost indeksu composite do 54,8 pkt. z 53,9 pkt. we wrześniu) zmniejszają ryzyko silniejszego spowolnienia gospodarczego.
- Wskaźniki PMI zaskoczyły pozytywnie także w przypadku wskaźników strefy euro, w październiku indeks PMI dla przemysłu ustabilizował się na poziomie 50,0 pkt., a indeks dla usług wzrósł o ponad 1 pkt. do 52,6 pkt. przy szczególnie silnym wzroście indeksu w usługach w Niemczech.
- Perspektywę aktywności gospodarki globalnej poprawiły także uspokajające informacje ze strony administracji amerykańskiej dot. szans na osiągnięcie porozumienia z Chinami oraz uniknięcie scenariusza podwyżki ceł na import z Chin do 100% oraz złagodzenia (wg sekretarza Besseta) ograniczeń dot. eksportu z Chin metali ziem rzadkich.
- W rezultacie globalny indeks cen akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o 1,9%, w tym w USA o 1,9% i w strefie euro o 1,4%. Indeks syntetyczny dla grupy rynków wschodzących wzrósł o 2,2%. Przy równoważących się efektach niższego ryzyka wzrostu inflacji i spowolnienia aktywności w USA rentowności obligacji skarbowych praktycznie nie zmieniły się w skali tygodnia, rentowności 10-latek utrzymały się w okolicach 4,0%. Nieznacznie (o 5 pkt. baz.) wzrosły rentowności obligacji niemieckich, które wciąż jednak utrzymywały się poniżej

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

dotychczasowego lokalnego maksimum. Kurs euro do dolara przesunął się w górę, w kierunku poziomu 1,16 USD/EUR przy niewielkim wzmocnieniu dolara (o 0,2% w relacji do koszyka walut) oraz osłabieniu euro (o 0,2%).

- Pozytywne nastroje globalne były głównym czynnikiem wspierającym cen krajowych akcji i wzrost indeksu WIG o 3,3% w skali tygodnia. Choć w relacji do koszyka walut kurs złotego lekko stracił na wartości, to w relacji do euro umocnił się, obniżając się poniżej 4,25 PLN/EUR. Rentowności obligacji skarbowych praktycznie nie zmieniły się, przy stabilnych oczekiwaniach dot. krajowej polityki pieniężnej oraz ograniczonych zmianach rentowności na rynkach bazowych.
- Standardowo w ograniczonym stopniu na sytuację rynkową wpływały dane z krajowej gospodarki. W minionym tygodniu zakończyła się seria publikacji danych za wrzesień. Choć na roczne zmiany w decydującym stopniu wpłynęły efekty kalendarzowe (wyższa liczba dni roboczych i handlowych, po tym jak w sierpniu ta liczba była niższa), to analizując dane po wyeliminowaniu tych efektów można wskazać na: - stabilny popyt na pracę (stabilne tempo wzrostu [zatrudnienia](#), wzrost [stopy bezrobocia](#) wyłącznie pod wpływem efektów regulacyjnych), - obniżanie się [dynamiki płac](#) w warunkach ograniczenia popytu na pracę i niższego wzrostu płacy minimalnej, - korekcyjne osłabienie wyników [sprzedaży detalicznej](#), przy generalnie stabilnych jej wynikach spójnych z stabilną sytuacją dochodową gospodarstw domowych, - bardzo mocny wzrost [produkcji przemysłowej](#), który jednak (podobnie jak w październiku 2024 r. może okazać się jedynie zjawiskiem okresowym), - odreagowanie aktywności w [budownictwie](#) po bardzo silnym spadku w sierpniu, ale wciąż bardzo powolny proces ożywienia w sektorze w trakcie br.
- Na podstawie danych wrześniowych szacujemy wstępnie wzrost PKB w III kw. w okolicach 3,5% r/r, przy nieco niższej dynamice konsumpcji prywatnej, ale wyższej dynamice inwestycji. Na perspektywę niewielkich zmian dynamiki PKB w krótkim okresie wskazują także wyniki najnowszego raportu [NBP Szybki Monitoring](#).
- Choć zapewne dla przyszłych decyzji Rady dane dot. wynagrodzeń będą istotniejsze niż dane dot. tempa wzrostu aktywności, to i tak kluczowym czynnikiem wpływającym na te decyzje będzie kształtowanie się inflacji. W bieżącym tygodniu opublikowany zostanie szacunek *flash* październikowej inflacji. Szacujemy, że ukształtuje się on w przedziale 2,9%-3,0% r/r.
- Z pewnością jednak istotniejsze, także dla aktywów krajowych, będą zaplanowane na bieżący tydzień posiedzenia banków centralnych. Oczekujemy, że FOMC w bieżącym tygodniu obniży stopę funduszy federalnych o 25 pkt. baz. do 3,75% - 4,00% i pozostawi opcję dalszego luzowania w grudniu, choć też będzie unikać bardziej jednoznacznych zapowiedzi dot. kolejnych decyzji. W przypadku EBC oczekujemy utrzymania stabilnych stóp (stopy depozytowej na poziomie 2,00%) oraz przekazu co do „bieżącego odpowiedniego statusu polityki monetarnej”.
- Bardzo istotne będą także wyniki spotkania prezydentów USA i Chin zaplanowanego na czwartek oraz materializacja optymistycznych zapowiedzi dot. kształtowania relacji handlowych obu krajów.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (28–29 października)**

