

KOMENTARZ TYGODNIOWY

3 listopada 2025

Porozumienie USA – Chiny i „jastrzębia” obniżka Fed. Niższa inflacja w Polsce wspiera prognozę obniżki stóp NBP.

- Miniony tydzień można ocenić jako neutralny w kontekście sytuacji rynkowej. Początek tygodnia przyniósł kontynuację poprawy nastrojów wspierany oczekiwaniami na pozytywny finał szczytu prezydentów USA i Chin oraz lepszą oceną kondycji gospodarki światowej. W drugiej części tygodnia ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka zaczęły spadać, na co mógł wpłynąć bardziej „jastrzębi” od oczekiwań przekaz Fed lub efekt korekty na koniec miesiąca po znaczących wzrostach notowań aktywów we wcześniejszych dwóch tygodniach.

- Wśród najważniejszych ubiegłotygodniowych ustaleń nt. relacji handlowych USA i Chin można wymienić: – obniżenie stawek celnych na import do USA z Chin (wprowadzanych w związku z tzw. ryzykiem przemytu fentanylu) o 10 pkt. proc. i w efekcie obniżenie efektywnej stawki celnej do ok. 31%, – odroczenie na rok przez Chiny restrykcji w zakresie eksportu metali ziem rzadkich, – odroczenie przez USA na rok podwyższonych opłat transportowych (m.in. w portach) dla chińskich jednostek, – wznowienie przez Chiny importu soi z USA. Decyzje te są korzystne z punktu widzenia perspektyw handlowych i gospodarczych. Były one generalnie zbieżne z oczekiwaniami rynkowymi, dlatego nie wpłynęły istotnie na sytuację rynkową.

- Zdecydowanie większym zaskoczeniem dla rynków była natomiast „jastrzębia” [obniżka stóp procentowych Fed](#). Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami FOMC obniżył stopę funduszy federalnych o 25 pkt. baz. do 3,75% – 4,00%. O ile zakładaliśmy, że członkowie komitetu w swoim przekazie po październikowej decyzji nie będą skłonni by „zapowiedzieć” kolejne obniżki, to zaskoczyło bardzo jednoznaczne i kilkakrotnie powtarzane stwierdzenie, że „wynik posiedzenia grudniowego” nie jest przesądzony. Wydźwięk wystąpienia prezesa Powella wskazuje, że dla niektórych członków FOMC niepełny obraz sytuacji gospodarczej (wobec braku wielu publikacji danych z powodu shutdownu), przy jednocześnie pozytywnych sygnałach dot. wskaźników koniunktury oraz sytuacji w gospodarce globalnej może być argumentem za wstrzymaniem się z kolejnym cięciem stóp.

- Cały czas uważamy, że ostatecznie obawy dot. koniunktury na rynku pracy okażą się dla komitetu FOMC istotniejsze, szczególnie przy mniejszym od obaw wzroście inflacji (z powodu wzrostu cen), natomiast ryzyko dla prognozy stóp wzrosło. Kluczowym czynnikiem wpływającym na tę prognozę będą publikacje danych makroekonomicznych, głównie z rynku pracy, jeżeli przed grudniowym posiedzeniem FOMC będą dostępne dane.

- Nie zaskoczył z kolei [EBC utrzymując stabilne stopy](#) (2% dla stopy depozytowej) oraz komunikując „dobre pozycjonowanie polityki pieniężnej”. Wydźwięk przekazu prezes Lagarde w naszej ocenie potwierdza, że dla EBC

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

scenariusz stabilnych stóp pozostaje opcją bazową przy utrzymaniu opcji obniżki w przypadku pogorszenia sytuacji gospodarczej.

