

KOMENTARZ TYGODNIOWY

6 października 2025

Trwa shutdown w USA. Posiedzenie RPP – oczekujemy utrzymania stóp NBP bez zmian, ale spora niepewność co do ostatecznej decyzji Rady

- Najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było wstrzymanie od 1 października prac większości agencji i urzędów federalnych (shutdown) w następstwie nieuchwalenia przez Kongres USA prowizorium budżetowego na kolejny rok. Pomimo tego nastroje na globalnym rynku finansowym pozostały całkiem dobre, z utrzymującym się popytem na bardziej ryzykowne aktywa.
- Shutdown w USA jest konsekwencją nieuzyskania w Senacie poparcia dla prowizorium budżetowego tzw. „superwiększości” 60 senatorów (wcześniej Izba Republikańców przegłosowała prowizorium zwykłą większością głosów). W Senacie Republikanie mają większość 52 głosów, zatem potrzebują 8 głosów poparcia ze strony Demokratów. Ci uzależniają swoje poparcie od przedłużenia dotychczasowego systemu wsparcia z budżetu federalnego dla ubezpieczeń zdrowotnych dla najuboższych grup społecznych (program Obamacare). Nie udało się wypracować kompromisu, dlatego od 1 października ok 1/4 (ok 750 tys.) pracowników urzędów federalnych w USA znalazła się na bezpłatnym urlopie, a pozostali pracują, ale bez wynagrodzenia. Przy okazji wcześniejszych shutdownów (ostatni miał miejsce w na przełomie 2018 i 2019 r. i trwał 35 dni) zaległe wynagrodzenia dla obu grup urzędników były wypłacone po uchwaleniu prowizorium budżetowego i generalnie wpływ shutdownu na aktywność gospodarki USA był krótkookresowy. Z punktu widzenia rynków zawieszenie działalności urzędów federalnych oznacza m.in. odsunięcie w czasie publikacji danych statystycznych dot. gospodarki USA. Z tego powodu w miniony piątek Departament Pracy nie opublikował oczekiwanych przez rynek wrześniowych danych nt. rynku pracy. Jeśli shutdown będzie kontynuowany – na co wskazuje bieżący pat polityczny – przesunięte w czasie zostaną także inne publikacje danych z USA – w tym inflacja czy sprzedaż detaliczna. W tych warunkach rośnie ryzyko, że podczas kolejnego posiedzenia Fed (30.10) komitet FOMC będzie dysponował niepełną informacją nt. stanu gospodarki USA.
- Shutdown nie wpływa na publikacje danych przygotowywanych przez podmioty prywatne, dlatego w minionym tygodniu rynek poznał wyniki wrześniowego zatrudnienia wg firmy ADP (spadek zatrudnienia o 30 tys. poniżej oczekiwań rynkowych wzrostu o 51 tys.) oraz wrześniowe odczyty wskaźników koniunktury ISM w przemyśle (49,1 pkt. wobec oczekiwań rynkowych 49 pkt. i 48,7 pkt. w sierpniu) oraz w usługach (do 50,0 pkt. z 52,0 pkt. w poprzednim miesiącu). Stałość danych nt. rynku pracy wg ADP i obniżenie indeksu ISM w usługach oraz fakt, iż shutdown co do zasady osłabia aktywność gospodarki poprzez ograniczenie wydatków publicznych, dały rynkowi argumenty za utwierdzeniem się w przekonaniu, że Fed zdecyduje się na posiedzeniu 30.10 obniżkę stóp o 25 pkt. baz. (dyskontowane na koniec tygodnia 24 pkt. baz. vs. 22 pkt. baz. tydzień wcześniej).

