Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

26 października 2026

Wyraźny wzrost globalnej awersji do ryzyka. W bieżącym tygodniu posiedzenia Fed i 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

- Miniony tydzień przyniósł wyraźny wzrost globalnej awersji do ryzyka na co wpłynęła kolejna fala obaw dot. sytuacji spółek technologicznych oraz rosnący niepokój dot. rozwoju sytuacji na Bliskim Wschodzie. Dodatkowo protesty w kolejnych krajach europejskich (Włochy, Hiszpania), choć w nieporównanie mniejszej skali niż we Francji, poskutkowały dalszym wzrostem rentowności obligacji tych krajów, silniej osłabiając notowania aktywów europejskich.

- W minionym tygodniu solidnie wzrosły ceny ropy naftowej zarówno ceny spot jak i kontraktów 1-mies. (do 117 USD/baryłkę), co najprawdopodobniej było efektem rosnących obaw przez wznowieniem ataków USA na Iran (dywagacje prezydenta Trumpa pod koniec tygodnia). Brak takich działań w weekend przełożył się na skokowy spadek cen (ponownie poniżej 110 USD/baryłkę Brent w kontraktach 1M). W trakcie minionego tygodnia wciąż rosły natomiast ceny gazu na rynku europejskim, które w przypadku stawek spot przekroczyły poziom 90 EUR/MWh - po raz pierwszy od grudnia 2022 r.

- W tych warunkach oraz z powodu silniejszej przeceny spółek technologicznych globalny indeks cen akcji MSCI obniżył się drugi tydzień z rzędu tracąc 0,7%., choć w minionym tygodniu największe spadki odnotowały rynki europejskie (-2,0% MSCI dla strefy euro) oraz rynki wschodzące (-2,5% w przypadku MSCI EM).

- Kumulacja dwóch czynników tj. wzrostu ryzyka geopolitycznego oraz niepewności dot. średniookresowych perspektyw gospodarczych i finansowych w aspekcie rozwoju AI poskutkowała w minionym tygodniu wyraźnym spadkiem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności papierów 10-letnich w USA obniżyły się poniżej 5,0%, a papierów niemieckich spadły do 3,34%. Skokowo (o 20 pkt. baz.) wzrosły natomiast rentowności obligacji francuskich przekraczając poziom 5,0%.

- Zmiany poziomu awersji do ryzyka w słabszym stopniu wpływały na rynek walutowy, na którym wartość dolara w relacji do koszyka walut nie zmieniła się, a euro osłabło minimalnie. W rezultacie, choć kursu euro wobec dolara lekko obniżył się, to pozostał powyżej 1,12 USD/EUR.

- Być może taka sytuacja wynikała z praktycznie równoległych przesunięć oczekiwań rynkowych co do decyzji Fed i EBC. Wzrost globalnej awersji do ryzyka ponownie lekko osłabił prognozy rynkowe dot. skali przyszłych podwyżek stóp. Na koniec minionego tygodnia nie tylko jako minimalne oceniano szanse na podwyżki stóp na posiedzeniach Fed i EBC w bieżącym tygodniu, ale spadło także oceniane prawdopodobieństwo podwyżek stóp w grudniu do 80% - 85% ze 100% na koniec tygodnia wcześniejszego.

- W ograniczonym stopniu na sytuację rynkową wpłynęły publikacje wstępnych danych dot. październikowych wskaźników koniunktury PMI

Klauzula poufności: BOŚ jawne

w gospodarkach rozwiniętych. W przypadku USA spadek wskaźnika *composite* o 0,8 pkt. do 57,6 pkt. nie zmienia obrazu podtrzymania na początku IV kw. solidnego wzrostu PKB. W przypadku strefy euro spadek ten był nieco głębszy (1,3 pkt. do 51,9 pkt.) i może oznaczać osłabienie dynamiki PKB poniżej przeciętnych poziomów. Z drugiej strony w październiku bardzo mocno obniżyły się wskaźniki koniunktury we Francji (zapewne w kontekście protestów społecznych), co na obecnym etapie jest trudne do kwantyfikowania w kontekście trwałości wpływu na sytuację gospodarczą. Wzrost cen surowców wpłynął na solidne wzrosty subindeksów kosztów produkcji w obu regionach, niemniej w przypadku USA równie mocno wzrosły ceny sprzedaży, a w przypadku strefy euro wzrost tego subidneksu był niższy.