- Póki co dane gospodarcze ze strefy euro, w tym umiarkowane tempo wzrostu PKB w III kw. o 0,2% kw/kw uspokajają. Choć (wg informacji dla poszczególnych gospodarek) wyniki eksportu w III kw. pogorszyły się, a konsumpcja prywatna pozostała słabsza, pozytywnie zaskoczyły wyniki inwestycji, co może wskazywać na stabilizujący koniunkturę efekt poluzowania polityki pieniężnej EBC. Na potrzebę dalszych obniżek stóp nie wskazują także dane inflacyjne, wg wstępnego szacunku w październiku inflacja HICP lekko obniżyła się do 2,1% r/r, a wskaźnik bazowy utrzymał się na wrześniowym poziomie 2,4%.
- W efekcie w skali tygodnia globalny indeks cen akcji MSCI lekko wzrósł o 0,6% (silniejsze wzrosty na początku tygodnia wobec spadków pod koniec tygodnia), przy wzroście w USA o 0,7% i spadku w strefie euro o 0,2%. Indeks dla rynków wschodzących wzrósł o 0,9%. „Jastrzębi” przekaz Fed osłabił amerykańskie obligacje, których rentowności wzrosły o ok. 8 pkt. baz., w przypadku 10-latek do 4,08%. W przypadku grudniowego posiedzenia FOMC oczekiwania rynkowe wyceniają obecnie obniżkę stóp rzędu 17 pkt. baz., jednocześnie w perspektywie połowy 2026 r. skala oczekiwanego luzowania zmniejszyła się o ok. 25 pkt. baz.
- Bardziej „jastrzębi” przekaz Fed i zgodny z oczekiwaniami przekaz EBC poskutkowały wzmocnieniem kursu dolara (w relacji do koszyka walut) o 0,3%, co łącznie z osłabieniem euro o 0,4% przesunęło kurs euro wobec dolara w kierunku 1,155 USD/EUR.
- Przez większą część tygodnia sytuacja na rynku krajowym przebiegała pod dyktando globalne. Pozytywne nastroje najpierw wspierały GPW i kurs złotego a „jastrzębi” Fed i wzrosty rentowności w USA podwyższyły rentowności papierów krajowych. Pod koniec tygodnia pogorszenia nastrojów globalnych osłabiło WIG (który ostatecznie w skali tygodnia praktycznie nie zmienił się) i złotego, który osłabił się o 0,6% w relacji do koszyka waluta. W niewielkim stopniu osłabił się względem euro wracając do poziomu 4,25 PLN/EUR, nieco silniej osłabiając się wobec dolara (3,69 PLN/USD).
- Negatywny wpływ wzrostu rentowności amerykańskich na krajowy rynek obligacji złagodziła pod koniec tygodnia publikacja niższej od prognoz inflacji CPI wg szacunku *flash* i wzmocnieniu oczekiwań na obniżki stóp NBP. Według wstępnego szacunku [CPI obniżył się w październiku do 2,8%](#) przy silniejszym szacowanym spadku inflacji bazowej do 2,9% – 3,0% r/r, wobec 3,2% we wrześniu.
- W rezultacie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych obniżyły się o 5 pkt. baz. do 4,32%. Stawki FRA spadły o 4-7 pkt. baz. w zależności od tenoru, a stawki IRS o 3-5 pkt. baz.
- Biorąc pod uwagę, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu w październiku prezes Glapiński dopuścił opcję obniżki stóp w listopadzie sądzimy, że październikowy spadek inflacji, w tym szacowane głębsze obniżenie się inflacji bazowej będą dla większości RPP przeważającym argumentem za kolejnym cięciem stóp. Prognozujemy, że w bieżącym tygodniu RPP obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w tym stopę referencyjną NBP do 4,25%.
- Zakładając, że w bieżącym tygodniu porozumienie fiskalne w USA nie zostanie osiągnięte i shutdown będzie kontynuowany, nadchodzące dni na rynkach powinny być umiarkowanie spokojne. Przy braku szerszego

spectrum danych (przede wszystkim kolejnych miesięcznych danych dot. zatrudnienia i bezrobocia w USA, których publikacja była zaplanowana na najbliższy piątek), kluczowe będą wyniki badań ankietowych (ISM, nastroje konsumentów wg Uniwersytetu Michigan) oraz dane firmy ADP dot. zatrudnienia w USA w sektorze prywatnym, jak również publikacje dot. tygodniowych danych dot. bezrobocia na poziomie poszczególnych stanów. W kontekście analizy wpływu dotychczasowych zmian w globalnym handlu bardzo ważne będą także wynik produkcji przemysłowej w Niemczech oraz dane dot. handlu zagranicznego Chin.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (4–5 listopada)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe NBP o 25 pkt baz., w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 4,25%.

