

KOMENTARZ TYGODNIOWY

7 listopada 2025

Dalsze ograniczenie globalnego optymizmu. RPP nie zaskoczyła i obniżyła stopy o 25 pkt. baz.

- W mijającym tygodniu utrzymywała się rozpoczęta pod koniec tygodnia wcześniejszego korekta nastrojów rynkowych. Z początkiem tygodnia skala spadków cen aktywów o wyższym profilu ryzyka była nieznaczna, przy publikacji niezłych danych dot. wskaźników koniunktury (ISM w USA, globalny indeks PMI) i wsparcia oczekiwań na łagodne spowolnienie gospodarki globalnej i tym samym przy dalszym ograniczeniu oczekiwań co do skali przyszłego poluzowania polityki pieniężnej Fed.

- W powyższy obraz wpisały się niezłe dane firmy ADP dot. zatrudnienia w sektorze prywatnym (wzrost w październiku po wrześniowym spadku). Publikowane jednak w czwartek tygodniowe dane dot. bezrobocia (publikacje na poziomie stanowym) wskazujące (wg ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych) na lekki wzrost bezrobocia oraz znaczący wzrost wskaźnika zwolnień w USA wg danych firmy Challenger poskutkowały ponownym wzrostem obaw co do stanu koniunktury na rynku pracy w USA i ponownie lekko zwiększyły oczekiwaną skalę obniżek stóp Fed.

- Po publikacji raczej słabszych wskaźników koniunktury PMI dla gospodarki chińskiej, dane dot. handlu zagranicznego Chin, wskazujące na osłabienie chińskiego eksportu dodatkowo wzmacniały niepewność dot. bieżącego stanu koniunktury gospodarczej i jej perspektyw.

- Według danych do czwartku, globalny indeks MSCI osłabił się o 1,5%, w tym w USA o 1,8% oraz w strefie euro o 1%. Jednocześnie podczas piątkowego handlu na rynku europejskim dominują wyraźne spadki. Spadkami rozpoczął się także dzisiejszy handel w USA. W minionych dniach lekko wzmocnił się zarówno dolar jak i euro (po 0,2% w relacji do koszyka walut) przy wzroście globalnej awersji do ryzyka. W rezultacie kurs euro wobec dolara utrzymał się w okolicach 1,155 USD/EUR okresowo obniżając się poniżej poziomu 1,15 USD/EUR (w momencie silniejszego spadku oczekiwań na grudniową obniżkę stóp Fed). Ten sam czynnik wpływał na zmienność rentowności obligacji skarbowych w USA, które ostatecznie w skali całego tygodnia praktycznie nie zmieniły się. Minimalnie wzrosły z kolei rentowności obligacji skarbowych Niemiec.

- Przy ostatecznie ograniczonych zmianach notowań na rynku walutowym oraz obligacji, także ceny aktywów krajowych nie zmieniły się istotnie. Ograniczonym zmianom sprzyjała także generalnie zgodna z oczekiwaniami [decyzja RPP o obniżce stóp o 25 pkt. baz.](#) (w tym stopy referencyjnej NBP do 4,25%) oraz przekaz prezesa Głapińskiego podczas czwartkowej konferencji prasowej.

- W trakcie konferencji prasowej prezes Głapiński kilkakrotnie bardzo mocno, podkreślał, że Rada nie będzie się kierować „zwyczajem” braku zmian stóp w grudniu i decyzja o zmianie stóp w ostatnim miesiącu roku jest możliwa. Jednocześnie jednak nie mamy wrażenia, szczególnie porównując wypowiedzi prezesa NBP z tymi sprzed miesiąca, że obniżka stóp na kolejnym (czyli

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

grudniowym) posiedzeniu jest scenariuszem bazowym dla Rady. Wydaje się, że po doświadczeniu silniejszego spadku inflacji CPI w październiku, Rada nie chciała sobie zamknąć opcji grudniowej obniżki, szczególnie przy efektach bazy, które mogą okresowo silniej obniżyć inflację w listopadzie, a publikacja tego wskaźnika ponownie będzie miała miejsce kilka dni przed posiedzeniem RPP.