- W minionym tygodniu krajowe aktywa finansowe podążały za trendami wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Być może także coraz mocniej ciąży im niepewność geopolityczna regionu w kontekście polityki USA wobec Rosji i Ukrainy. W efekcie indeks WIG stracił na wartości 1,8%, a kurs złotego w relacji do koszyka walut 0,9%. Kurs złotego wobec euro minimalnie przekroczył pod koniec tygodnia poziom 4,40 PLN/EUR. Rentowności obligacji skarbowych wzrosły o 6 pkt. baz. w przypadku papierów 2-letnich oraz o 11 pkt. baz. w przypadku 10-latek, spread 10-letnich stawek IRS wobec papierów SPW wzrósł o 12 pkt. baz. Stawki FRA zmieniły się minimalnie.

- W kolejnych wypowiedziach członków RPP utrzymywała się ostrożność dot. listopadowej decyzji Rady. O ile dalszy wzrost cen surowców oraz ograniczony spadek październikowej inflacji CPI, jak i oczekiwany w październiku wzrost inflacji bazowej mogą być argumentami za podwyżką stóp NBP, to już pewna zmiana nastrojów globalnych dot. zacieśnienia polityki pieniężnej Fed i EBC oraz publikacje danych wrześniowych ze sfery realnej gospodarki polskiej pozwalają Radzie utrzymać postawę *wait-and-see*.

- Z punktu widzenia RPP najważniejsze są zapewne dane z rynku pracy, które we wrześniu potwierdziły stagnację zatrudnienia, utrzymanie stabilnej i niższej dynamiki płac, przy jednocześnie niskim ryzyku wzrostu stopy bezrobocia. Dane dot. sprzedaży detalicznej wspierają założenie negatywnego wpływu wzrostu inflacji na siłę nabywczą dochodów i tym samym konsumpcji prywatnej, ale też nie wskazują na pogłębienie spadku tej dynamiki. We wrześniu nieco powyżej oczekiwań wzrosła dynamika produkcji przemysłowej, z kolei tąpnięcie wrześniowej produkcji budowlanej (podobnie jak w lipcu) jest trudne do wytłumaczenia. Drugi raz GUS w notatce wskazał na problem nieregularności rozliczeń. O ile słabe dane z budownictwa mogłyby podważać prognozy silnego wzrostu inwestycji, to takiego obrazu nie potwierdza szereg innych wskaźników (nastroje firm budowlanych, dane dot. realizacji projektów współfinansowanych ze środków UE, wydatki majątkowe budżetu państwa i JST).

- Kluczowe wydarzenia bieżącego tygodnia to posiedzenia FOMC oraz EBC. Przy dominujących oczekiwaniach stabilizacji stóp, rosnącej niepewności globalnej, ważniejsze będą zapewne wystąpienia prezesów Fed i EBC podczas konferencji prasowej i ocena perspektyw decyzji w kolejnych miesiącach.

- Bieżący tydzień będzie także obfitował w publikacje istotnych wskaźników makroekonomicznych, w tym wstępne wyniki PKB w III kw. w strefie euro i USA, wrześniowe dane dot. wskaźnika PCE i wydatków konsumentów w USA, wskaźniki koniunktury PMI w Chinach.

- Na sytuację rynkową cały czas istotnie będzie wpływać niepewność dot. sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie i wraz ze zbliżającym się terminem wyborów połówkowych, które uważane są za datę graniczną konkretniejszych decyzji USA dot. ewentualnego wznowienia ataków na Iran, może utrzymywać się podwyższona nerwowość inwestorów.

- Pod koniec tygodnia opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji CPI. Oczekujemy lekkiego spadku inflacji do 3,9% r/r, przy jednoczesnym wzroście inflacji bazowej do około 3,5% r/r. Niewielka skala spadku indeksu CPI w październiku oraz wzrost inflacji bazowej mogą rozczarować członków Rady, nie wydaje się jednak, aby w świetle dotychczasowego przekazu członków RPP, przeważyły za podwyżką stóp w listopadzie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie komitetu Otwartego Rynku Fed (27 - 28 października)**

Oczekujemy, że FOMC pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym przedział dla stopy funduszy federalnych na poziomie 3,75% - 4,00%.

Choć wzrost wrześniowej inflacji CPI jest argumentem za dalszym zaostrzeniem polityki monetarnej, to zakładamy, że większość członków komitetu będzie wolała z kolejną decyzją wtrzymać się do kolejnego posiedzenia w grudniu.