Podczas ostatniej konferencji prasowej prezes Głapiński kilkakrotnie wskazał, że Rada podejmuje decyzję z posiedzenia na posiedzenie, i że nie deklaruje przyszłych ruchów Rady, jednocześnie jednak dopuścił możliwość obniżki stóp na kolejnym, listopadowym posiedzeniu, uzależniając ją od krótkoterminowych perspektyw inflacyjnych oraz od wyników projekcji NBP.

W naszej ocenie szalę za obniżeniem stóp o kolejne 25 pkt. baz. przechyliła publikacja wstępnego szacunku inflacji CPI za październik, która wskazała na obniżenie CPI do 2,8% (poniżej oczekiwań rynkowych) przy jednoczesnym szacowanym wyraźnym obniżeniu inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) do 2,9%–3,0% r/r w październiku wobec 3,2% r/r we wrześniu.

Dodając do tego stabilną dynamikę płac we wrześniu (brak niespodzianki *in plus*) oraz oczekiwane obniżenie prognozowane ścieżki inflacji na przełomie 2025 i 2026 r. w najnowszej projekcji NBP **wyduje nam się bardzo prawdopodobne, że w najbliższą środę dojdzie do ponownego poluzowania polityki monetarnej.**

Oczekujemy przerwy w bieżącym cyklu obniżek podczas grudniowego posiedzenia Rady.

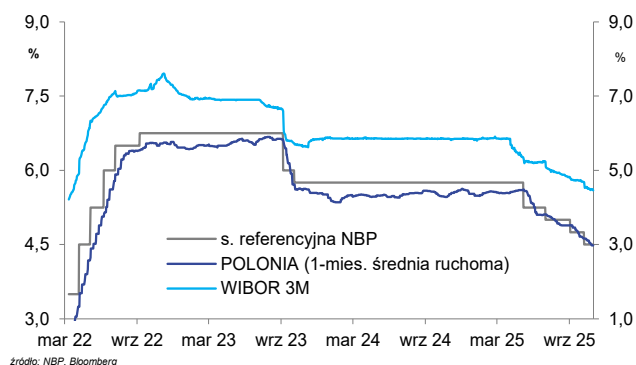
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 3 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		paź	49,1 pkt.	49,0 pkt.	-
wtorek 4 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes ECB Christine Lagarde		lis	-	-	-
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS*		wrz	7,227 mln	7,175 mln	-
środa 5 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		paź	52,9 pkt.	52,4 pkt.	-
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		wrz	-0,8% m/m	1,2% m/m	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych		lis	4,50% (ref)	4,25% (ref)	4,25% (ref)
15:15	US	Liczba nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym – raport ADP		paź	-32 tys.	52 tys.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi		paź	50,0 pkt.	51,8 pkt.	-
czwartek 6 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa		wrz	-4,3% m/m	2,8% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna		wrz	0,1% m/m	0,1% m/m	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP		lis	-	-	-
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych		lis	4,00%	4,00%	-
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych		lis	3,50%	3,50%	-
piątek 7 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport		paź	8,3% r/r	4,8% r/r	-
03:00	CHN	Import		paź	7,4% r/r	1,7% r/r	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, stopa bezrobocia, godzinowe wynagrodzenia*		paź	-	-	-
14:00	PL	Publikacja protokołu z październikowego posiedzenia RPP		paź	-	-	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan		paź	53,6 pkt.	55,0 pkt.	-
22:00	PL	Przegląd ratingu Polski przez S&P Global Rating		lis	-	-	-
niedziela 9 listopada				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Inflacja CPI		paź	-0,3% r/r	-0,2% r/r	-

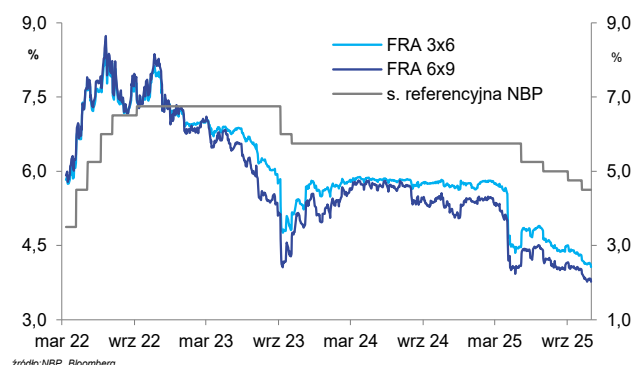
* publikacja najprawdopodobniej zostanie przesunięta ze względu na shutdown w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