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 rezultacie w minionym tygodniu rentowności obligacji w USA obniżyły się na całej długości krzywej dochodowości, w tym o 6 pkt. baz. do 4,12 w przypadku obligacji 10-letnich. W ślad za rynkiem amerykańskim lekko obniżyły się rentowności Bundów – o 4 pkt. baz. dla 10-latek. Bez większego wpływu na rynek pozostała zgodna z oczekiwaniami publikacja wstępnego szacunku inflacji HICP za wrzesień, który wskazał na wzrost do 2,2% dla wskaźnika podstawowego i stabilizację inflacji bazowej na poziomie 2,3% r/r. Na rynku utrzymuje się oczekiwanie na stabilne stopy EBC 12 miesięcy (rynek dopuszcza obniżkę stóp o 25 pkt. baz. z prawdopodobieństwem poniżej 50%).
- Pomimo słabszych perspektyw gospodarki USA w minionym tygodniu na rynkach akcji panował optymizm podsycany oczekiwaniami rynkowymi na pozytywne długoterminowe efekty inwestycji firm w AI. W tych warunkach indeks globalny MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 1,3%, w USA o 1%, a w strefie euro aż o 2,7% i na rynkach wschodzących o 3,4%. Miniony tydzień przyniósł lekkie osłabienie dolara w relacji do koszyka walut (0,3%). W relacji do euro dolar zakończył tydzień w okolicach 1,175 dolara ze euro.
- Z pozostałych informacji w minionym tygodniu Sąd Najwyższy USA podważył decyzję prezydenta Trumpa o natychmiastowym odwołaniu Lisy Cook ze stanowiska w zarządzie Fed. Oznacza to, że Cook może pozostać na swoim stanowisku co najmniej do czasu wydania orzeczenia przez sędziów po wysłuchaniu argumentów sprawie zarzutów ze strony Białego Domu w styczniu.
- Na krajowym rynku finansowym kolejny tydzień z rzędu przebiegł w niezłych nastrojach. WIG kontynuował wzrost z poprzedniego tygodnia – o ponad 1%. Rentowności obligacji obniżyły się nieco silniej na krótkim końcu krzywej dochodowości (ok 5 pkt. baz.) i mniej w przypadku 10-latek (3 pkt. baz. do 5,48% na koniec tygodnia) oraz notowań 10-letnich IRS. Kurs złotego umocnił się w skali tygodnia o 0,4% w relacji do koszyka walut kończąc tydzień poniżej poziomu 4,26 PLN/EUR i w okolicach 3,63 PLN/USD oraz 3,55 PLN/CHF.
- Na krajowym rynku najistotniejszym wydarzeniem tygodnia była publikacja [wstępnego szacunku flash inflacji CPI we wrześniu](#) utrzymał się na sierpniowym poziomie i wyniósł 2,9% r/r – zgodnie z naszą prognozą, lekko poniżej konsensusu rynkowego. Tak jak pisaliśmy przed tygodniem – wynik inflacji poniżej psychologicznej granicy 3% zostawia otwartą przestrzeń dla obniżki stóp NBP już na najbliższym posiedzeniu RPP w bieżącym tygodniu.
- I właśnie posiedzenie RPP będzie w bieżącym tygodniu kluczowym wydarzeniem tego tygodnia na krajowym rynku. Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 4,75%. Takiemu scenariuszowi przypisujemy prawdopodobieństwo nieco wyższe niż 50%. Zakładamy, że RPP zadecyduje się na utrzymanie stóp bez zmian, aby rozłożyć w czasie proces luzowania polityki monetarnej zgodnie z dotychczasowym przekazem większości członków RPP. Większość z wypowiadających się ostatnio publicznie członków Rady opowiadała się za stopniowym dostosowywaniem polityki monetarnej w tym za jedną obniżką stóp o 25 pkt. baz. w IV kw. br. Członkowie RPP wskazywali, że za ostrożnością w procesie rozluźniania polityki monetarnej przemawiają utrzymujące się wyzwania w zakresie trwałego obniżenia inflacji do celu NBP m.in. w kontekście luźnej polityki fiskalnej oraz podwyższonej dynamiki wynagrodzeń skutkujących nadal wysoką dynamiką cen usług. Wobec takiego

przekazu najbardziej logicznym wydaje nam się wstrzymanie z kolejną obniżką stóp NBP do listopadowego posiedzenia RPP, kiedy Rada zapozna się z najnowszą projekcją makroekonomiczną NBP i będzie w stanie ocenić w pełni perspektywy inflacyjne w średnim terminie.