Za taką decyzją przemawiają nieco słabsze dane dot. rynku pracy, umiarkowany wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów, wzrost globalnej awersji do ryzyka, chęć zapoznania się z aktualnymi prognozami gospodarczymi w grudniu jak również zaplanowane na 3 listopada wybory połówkowe w USA. Zwyczajowo Fed unikał zmian parametrów polityki pieniężnej w okresach wyborczych.

Z taką oceną sytuacji (tj. wstrzymania się z ewentualnymi zmianami stóp do grudnia) spójne są dotychczasowe wypowiedzi członków FOMC.

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (29 października)**

Oczekujemy, że rada EBC pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie., w tym stopę depozytową na poziomie 2,50%.

Choć wyższe od prognoz wskaźniki inflacji oraz wyższe ceny surowców pogarszające krótkoterminowe prognozy wskaźnika cen są argumentem za dalszym zaostrzeniem polityki monetarnej, to zakładamy, że z ewentualną podwyżką większość rady EBC będzie wolała wstrzymać się do grudnia.

Najważniejszym argumentem, wskazywanym w wielu wypowiedziach członków rady, w tym prezes EBC Ch. Lagarde, jest pogorszenie sytuacji rynkowej w kontekście rosnących rentowności SPW w wielu krajach strefy euro. O ile w dalszym ciągu perspektywa bezpośredniej ingerencji EBC na rynku długu jest odległa, to w warstwie werbalnej oraz tempa podwyżek stóp krótkoterminowych będzie to dla rady EBC istotny argument. Ponadto, lekkie wyhamowanie wskaźników PMI, chęć analizy sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie po wyborach połówkowych w USA jak również zapoznania się z najnowszymi projekcjami gospodarczymi EBC to kolejne argumenty za utrzymaniem stopniowego tempa podwyżek stóp.

- **Wskaźnik inflacji w październiku – szacunek *flash* (30 października)**

Prognozujemy, że w październiku wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 3,9% r/r z 4,1% r/r we wrześniu. W październiku w kierunku lekkiego spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływał przede wszystkim spadek cen paliw będący efektem uruchomionej 3 października trzeciej odsłony rządowego programu CPN, obniżającego VAT i akcyzę na paliwa. Szacujemy, że w październiku ceny paliw spadły średnio o ok. 9% m/m.

Ograniczająco na spadek CPI oddziaływały trzy pozostałe główne kategorie dóbr i usług: żywność, energia elektryczna, gaz i ciepło oraz inflacja bazowa. W przypadku żywności spodziewamy się dalszego stopniowego wzrostu dynamiki cen żywności (słabszy krajowy urodzaj, wzrost cen niektórych surowców żywnościowych na światowych rynkach, wzrost kosztów produkcji). Do wzrostu dynamiki cen energii elektrycznej, gazu i ciepła przyczyni się dalszy skokowy wzrost cen opału (węgla i pelletu). Szacujemy też, że inflacja bazowa w październiku w ujęciu r/r wyraźnie wzrosła do ok. 3,5% r/r w głównie w wyniku bardzo niskiej bazy odniesienia z ubiegłego roku.

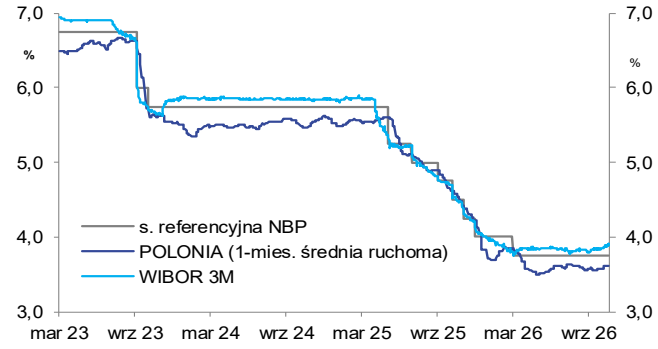
Kalendarz najważniejszych publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 28 października			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
19:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	paź	3,75% - 4,00%	3,75% - 4,00%	3,75% - 4,00%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	paź	-	-	-
czwartek 29 października			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
13:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	wrz	3,4% m/m	3,7% m/m	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	wrz	3,0% m/m	3,3% m/m	-
13:30	US	Dochody gospodarstw domowych	wrz	0,2% r/r	0,5% r/r	-
13:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	wrz	0,9% r/r	0,8% r/r	-
14:30	US	Wzrost PKB (wst.)	III kw.	2,2% kw/kw	1,5% kw/kw	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)	paź	2,50% / 2,65%	2,50% / 2,65%	2,50% / 2,65%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	paź	-	-	-
piątek 30 października			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	paź	50,1 pkt.	50,1 pkt.	-
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	paź	50,2 pkt.	49,2 pkt.	-
09:30	**PL**	**Wskaźnik inflacji CPI (wst.)**	**paź**	**4,1% r/r**	**-**	**3,9% r/r**
10:00	DE	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	0,3% kw/kw	0,2% kw/kw	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	0,6% kw/kw	0,4% kw/kw	-
poniedziałek 2 listopada			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
02:30	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	paź	52,1 pkt.	51,7 pkt.	-
09:00	**PL**	**Indeks koniunktury PMI – przemysł**	**paź**	**49,0 pkt.**	**-**	**49,5 pkt.**
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	paź	54,5 pkt.	54,8 pkt.	-