Oczekujemy, że komitet FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 3,75% – 4,00%.

Choć październikowa decyzja będzie dla FOMC mało komfortowa z uwagi na ograniczony zestaw danych makroekonomicznych (z powodu trwającego *shutdownu*), to zakładamy, że te dostępne informacje i dane przeważą za decyzją o kolejnej obniżce stóp procentowych o 25 pkt. baz. Przy ograniczonym wzroście inflacji CPI i jednocześnie dotychczasowym pogorszeniu koniunktury na rynku pracy członkowie komitetu taką decyzję uznają zapewne za mniej ryzykowną.

Brak pełnego obrazu sytuacji gospodarczej będzie natomiast także argumentem za formułowaniem bardzo ostrożnego przekazu dot. kolejnych decyzji FOMC. Choć ogólny przekaz dot. kierunku luzowania polityki pieniężnej wydaje się prawdopodobny, to zapewne członkowie komitetu będą unikali bardziej jednoznacznych stwierdzeń i będą wskazywali na konieczność dokładniejszej analizy danych i informacji.

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (30 października)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.

Biorąc pod uwagę publikacje korzystnych danych dot. indeksów PMI, które ograniczają ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności w strefie euro oraz stabilne wskaźniki inflacji HICP, jak również wyhamowanie dotychczasowej aprecjacji euro, oczekujemy utrzymania dotychczasowego przekazu EBC wskazującego na preferencję utrzymania stabilnych stóp. Zakładamy, że prezes EBC Ch. Lagarde wciąż jako „optymalny” oceni stan polityki monetarnej. Jednocześnie zapewne rada EBC nie dokona żadnych istotniejszych zmian w komunikacji, które zamknęłyby opcję ewentualnej obniżki stóp w miesiącach kolejnych biorąc pod uwagę wciąż podwyższone ryzyko rozwoju sytuacji gospodarczej.

- **Wskaźnik inflacji w październiku – szacunek *flash* (31 października)**

Szacujemy, że w październiku wskaźnik inflacji CPI ukształtował się w przedziale 2,9%–3,0% r/r. Prognozujemy, że w październiku w kierunku obniżenia rocznego wskaźnika inflacji CPI oddziaływała niższa dynamika cen żywności. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływał lekki wzrost dynamiki rocznej cen nośników energii (głównie efekt wzrostu cen ciepła w małych spółdzielniach, które nie są objęte taryfami URE po tym jak z końcem lipca zniesione zostało ustawowe zamrożenie cen za ciepło) oraz paliw (mniejszy spadek w skali r/r). Szacujemy, że inflacja bazowa pozostała w październiku na poziomie 3,2% r/r.