- Jednocześnie prognoza stabilizacji stóp NBP podczas październikowego posiedzenia obciążona jest sporą niepewnością. To konsekwencja m.in. niejednoznacznego przekazu prezesa NBP podczas konferencji prasowej po wrześniowym posiedzeniu podczas której prezes Glapiński z jednej strony początkowo wypowiadał się ostrożnie o kolejnych obniżkach stóp, ale następnie dopuścił październikową obniżkę. Wśród ewentualnych przesłanek dla obniżki w październiku wskazał uchwalenie ustawy zamrażającej ceny energii elektrycznej na IV kw. br. i kontynuację osłabienia dynamiki wynagrodzeń. Oba warunki zostały spełnione, natomiast należy zastrzec, że prezes NBP nie wskazał tych warunków jako wyczerpujące przesłanki do obniżki stóp,
- Jednym z obszarów niepewności jest interpretacja przez RPP ubiegłotygodniowego zatwierdzenia przez URE taryf na energię elektryczną dla gospodarstw domowych na IV kw. br. Według informacji URE średnia cena sprzedaży prądu w zatwierdzonych taryfach na IV kw. wyniosła 572,64 zł/MWh wobec średnio 623 zł/MWh dotychczas. Zmiana ta nie skutkuje zmianą cen w IV kw., gdyż cena energii dla gospodarstw domowych pozostaje ustawowo zamrożona na poziomie 500 zł/MWh netto. Natomiast nadal nie wiemy jaka będzie skala zmian cen od początku 2026 roku. Według naszych szacunków, gdyby przyjąć, że zatwierdzone na IV kw. taryfy URE zostaną utrzymane w 2026 r., to rachunek za energię elektryczną wzrósłby z początkiem 2026 r. o ok. 7% m/m, podwyższając wskaźnik inflacji CPI o 0,3 pkt. proc. Kwestią otwartą pozostaje interpretacja decyzji URE – czy Rada wyeksponuje wątek pewnego spadku niepewności (wyraźne obniżenie taryf wobec dotychczasowego poziomu), czy jednak fakt, że URE nadal nie ogłosił taryf, które będą obowiązywały od 1 stycznia 2026 r.
- Podsumowując – m.in. ze względu na trudną do określenia funkcję reakcji RPP – niepewność co do tego jak ostatecznie zagłosuje większość RPP na najbliższym posiedzeniu jest wysoka. Odzwierciedla to zróżnicowanie oczekiwań ośrodków analitycznych co do październikowej decyzji RPP – wg ankiety Parkietu połowa analityków oczekuje stabilizacji stóp NBP, a połowa obniżenia stóp o 25 pkt. baz
- Na rynku globalnym – wobec braku publikacji w kalendarzu i ryzyka opóźnienia publikacji danych z USA zaplanowanych na kolejny tydzień – rynek będzie się skupiał na wypowiedzi członków FOMC (w tym czwartkowe wystąpienie prezesa Fed) oraz na publikacji minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.
- Ponadto rynek będzie oczekiwał na wtorkową publikację nt. zamówień w przemyśle Niemiec, a także śledził rozwój sytuacji geopolitycznej (rozmowy pokojowe dot. przyszłości Strefy Gazy) i politycznej we Francji (wobec nieudanej próby powołania rządu).

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (7–8 października)

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 4,75%. Takiemu scenariuszowi przypisujemy prawdopodobieństwo nieco wyższe niż 50%. Zakładamy, że RPP zadecyduje się na utrzymanie stóp bez zmian aby rozłożyć w czasie proces luzowania polityki monetarnej zgodnie z dotychczasowym przekazem większości członków RPP. Większość z wypowiadających się ostatnio publicznie członków Rady opowiadała się za stopniowym dostosowywaniem polityki monetarnej w tym za jedną obniżką stóp o 25 pkt. baz. w IV kw. br. Członkowie RPP wskazywali, że za ostrożnością w procesie rozluźniania polityki monetarnej przemawiają utrzymujące się wyzwania w zakresie trwałego obniżenia inflacji do celu NBP m.in. w kontekście luźnej polityki fiskalnej oraz podwyższonej dynamiki wynagrodzeń skutkujących nadal wysoką dynamiką cen usług. Wobec takiego przekazu najbardziej logicznym wydaje nam się wstrzymanie z kolejną obniżką stóp NBP do listopadowego posiedzenia RPP, kiedy Rada zapozna się z najnowszą projekcją makroekonomiczną NBP i będzie w stanie ocenić w pełni perspektywy inflacyjne w średnim terminie.