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

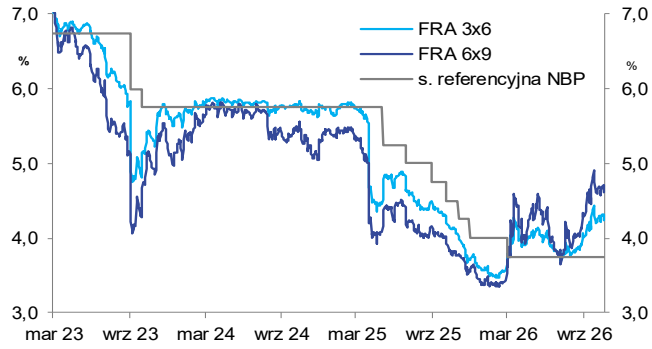
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



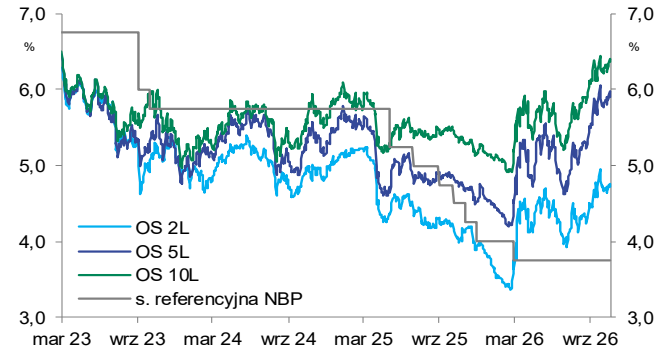
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



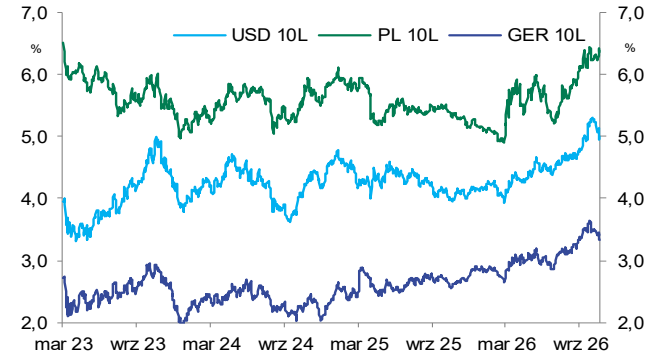
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



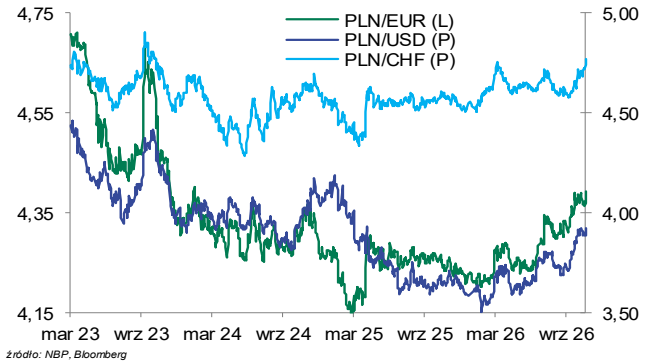
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