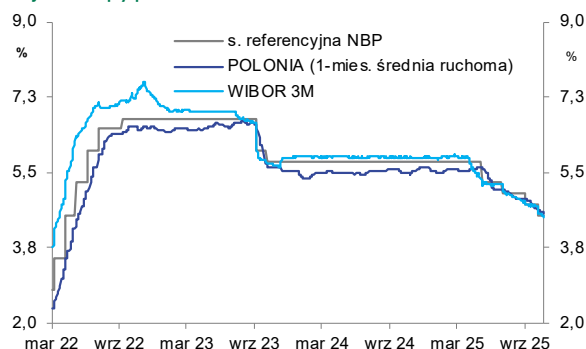
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 27 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	wrz	87,8 pkt.	89,3 pkt.	-
środa 29 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	paź	4,25% - 4,50%	3,75% - 4,00%	3,75% - 4,00%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	paź	-	-	-
czwartek 30 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	-0,3% kw/kw	-0,1% kw/kw	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	0,1% kw/kw	0,1% kw/kw	-
13:30	US	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	3,8%kw/kw	3,3% kw/kw	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	paź	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	paź	-	-	-
piątek 31 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	wrz	49,8 pkt.	49,6 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	wrz	50,0 pkt.	50,3 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	paź	2,9% r/r	-	2,9-3,0% r/r
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	paź	2,2% r/r	2,2% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	paź	2,4% r/r	2,3% r/r	-
13:30	US	Dochody gospodarstw domowych	wrz	0,4% r/r	0,3% r/r	-
13:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	wrz	0,6% r/r	0,5% r/r	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	wrz	2,7% m/m	2,7% m/m	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	wrz	2,9% m/m	2,9% m/m	-
poniedziałek 27 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	paź	51,2 pkt.	50,3 pkt.	-
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	wrz	48,0 pkt.	-	48,0 pkt.
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	paź	49,1 pkt.	49,0 pkt.	-

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

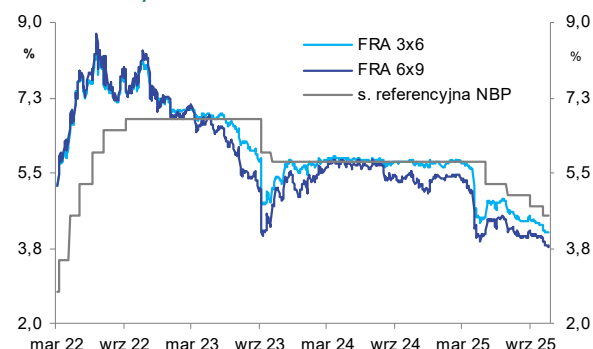
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



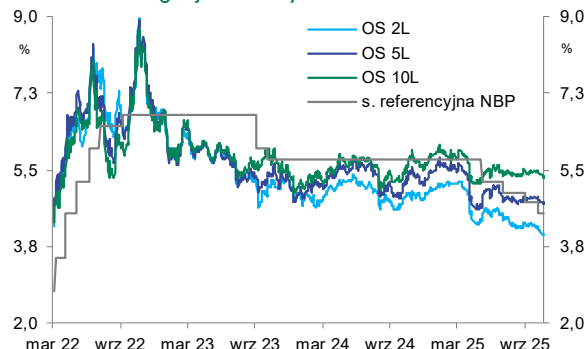
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



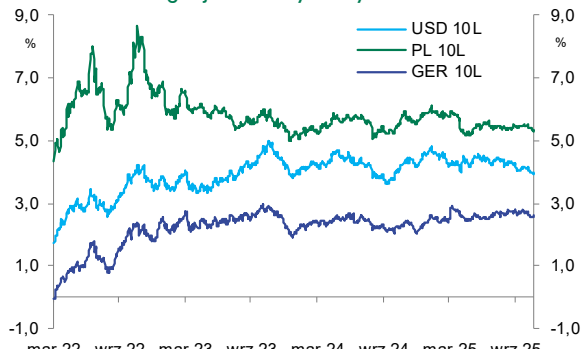
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