- Ostateczny wynik listopadowej inflacji CPI, ewentualne decyzje URE dot. cen energii elektrycznej od stycznia 2026 r. (choć decyzja dot. stawek URE prawdopodobnie nie zostanie ogłoszona przed grudniowym posiedzeniem Rady) mogą wpłynąć na naszą ostateczną prognozę dot. decyzji Rady w grudniu, niemniej przy obecnym stanie wiedzy oceniamy, że prawdopodobieństwo redukcji stóp w grudniu jest niższe niż 50%. Podtrzymujemy dotychczasowy scenariusz, że do kolejnej obniżki stóp dojdzie w I kw. 2026 r. i przy już mniejszej zmienności inflacji CPI w trakcie roku, dalsze obniżki stóp (łącznie 75 pkt. baz. w 2026 roku) będą rozłożone w czasie.

- Scenariusz dalszych stopniowych obniżek stóp procentowych jest spójny z wynikami najnowszej [projekcji inflacyjnej NBP](#), zgodnie z którą w I. 2026 – 2027 inflacja CPI ma utrzymywać się w granicach przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu, a w II poł. roku ma obniżyć się lekko poniżej 2,5%.

- W efekcie sytuacja na krajowym rynku walutowym i rynku stopy procentowe w skali tygodnia nie zmieniły się wyraźnie. Kurs złotego lekko wzmocnił się w relacji do koszyka walut (o 0,2%), natomiast w relacji do euro wahał się w okolicach 4,25 PLN/EUR. Zmiany rentowności SPW nie przekroczyły 2 pkt. baz.

- Mocniej podkreślona opcja obniżki stóp w grudniu mogła być powodem spadku stawek FRA na krótkim końcu o 6 pkt. baz., jednocześnie w dłuższych terminach te stawki wzrosły o 7 pkt. baz. Być może takie zmiany wynikały ze wskazania przez prezesa NBP (nie wprost) na możliwość redukcji stóp w okolice poziomu 4,0% (dla stopy referencyjnej NBP) co jest wyższym poziomem wobec dominujących na rynku (a także naszych) oczekiwań.

- Na dzisiejszy wieczór zaplanowana jest jeszcze aktualizacja ratingu Polski przez agencję Standard&Poor's. Po wcześniejszych obniżkach perspektywy ratingu przez Fitch i Moody's ewentualna rewizja w dół perspektywy ratingu S&P nie powinna mieć istotnego wpływu na krajowe aktywa.

- Na przyszły tydzień zaplanowana jest publikacja szacunku *flash* dynamiki PKB w III kw. Przy wyższej dynamice inwestycji, ale niższej konsumpcji prywatnej, oczekujemy niewielkiej skali wzrostu dynamiki PKB do 3,5% r/r względem wyniku z II kw. Istotna będzie także ostateczna publikacja październikowej inflacji, która da więcej informacji dot. powodów spadku (i oceny ich trwałości) inflacji bazowej.

- Brak porozumienia w kwestii polityki fiskalnej w USA implikuje wydłużenie shutdownu w USA do rekordowo długiego okresu i tym samym ponownie prawdopodobny brak publikacji ważnych danych makroekonomicznych (w tym dot. inflacji CPI). Choć mniej ważne niż dane z USA, to istotne dla oceny globalnej koniunktury będą natomiast listopadowe dane z chińskiej gospodarki.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB w III kw. 2025 r. (13 listopada)

Oczekujemy, że dynamika PKB w III kw. br. lekko przyspieszyła do 3,5% r/r z 3,4% odnotowanych w II kw.

Po korekcyjnym, bardzo silnym odbiciu dynamiki spożycia gospodarstw domowych w II kw., w III kw. oczekujemy lekkiego osłabienia tej dynamiki, zgodnie z nieco wolniejszym wzrostem sprzedaży detalicznej. Jednocześnie w III kw. oczekujemy ponownego wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe biorąc pod uwagę coraz więcej sygnałów zwiększania skali wydatkowania funduszy UE (w tym KPO) na projekty inwestycyjne. Zakładamy, że notowana bardzo silna zmienność dynamiki inwestycji w okresie 4 kw. ub.r. – 2 kw. br. wynikała z dużej zmienności inwestycji publicznych, na które okresowo wpływają terminy realizacji dużych inwestycji zbrojeniowych, które ponadto – zgodnie z metodologią rachunków narodowych – rejestrowane są wg. tzw. metody memoriałowej.