Jednocześnie prognoza stabilizacji stóp NBP podczas październikowego posiedzenia obciążona jest sporą niepewnością. Jest ona konsekwencją niejednoznacznego przekazu prezesa NBP podczas konferencji prasowej po wrześniowym posiedzeniu podczas której prezes Głapiński z jednej strony początkowo wypowiadał się ostrożnie o kolejnych obniżkach stóp, ale następnie dopuścił październikową obniżkę. Wśród ewentualnych przesłanek dla obniżki w październiku wskazał uchwalenie ustawy zamrażającej ceny energii elektrycznej na IV kw. br. i kontynuację osłabienia dynamiki wynagrodzeń. Oba warunki zostały spełnione, natomiast prezes NBP nie wskazał tych warunków jako wyczerpujących przesłanek do obniżki stóp, większość wypowiadających się członków Rady brzmiała raczej sceptycznie wobec obniżki w październiku, a ponadto wciąż utrzymuje się niepewność co do ostatecznego poziomu cen za energię elektryczną począwszy od 1 stycznia 2026 r., co naszym zdaniem przemawia jednak za scenariuszem stabilizacji stóp.

Natomiast doświadczenie dotychczasowych decyzji RPP wskazuje, że RPP dotychczas „przyspieszała” obniżkę stóp, kiedy była przekonana, że w krótkim okresie poluzowanie polityki monetarnej jest potrzebne. Podsumowując – ze względu na trudną do określenia funkcję reakcji RPP niepewność co do tego jak ostatecznie zagłosuje większość RPP na najbliższym posiedzeniu jest wysoka. Odzwierciedla to fakt zróżnicowania oczekiwań ośrodków analitycznych co do październikowej decyzji RPP – połowa ośrodków oczekuje stabilizacji stóp, a połowa obniżenia stóp o 25 pkt. baz.

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

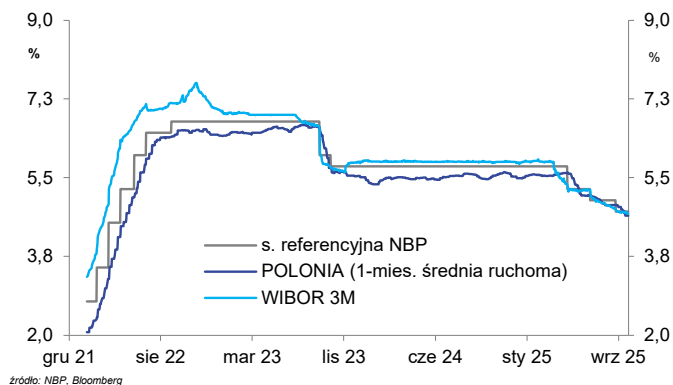
wtorek 7 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	sie	-2,9% m/m	1,2% m/m	-
18:15	EMU	Wystąpienie pub. prez. EBC Ch. Lagarde na „Business en Européens” w Paryżu	paź	-	-	-
środa 8 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	sie	1,3% m/m	-1,0% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	paź	4,75% (ref)	4,50/4,75% (ref)*	4,75% (ref)
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z wrześniowego posiedzenia FOMC	wrz	-	-	-
czwartek 9 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
13:30	EMU	Publikacja <i>minutes</i> z wrześniowego posiedzenia EBC	wrz	-	-	-
14:30	US	Wystąpienie publiczne prezesa Fed J. Powella na Community Bank Conference	paź	-	-	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	paź	-	-	-
piątek 10 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Publikacja protokołu z wrześniowego posiedzenia RPP	wrz	-	-	-
sobota 11 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:15	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde	paź	-	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

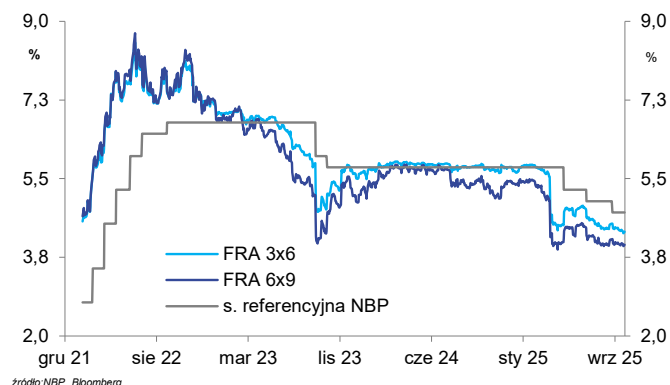
* w ankiecie Parkietu jednakowa liczba zespołów oczekujących stabilizacji stóp procentowych NBP i obniżenia stóp o 25 pkt. baz.