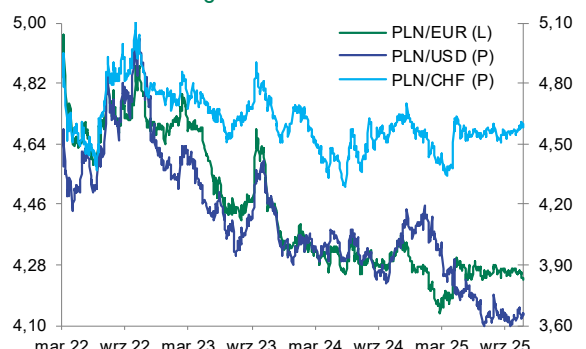
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



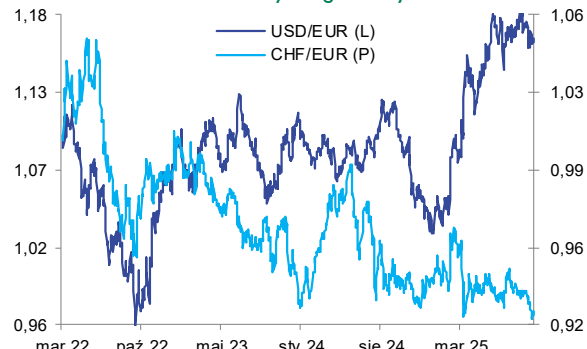
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



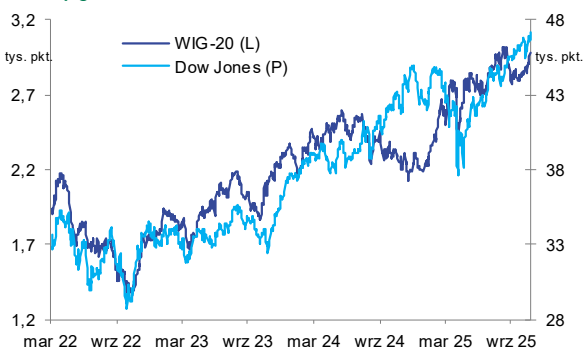
źródło: Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



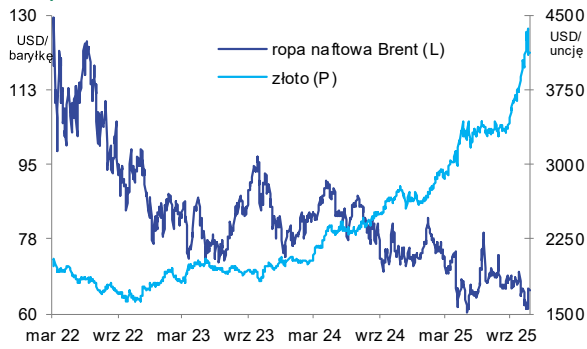
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

