

KOMENTARZ TYGODNIOWY

20 października 2025

Nieco lepsze nastroje rynkowe pomimo widma osłabienia aktywności światowej gospodarki.

- Miniony tydzień przyniósł pewne uspokojenie nastrojów na globalnym rynku finansowym po wzroście awersji do ryzyka i tąpnięciu na giełdach akcji tydzień wcześniej. Informacje wskazujące, że chińskie restrykcje dot. eksportu metali ziem rzadkich mogą być złagodzone, a retorsje USA w postaci 100-proc. ceł nie zostaną wprowadzone 1 listopada, przyniosły od początku minionego tygodnia spadek awersji do ryzyka i pozytywne odreagowanie na rynkach akcji. Jednocześnie na rynkach narasta przekonanie o nadchodzącym spowolnieniu aktywności gospodarczej na świecie (trwający shutdown w USA, opóźniony wpływ protekcjonizmu w handlu) co wspierało kontynuację stopniowego obniżania rentowności długoterminowych obligacji skarbowych.
- Dzięki lekkiej poprawie nastrojów rynkowych w minionym tygodniu globalny indeks MSCI akcji wzrósł w skali tygodnia o 1,2%. Najsilniejsze pozytywne odreagowanie nastąpiło w USA ze wzrostem MSCI o 1,7% w skali tygodnia, pomimo iż w trakcie tygodnia pojawiły się obawy o sytuację finansową kilku regionalnych banków w USA, co okresowo silnie obniżyło notowania akcji banków w USA. W strefie euro MSCI wzrósł w skali tygodnia o 0,9%, przede wszystkim za sprawą silnego (ponad 3%) wzrostu indeksu we Francji w reakcji na ubiegłotygodniowe odrzucenie przez parlament francuski wotum nieufności dla nowego rządu S. Lecornu (co oddała ryzyko przedterminowych wyborów parlamentarnych). Z kolei indeksy w Niemczech odnotowały spadek zapewne m.in. w reakcji na słabe wyniki gospodarki niemieckiej (słabe sierpniowe zamówienia w przemyśle). Na rynkach wschodzących miniony tydzień przyniósł lekki spadek (-0,4%) MSCI, głównie z sprawą spadku notowań akcji chińskich spółek.
- Pomimo zelżenia awersji do ryzyka w minionym tygodniu rentowności obligacji na rynkach bazowych kontynuowały trend spadkowy po wyraźnym spadku we wcześniejszym tygodniu. Dyskontowany wzrost prawdopodobieństwa pogłębienia osłabienia aktywności gospodarczej w nadchodzących kwartałach spowodował wzrost oczekiwań na poluzowanie polityki monetarnej Fed, lekko wsparty przez ubiegłotygodniowe wystąpienie prezesa Fed. Rynki dyskontują do lipca przyszłego roku łącznie 110 pkt. baz. obniżki stóp Fed. Także w przypadku EBC lekko wzrosły oczekiwania na dalsze poluzowanie polityki monetarnej, choć oczywiście skala tych oczekiwań jest zdecydowanie mniejsza niż w przypadku Fed – do czerwca przyszłego roku rynki wyceniają 18 pkt. baz. obniżki stóp EBC.
- W rezultacie w skali tygodnia rentowności obligacji 10-letnich w USA obniżyły się o kolejne 2 pkt. baz. do 4,01% (w trakcie tygodnia okresowo spadając poniżej 4%), a niemieckich – o 6 pkt. baz. do 2,59%, co częściowo było efektem przesunięcia w czasie zmian na poszczególnych rynkach).
- Miniony tydzień przyniósł lekką korektę po wcześniejszym wyraźnym umocnieniu dolara. W relacji do koszyka walut dolar stracił na wartości 0,3%. Z

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

kolei euro lekko zyskało na wartości (0,1%), czemu mogła sprzyjać oddalenie perspektywy przedterminowych wyborów parlamentarnych we Francji, po odrzuceniu wotum nieufności wobec rządu S. Lecornu. Dolar zakończył tydzień w okolicach powyżej 1,165 dolara ze euro vs. 1,163 USD/EUR tydzień wcześniej.