Rynki finansowe

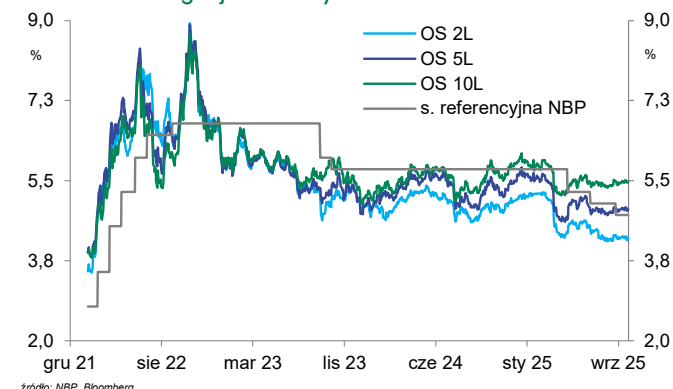
Krajowe stopy procentowe



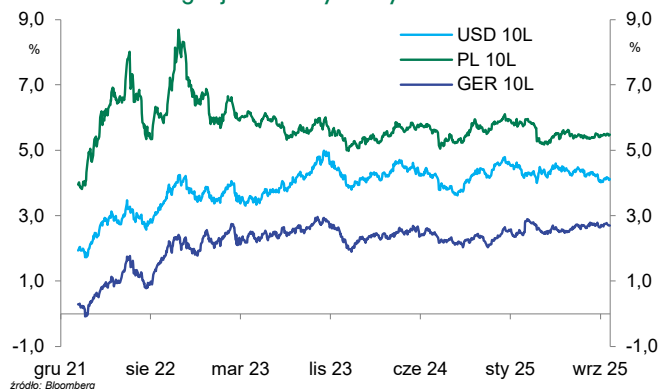
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



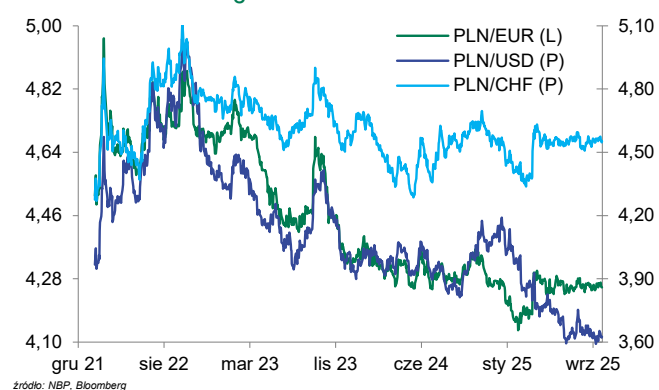
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



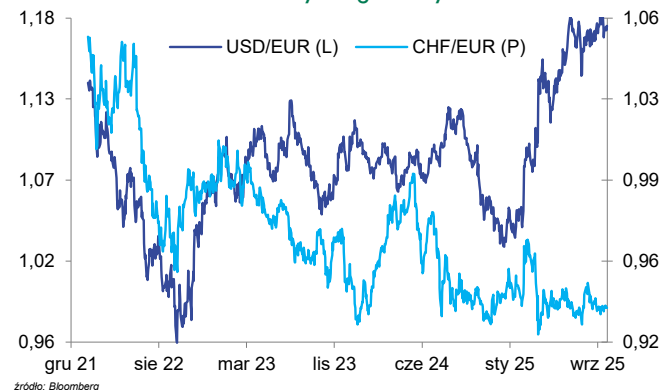
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