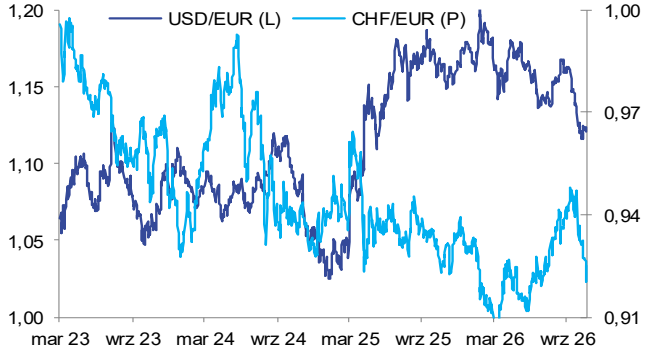
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



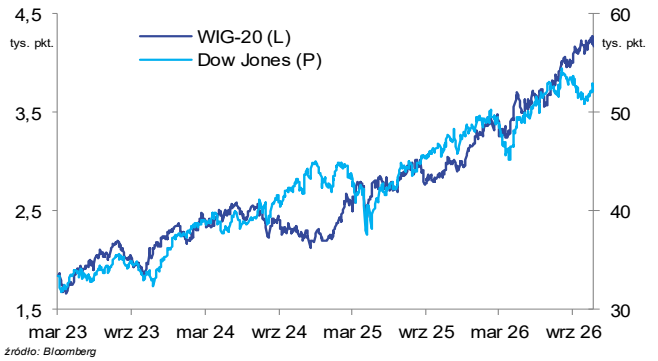
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



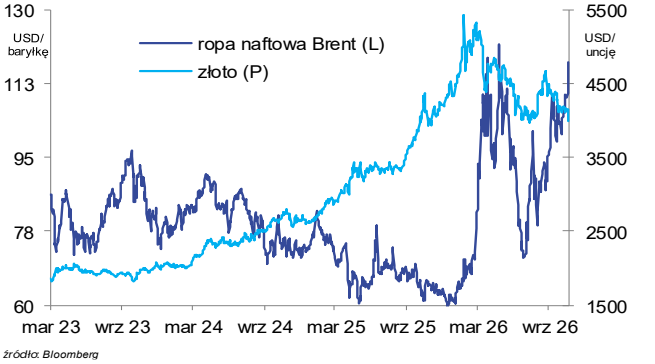
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

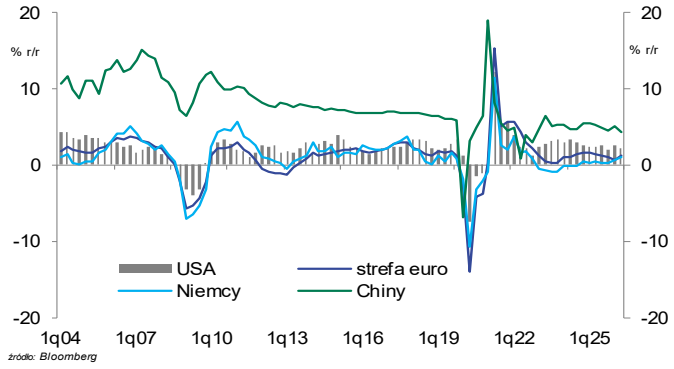
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

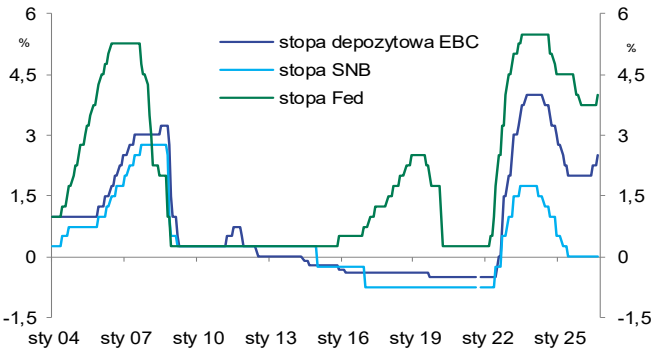
Gospodarka

Wzrost PKB za granicą



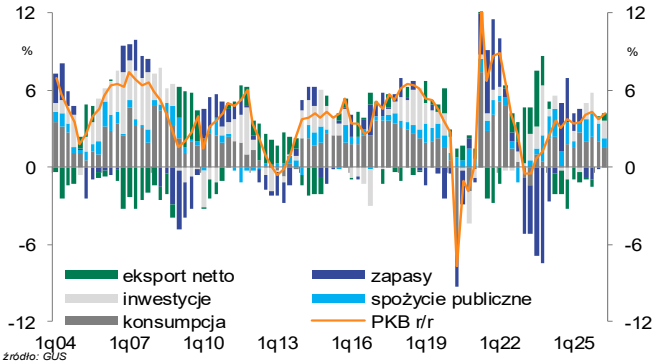
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