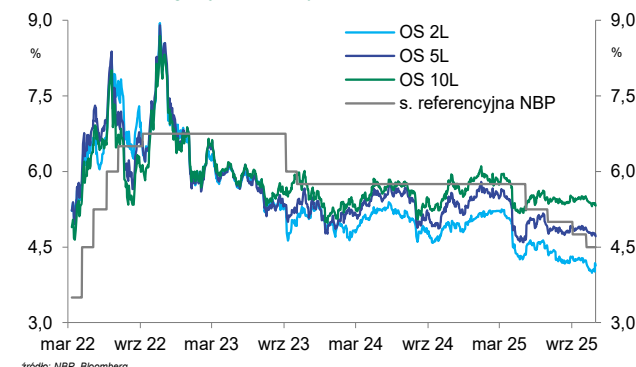
Krajowe stopy procentowe



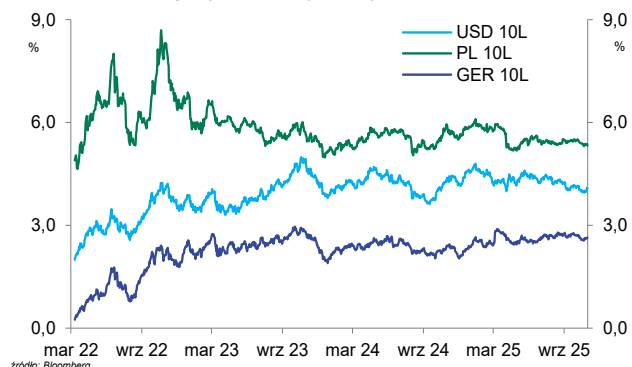
Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



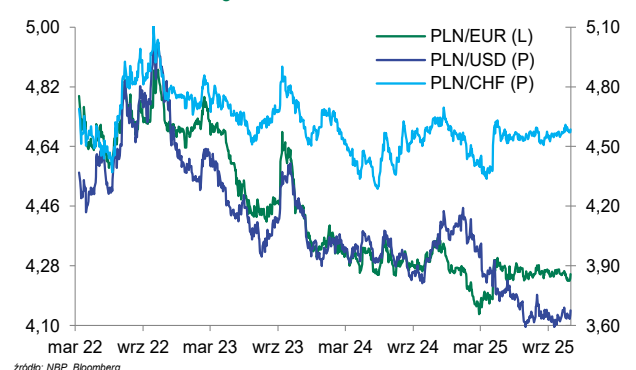
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



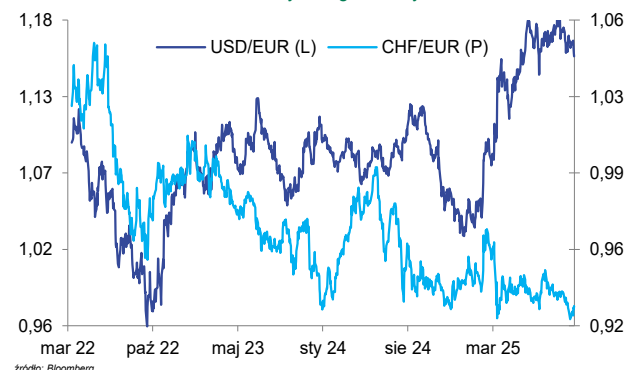
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