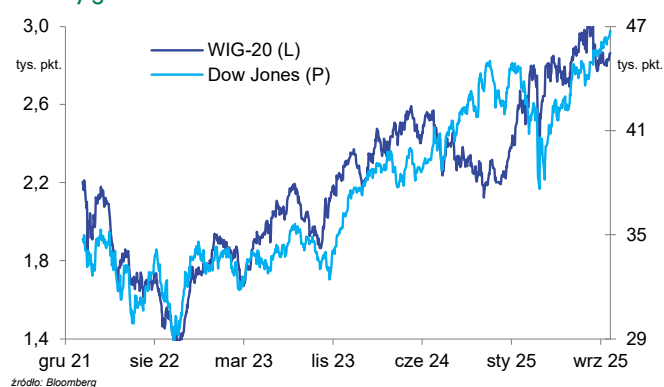
Notowania kursu złotego



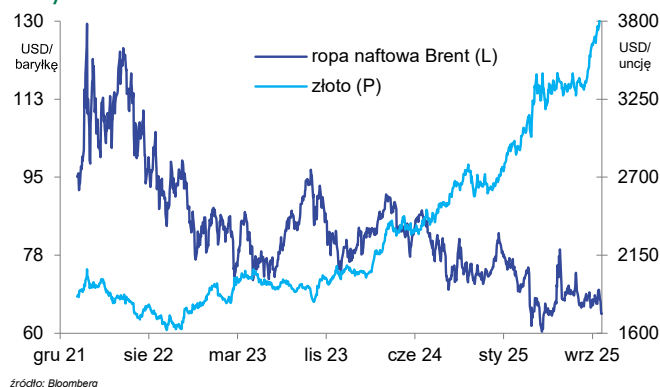
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

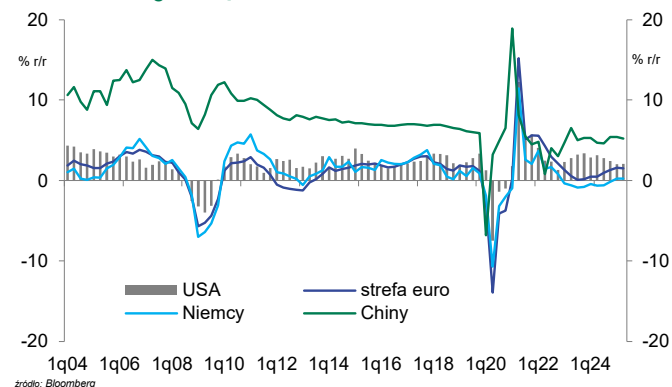


Ceny surowców

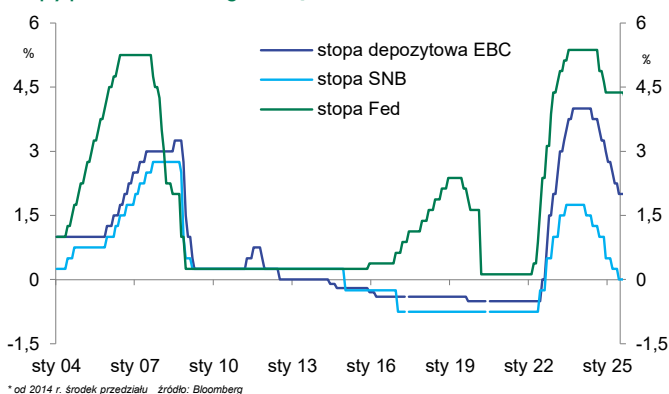


Sfera realna

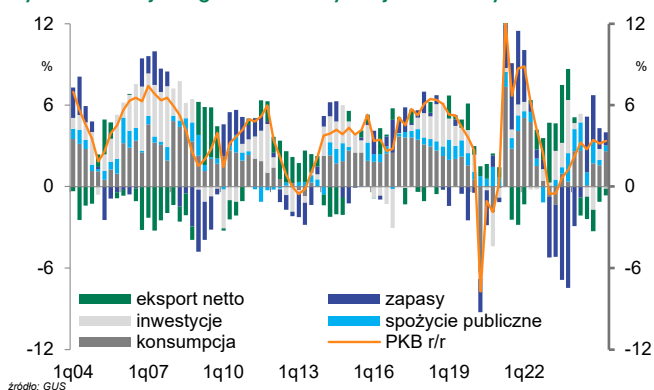
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