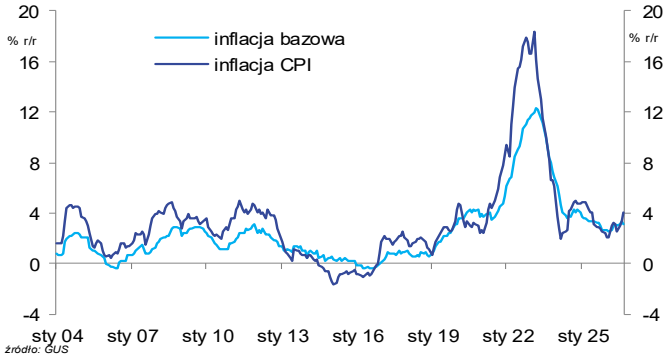
źródło: GUS

Rynek pracy



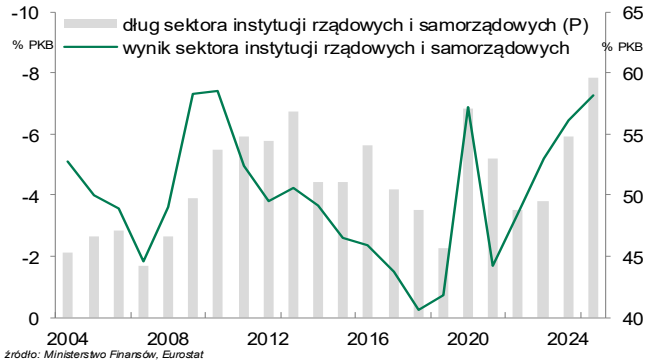
źródło: GUS

Inflacja



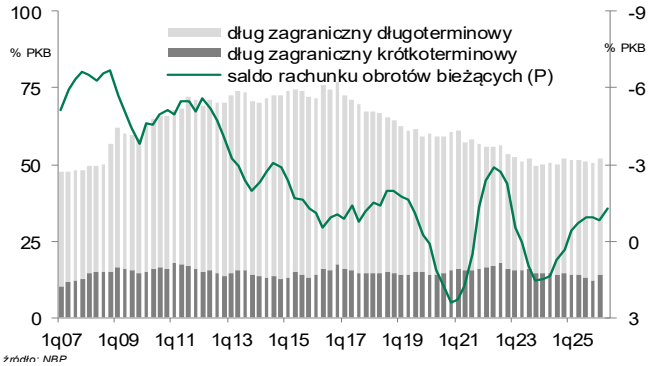
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Rynki finansowe – bieżące tendencje i prognozy

			zmiana		prognoza		
		23.10.2026	ost. 7 dni	ost. 14 dni	30.11.2026	31.12.2026	31.12.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,25	0,0	0,0	4,25	4,25	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	3,75	0,0	0,0	3,75	3,75	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,25	0,0	0,0	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,89	0,01	0,01	3,85	3,85	3,85
FRA 3x6	%	4,25	-0,02	0,00	-	-	-
FRA 6x9	%	4,61	-0,03	-0,04	-	-	-
FRA 9x12	%	4,78	-0,02	-0,02	-	-	-
IRS 2L	%	4,70	-0,01	-0,02	-	-	-
IRS 5L	%	4,94	-0,01	-0,05	-	-	-
IRS 10L	%	5,25	-0,01	-0,10	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,72	0,06	0,04	4,65	4,60	4,60
Obligacje skarbowe 5L	%	5,90	0,06	0,07	5,80	5,75	5,75
Obligacje skarbowe 10L	%	6,37	0,11	0,08	6,25	6,20	6,20
PLN/EUR	*PLN*	4,39	0,03	0,01	4,38	4,35	4,35
PLN/USD	*PLN*	3,92	0,04	0,02	3,89	3,85	3,85
PLN/CHF	*PLN*	4,77	0,06	0,07	4,70	4,68	4,68
USD/EUR	*USD*	1,12	0,00	0,00	1,13	1,13	1,13
Stopa Fed	%	4,00	0,00	0,00	4,00	4,25	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,50	0,00	0,00	2,50	2,75	2,75
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,99	-0,08	-0,24	5,05	5,05	5,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	3,34	-0,08	-0,13	3,40	3,40	3,40

źródło danych: NBP, Bloomberg, prognozy: BOŚ

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.