- Na sytuację na krajowym rynku przeważał wpływ czynników zewnętrznych. W skali tygodnia na wartości lekko stracił WIG (-0,2%), co po części było efektem przesunięcia czasowego (piątkowa poprawa na rynkach akcji w USA została odzwierciedlona dopiero dzisiaj). Na wartości zyskał kurs złotego wobec koszyka walut (0,7%), po osłabieniu we wcześniejszym tygodniu.

- Z kolei na rynku obligacji w kierunku dalszego obniżenia rentowności oddziaływał czynnik krajowy w postaci umacniania się oczekiwań rynkowych na kontynuację luzowania polityki monetarnej przez RPP na przełomie roku, co wyraźnie obniżyło krótkoterminowe kontrakty FRA, kontrakty IRS oraz rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej dochodowości (spadek o 9 pkt. baz. o 4,04% dla 2-latek). Dodatkowo sytuacja na rynkach bazowych obligacji i spadek awersji do ryzyka lekko wspierały długi koniec krzywej – ze spadkiem o 3 pkt. baz. rentowności obligacji 10-letnich poniżej 5,40%.

- Ubiegłotygodniowe stosunkowo liczne wypowiedzi członków RPP utrzymane były w bardzo ostrożnym tonie w odniesieniu do kolejnej obniżki stóp NBP już na najbliższym posiedzeniu Rady w listopadzie. Jednocześnie rynki za dobrą monetę mogły wziąć przeważające w tych wypowiedziach dopuszczenie takiej możliwości w listopadzie.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane nt. krajowej inflacji nie zaskoczyły – [potwierdziły na poziomie 2,9% wrześniową inflację CPI](#) oraz wskazały na stabilizację na poziomie 3,2% r/r inflacji bazowej. Lekkim wsparciem dla oczekiwań na kolejną obniżkę stóp NBP mogły być oznaki dalszego lekkiego obniżenia dynamiki cen usług we wrześniu. Opublikowana z początkiem bieżącego tygodnia [dynamika wynagrodzeń we wrześniu](#) (wzrost o 7,5% r/r vs. 7,1% r/r w sierpniu) jest raczej neutralna z punktu widzenia bilansu prawdopodobieństwa kolejnej obniżki stóp w listopadzie, z kolei [mocniejsze wyniki produkcji przemysłu](#) mogą lekko obniżyć to prawdopodobieństwo, choć ich waga dla RPP jest mniejsza niż indeksów inflacyjnych czy danych z rynku pracy.

- W bieżącym tygodniu na globalnym rynku finansowym nadal uważnie śledzone będą informacje nt. relacji handlowych USA – Chiny. Choć przekaz płynący z obu stron nieco uspokoił, niemniej kwestia przyszłych relacji handlowych (a szerzej gospodarczych i geopolitycznych) między USA a Chinami pozostaje otwarta.

- Z publikacji danych oczekiwana będzie opóźniona z powodu shutdownu publikacja wrześniowej inflacji CPI w USA oraz wstępne szacunki wskaźników koniunktury PMI za październik – zarówno ze strefy euro, jak i z USA.

- W Polsce, po rozpoczętej dzisiaj serii publikacji danych nt. wrześniowych wyników opisujących aktywność w polskiej gospodarce (wynagrodzenia, zatrudnienie i produkcja przemysłu) kolejne dni przyniosą publikacje dot. produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej.