Biorąc pod uwagę wyniki badania NBP Szybki Monitoring dot. stanu zapasów firm zakładamy niższą kontrybucję tej kategorii we wzrost, niemniej spora zmienność tych danych w ostatnich kwartałach pozostawia wysokie ryzyko dla tych założeń i tym samym przekłada się na ryzyko nieco mocniejszego wzrostu PKB w III kw. wobec prognozy bazowej.

		3q24	4q24	1q25	2q25	3q25P
PKB		2,8	3,4	3,2	3,4	3,5
popyt krajowy		4,6	5,3	4,6	4,0	4,3
konsumpcja prywatna	% r/r	0,2	3,5	2,5	4,4	3,7
spożycie publiczne		5,2	7,6	2,0	2,1	2,5
inwestycje		-4,3	-6,9	6,3	-1,0	4,4
konsumpcja prywatna		0,1	1,7	1,6	2,6	2,1
spożycie publiczne		1,0	1,6	0,4	0,4	1,0
inwestycje	kontrybucja	-0,7	-1,7	0,8	-0,2	0,6
zapasy	pkt. proc.	4,1	3,4	1,5	1,0	0,3
eksport netto		-1,7	-1,6	-1,1	-0,5	-0,4
wartość dodana		2,3	2,5	2,2	3,0	3,2
przemysł		1,2	1,7	1,0	1,6	4,5
budownictwo	% r/r	-3,0	-7,8	0,8	-0,2	-0,5
handel i naprawy		-1,2	2,8	1,7	5,9	3,2

Źródła: GUS, BOŚ Bank

*prognoza sprzed publikacji flash

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

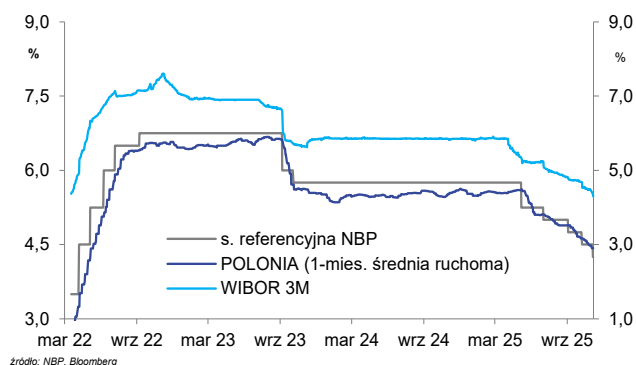
piątek 7 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
22:00	PL	Przegląd ratingu Polski przez S&P Global Rating	-	-	-	-
niedziela 9 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Inflacja CPI	paź	-0,3% r/r	-0,2% r/r	-
czwartek 13 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	3,0% r/r	3,7% r/r	3,5% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	wrz	-1,2% m/m	-1,6% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	wrz	-2,147 mld EUR	-1,422 mld EUR	-0,728 mld EUR
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI*	paź	3,0% m/m	-	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI*	paź	3,0% m/m	-	-
piątek 14 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	paź	6,5% r/r	-	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	paź	3,0% r/r	-	-
03:00	CHN	Inwestycje	paź	-0,5% r/r	-	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	paź	2,8% r/r (wst.)	-	2,8% r/r
11:00	EMU	Dynamika PKB (rew.)	II kw.	0,2% kw/kw (wst.)	-	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna*	paź	-	-	-
poniedziałek 17 listopada			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	paź	3,2% r/r	3,2% r/r**	2,9% – 3,0% r/r***

* publikacja zostanie przesunięta na późniejszy termin ze względu na shutdown w USA

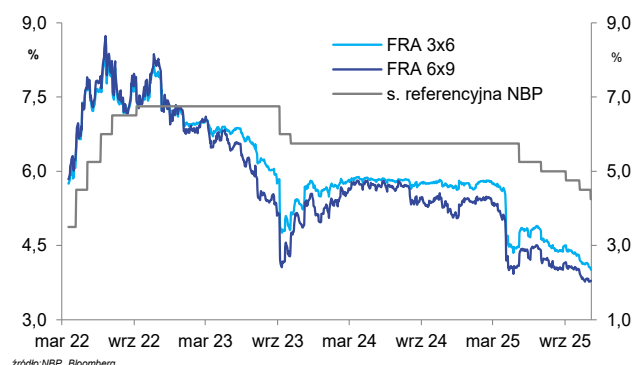
prognoza sprzed publikacji flash CPI, *szacunek na podstawie danych z flash CPI w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