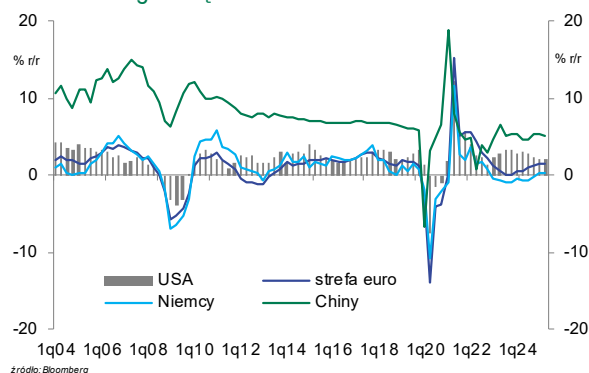
Ceny surowców



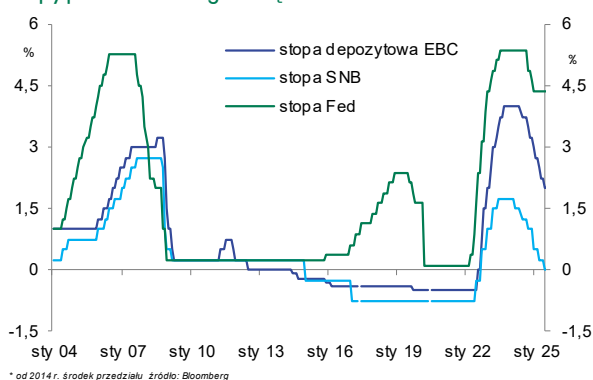
źródło: Bloomberg

Sfera realna

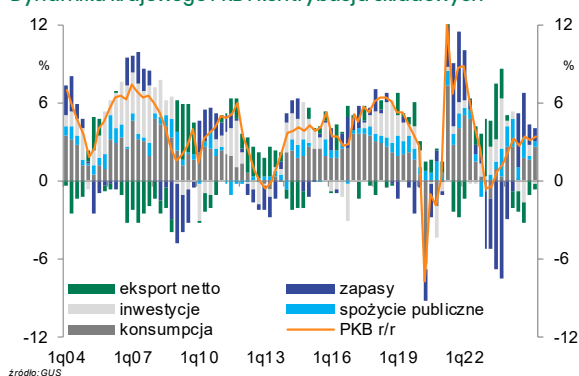
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



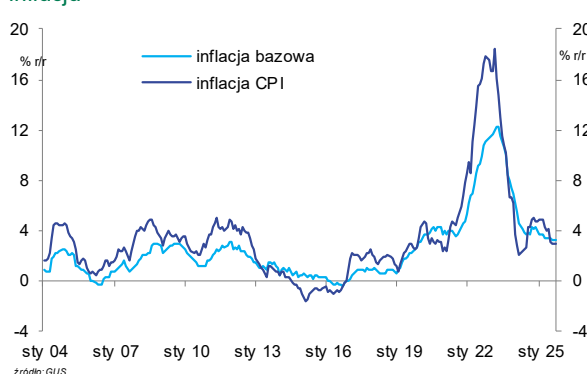
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



Rynek pracy



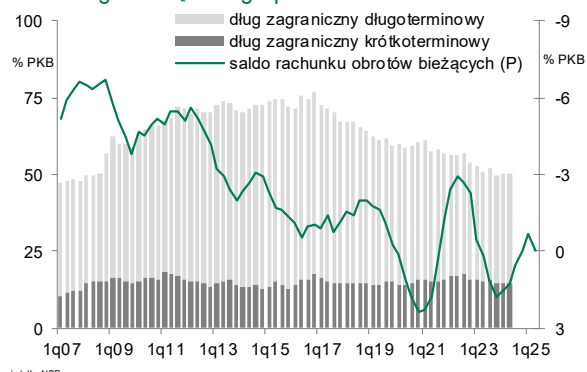
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2025	17.10.2025	24.10.2025	30.11.2025	31.12.2025	31.03.2026
Stopa lombardowa NBP	%	5,25	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50
Stopa referencyjna NBP	%	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
Stopa depozytowa NBP	%	4,25	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
WIBOR 3M	%	4,72	4,50	4,47	4,25	4,15	4,05
FRA 3x6	%	4,29	4,13	4,14	-	-	-
FRA 6x9	%	4,00	3,82	3,82	-	-	-
FRA 9x12	%	3,80	3,72	3,72	-	-	-
IRS 2L	%	4,11	3,99	3,99	-	-	-
IRS 5L	%	4,18	4,09	4,08	-	-	-
IRS 10L	%	4,55	4,47	4,44	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,19	4,04	4,04	4,00	4,00	3,85
Obligacje skarbowe 5L	%	4,84	4,79	4,78	4,70	4,65	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,39	5,37	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,26	4,24	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,63	3,64	3,65	3,66	3,70	3,73
PLN/CHF	PLN	4,56	4,61	4,58	4,59	4,57	4,57
USD/EUR	USD	1,17	1,17	1,16	1,16	1,15	1,14
Stopa Fed	%	4,25	4,25	4,25	4,00	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	%	4,15	4,01	4,00	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,71	2,58	2,63	2,65	2,65	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.