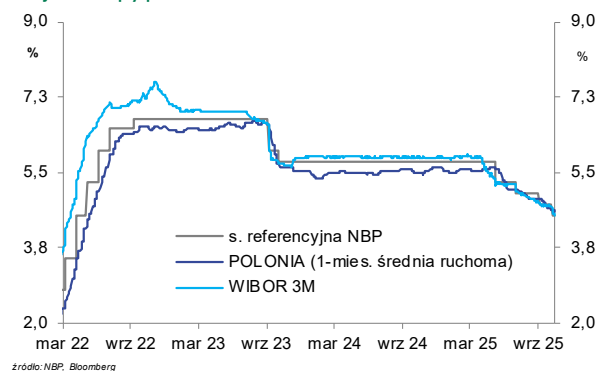
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 21 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	wrz	-6,9% r/r	-2,3% r/r	-0,6% r/r
13:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Christine Lagarde	paź	-	-	-
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych	paź	6,50%	6,50%	-
środa 22 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	wrz	3,0% r/r	6,8% r/r	7,1% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	wrz	11,1% r/r	11,2% r/r	11,1% r/r
14:25	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Christine Lagarde	paź	-	-	-
czwartek 23 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	wrz	5,5%	5,6%	5,7%
14:00	EU	Szczyt Unii Europejskiej	paź	-	-	-
piątek 24 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	EU	Szczyt Unii Europejskiej	paź	-	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	49,5 pkt.	48,5 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	51,5 pkt.	52,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	49,8 pkt.	49,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	51,3 pkt.	51,4 pkt.	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI	wrz	2,9% m/m	2,9% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI	wrz	3,1% m/m	3,1% m/m	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	paź	52,0 pkt.	51,9 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	paź	54,2 pkt.	53,5 pkt.	-
poniedziałek 20 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	wrz	87,7 pkt.	89,3 pkt.	-

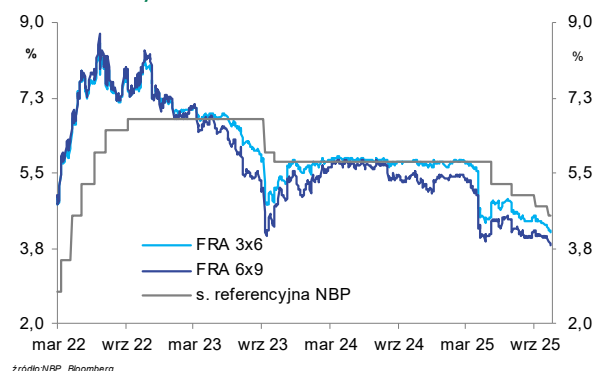
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

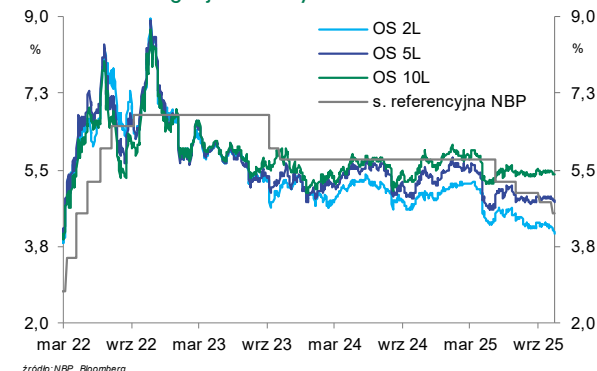
Krajowe stopy procentowe



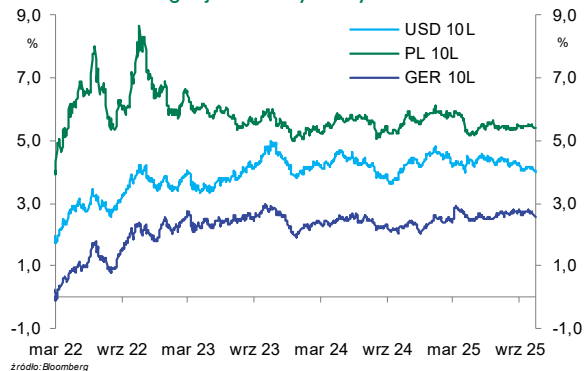
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