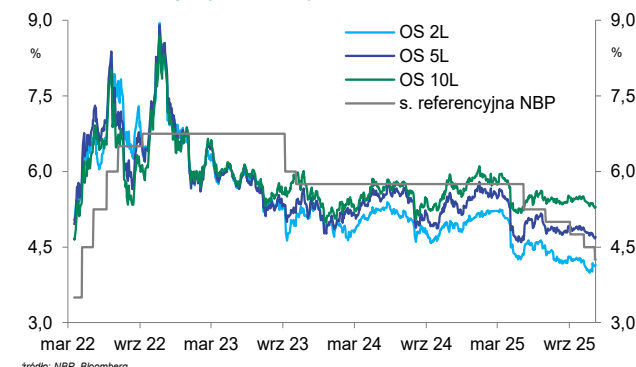
Krajowe stopy procentowe



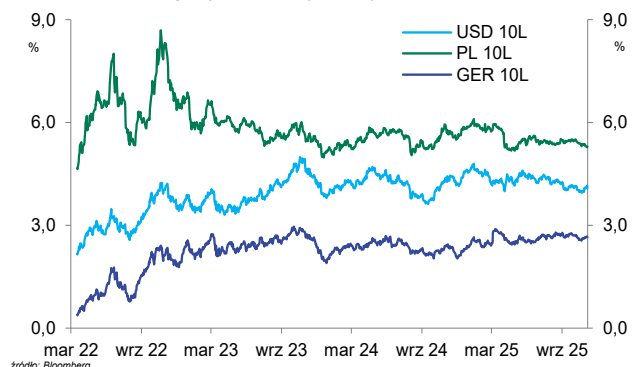
Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



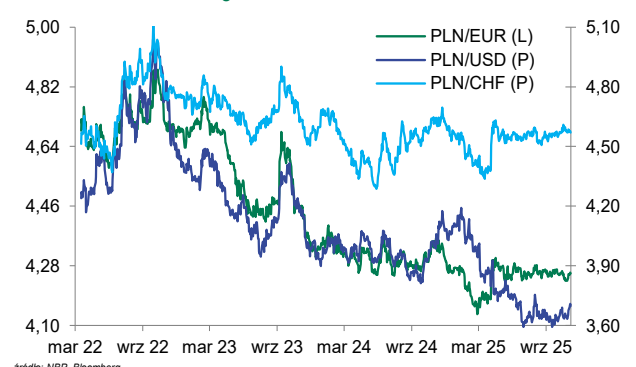
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



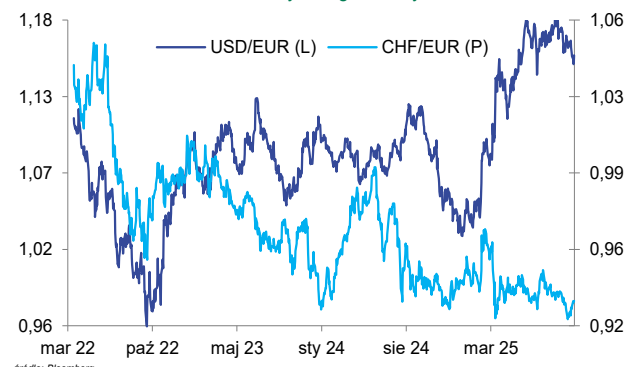
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



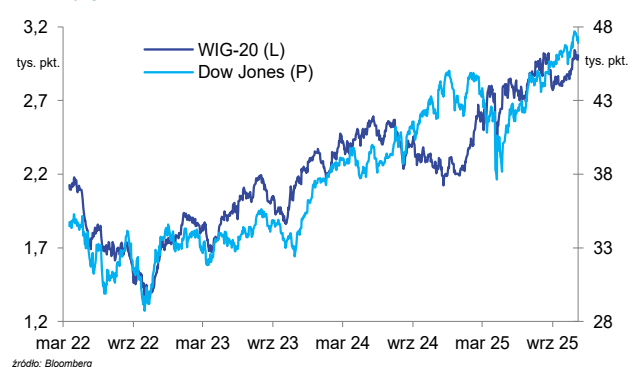
Notowania kursu złotego



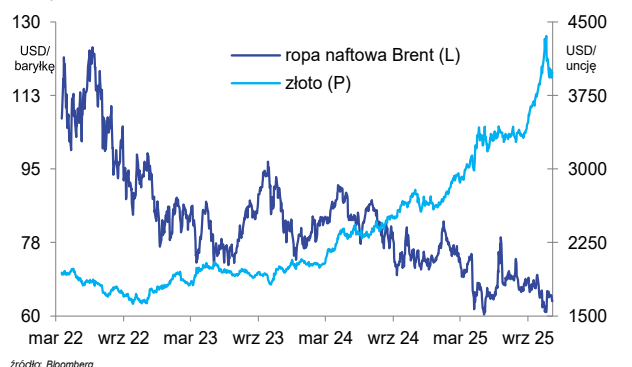
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