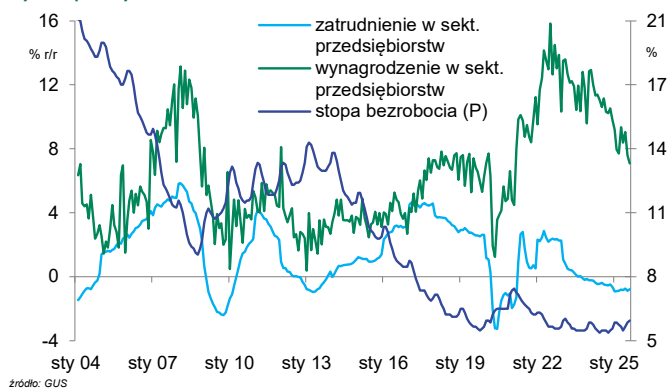
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



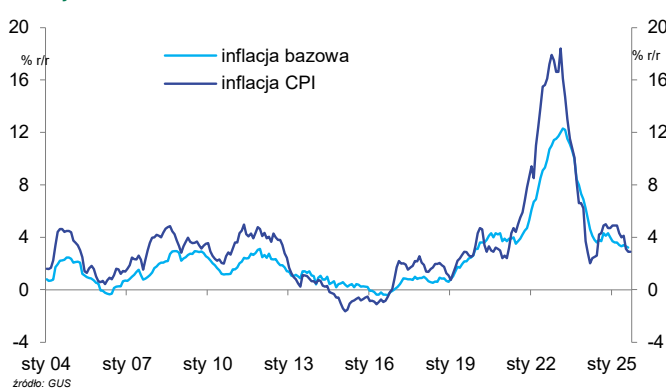
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



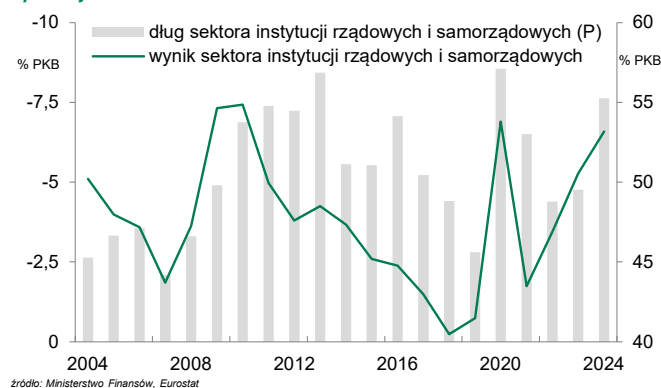
Rynek pracy



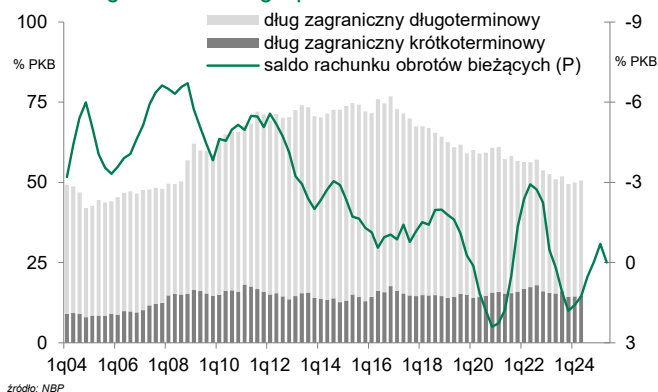
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2025	26.09.2025	03.10.2025	31.10.2025	30.11.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	4,70	4,72	4,70	4,65	4,50	4,50
FRA 3x6	%	4,29	4,36	4,32	-	-	-
FRA 6x9	%	4,00	4,07	4,03	-	-	-
FRA 9x12	%	3,80	3,88	3,85	-	-	-
IRS 2L	%	4,11	4,17	4,15	-	-	-
IRS 5L	%	4,18	4,26	4,22	-	-	-
IRS 10L	%	4,55	4,62	4,59	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,28	4,28	4,23	4,25	4,20	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%	4,90	4,92	4,87	4,85	4,80	4,75
Obligacje skarbowe 10L	%	5,50	5,51	5,48	5,45	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,27	4,27	4,26	4,27	4,28	4,30
PLN/USD	PLN	3,63	3,65	3,63	3,67	3,69	3,74
PLN/CHF	PLN	4,59	4,57	4,55	4,58	4,59	4,60
USD/EUR	USD	1,18	1,17	1,17	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	4,18	4,12	4,05	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,70	2,74	2,70	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.