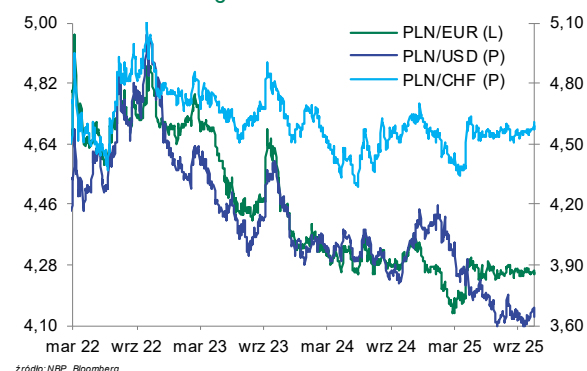
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



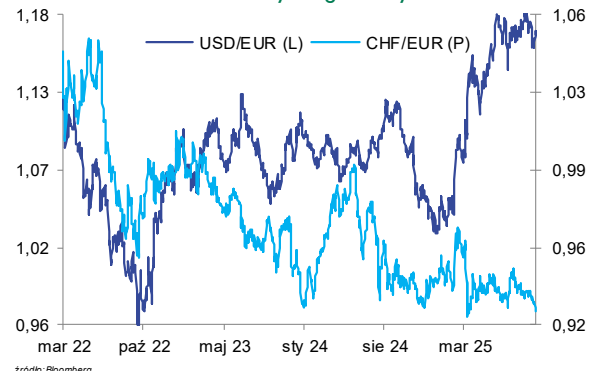
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



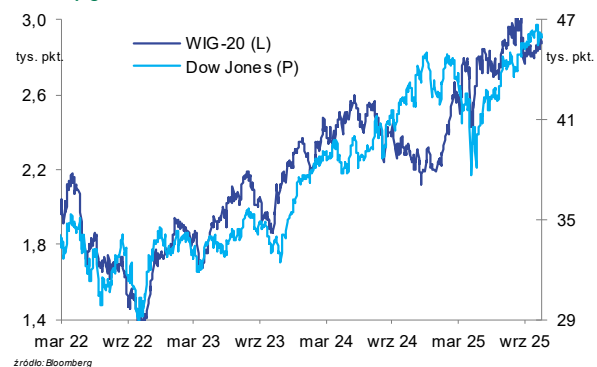
Notowania kursu złotego



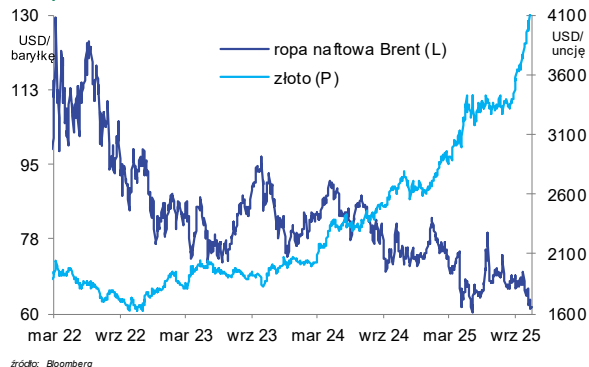
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