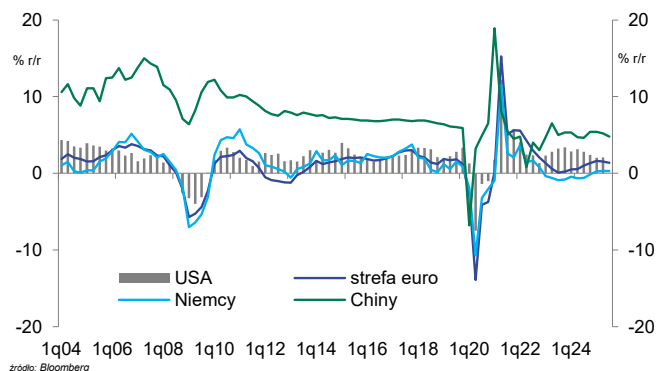


Ceny surowców

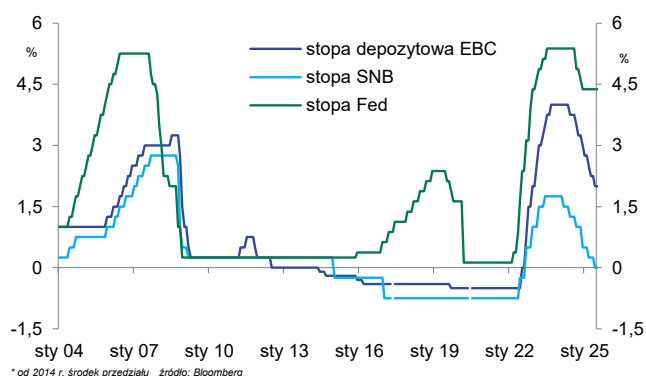


Sfera realna

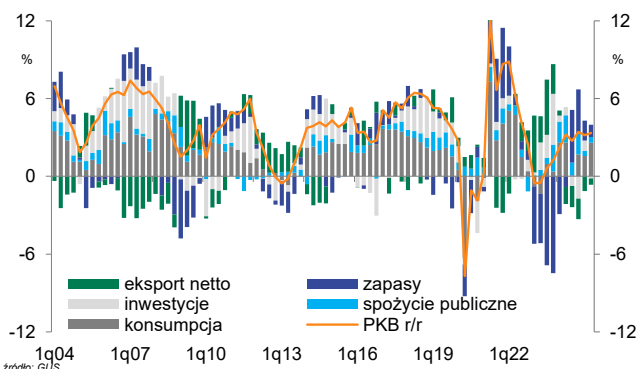
Wzrost PKB za granicą



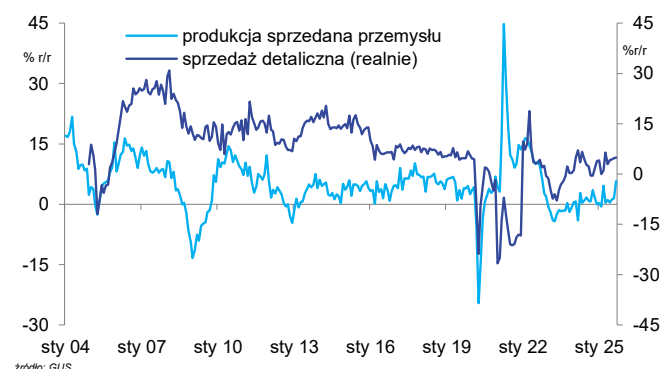
Stopy procentowe za granicą



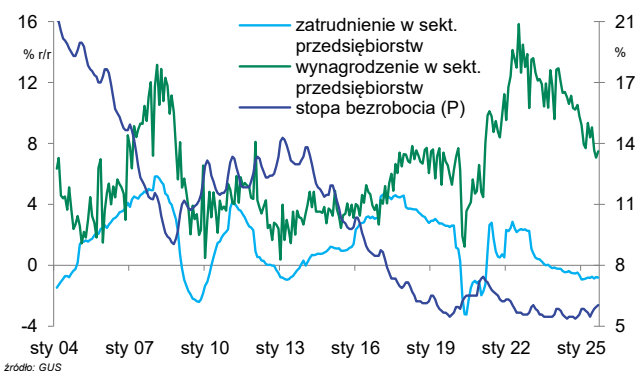
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