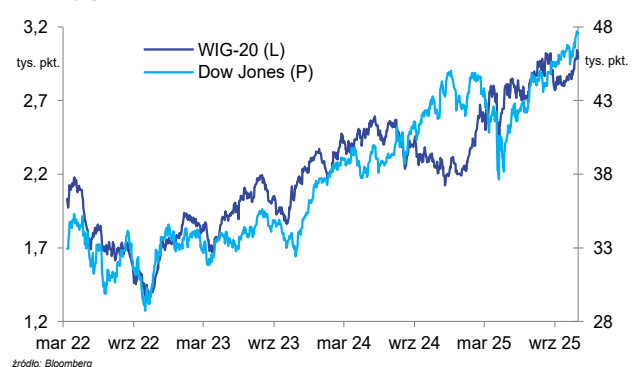
Notowania kursu złotego



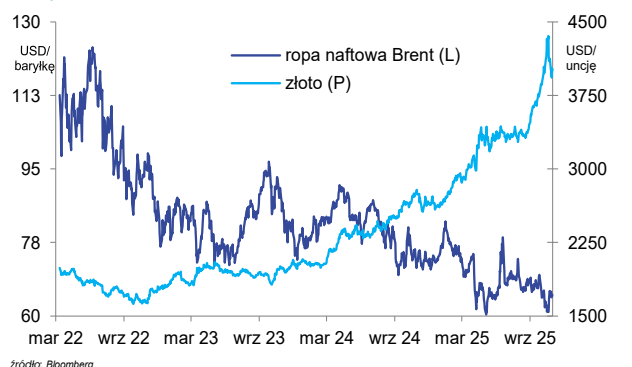
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