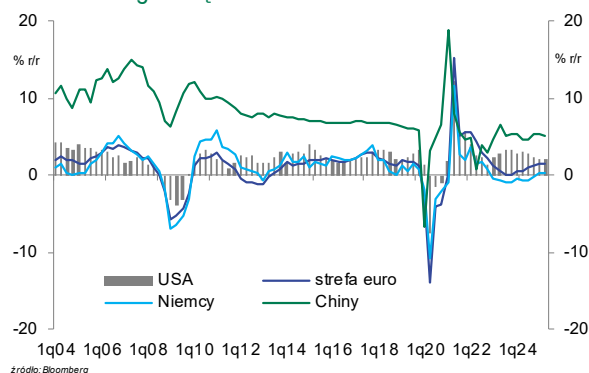


Ceny surowców

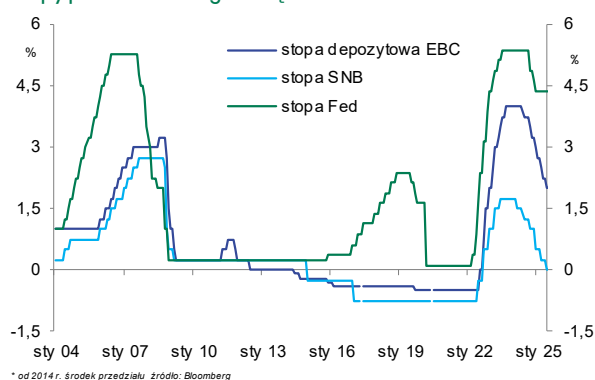


Sfera realna

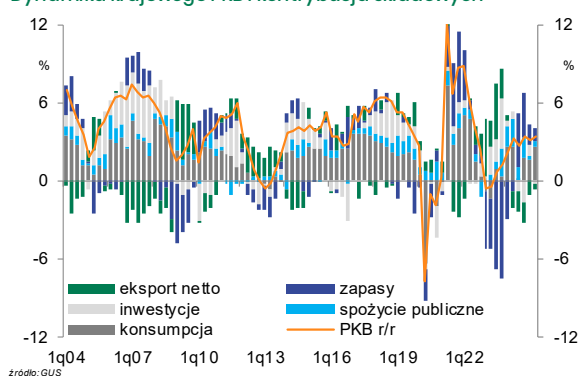
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



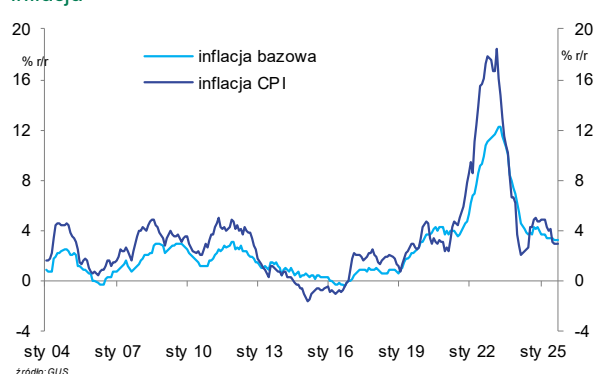
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



Rynek pracy



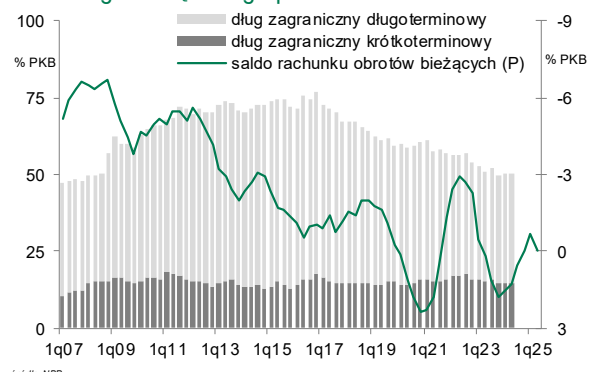
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2025	10.10.2025	17.10.2025	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	4,54	4,50	4,30	4,25	4,30
FRA 3x6	%	4,29	4,18	4,13	-	-	-
FRA 6x9	%	4,00	3,90	3,82	-	-	-
FRA 9x12	%	3,80	3,79	3,72	-	-	-
IRS 2L	%	4,11	4,07	3,99	-	-	-
IRS 5L	%	4,18	4,15	4,09	-	-	-
IRS 10L	%	4,55	4,53	4,47	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,19	4,13	4,04	3,95	3,90	4,00
Obligacje skarbowe 5L	%	4,84	4,81	4,79	4,65	4,60	4,60
Obligacje skarbowe 10L	%	5,46	5,42	5,39	5,25	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,27	4,26	4,26	4,28	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,63	3,68	3,64	3,69	3,74	3,81
PLN/CHF	PLN	4,59	4,57	4,61	4,59	4,60	4,59
USD/EUR	USD	1,18	1,16	1,17	1,16	1,15	1,13
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	%	4,05	4,03	4,01	4,05	4,00	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,70	2,64	2,58	2,60	2,60	2,50

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.