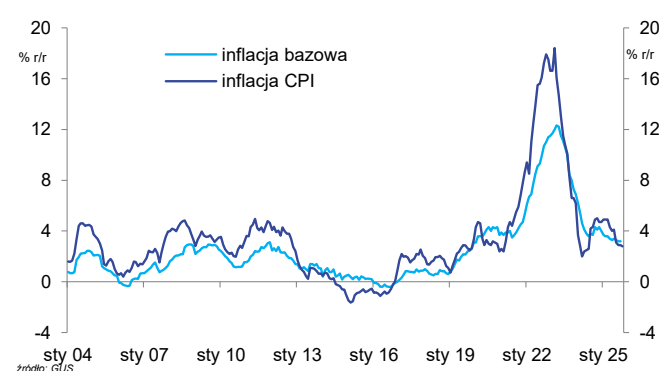
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



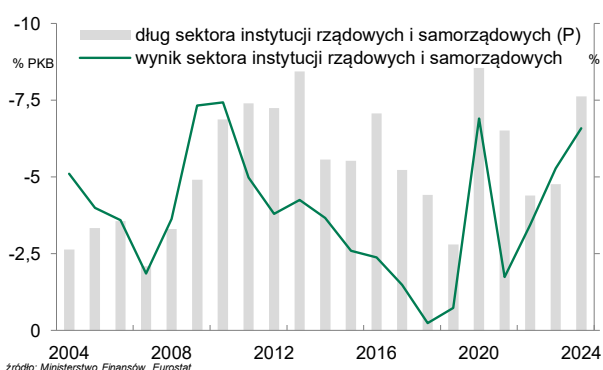
Rynek pracy



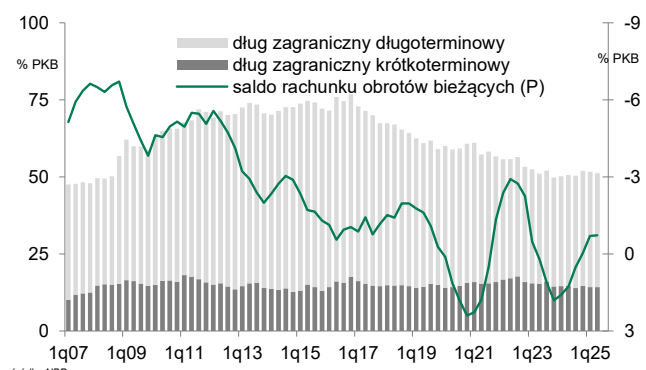
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Konrowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2025	30.10.2025	06.11.2025	30.11.2025	31.12.2025	31.03.2026
Stopa lombardowa NBP	%	5,00	5,00	4,75	4,75	4,75	4,50
Stopa referencyjna NBP	%	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,00
Stopa depozytowa NBP	%	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50
WIBOR 3M	%	4,46	4,48	4,30	4,25	4,15	4,05
FRA 3x6	%	4,07	4,12	4,01	-	-	-
FRA 6x9	%	3,77	3,83	3,79	-	-	-
FRA 9x12	%	3,68	3,73	3,75	-	-	-
IRS 2L	%	3,96	4,00	3,99	-	-	-
IRS 5L	%	4,04	4,08	4,09	-	-	-
IRS 10L	%	4,41	4,44	4,45	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,13	4,18	4,14	4,05	4,00	3,85
Obligacje skarbowe 5L	%	4,72	4,77	4,70	4,70	4,65	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,32	5,37	5,30	5,30	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,25	4,24	4,26	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,68	3,65	3,70	3,70	3,70	3,73
PLN/CHF	PLN	4,58	4,57	4,57	4,59	4,57	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	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	%	4,08	4,10	4,08	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,63	2,64	2,65	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.