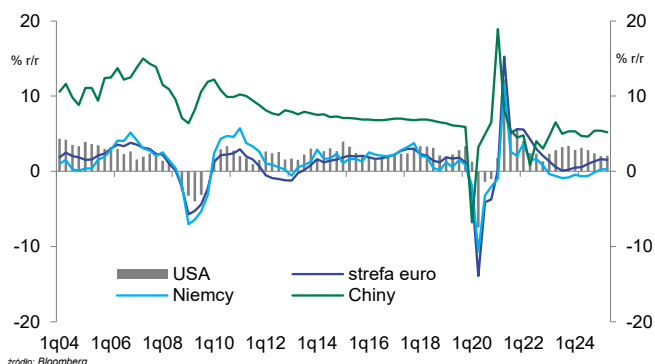


Ceny surowców

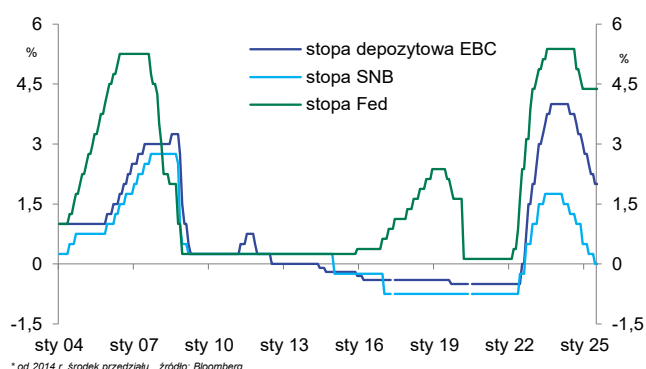


Sfera realna

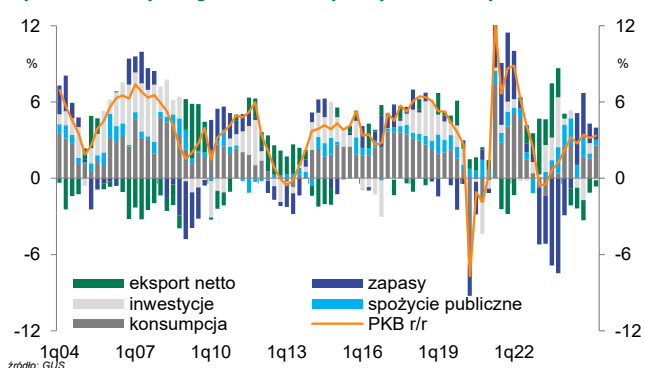
Wzrost PKB za granicą



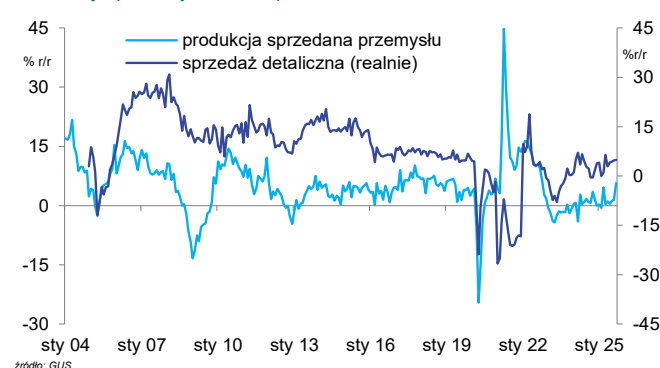
Stopy procentowe za granicą



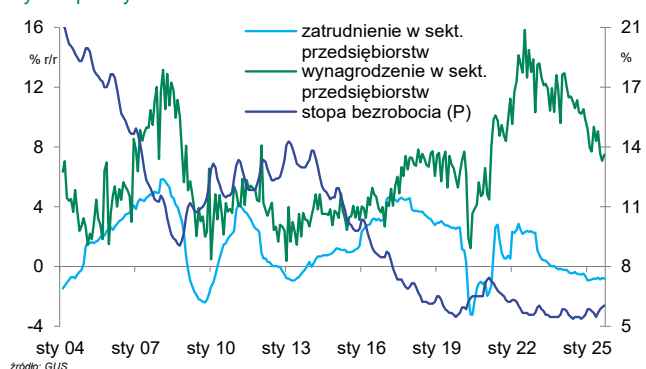
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



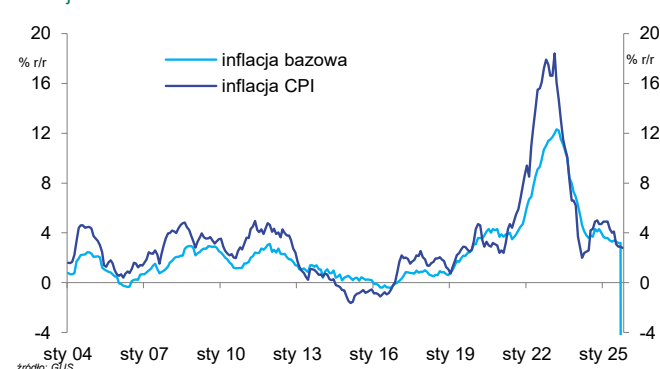
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



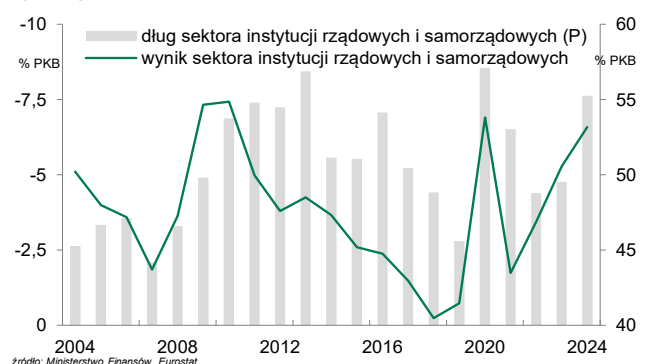
Rynek pracy



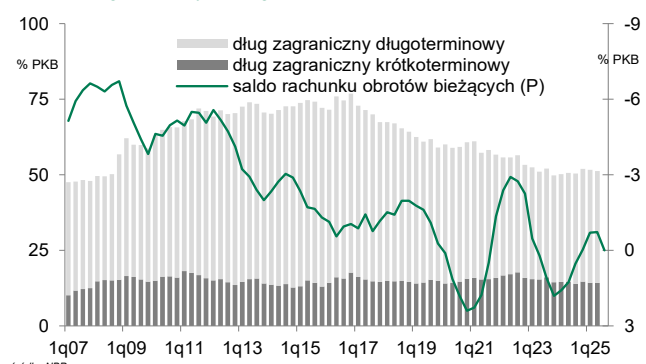
Intylacja



Sytuacja fiskalna



Konowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2025	24.10.2025	31.10.2025	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	4,47	4,46	4,25	4,15	4,05
FRA 3x6	%	4,29	4,14	4,07	-	-	-
FRA 6x9	%	4,00	3,82	3,77	-	-	-
FRA 9x12	%	3,80	3,72	3,68	-	-	-
IRS 2L	%	4,11	3,99	3,96	-	-	-
IRS 5L	%	4,18	4,08	4,04	-	-	-
IRS 10L	%	4,55	4,44	4,41	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,19	4,04	4,13	4,05	4,00	3,85
Obligacje skarbowe 5L	%	4,84	4,78	4,72	4,70	4,65	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,37	5,32	5,30	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,24	4,25	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,63	3,65	3,68	3,68	3,70	3,73
PLN/CHF	PLN	4,56	4,58	4,58	4,59	4,57	4,57
USD/EUR	USD	1,17	1,16	1,15	1,16	1,15	1,14
Stopa Fed	%	4,25	4,25	4,00	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	4,00	4,08	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,71	2,63	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 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.