

Czekając na kolejne dostosowanie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Liczne wypowiedzi ostrzegające inwestorów, by przygotowali się na korektę przy wysokich wycenach, wywołały wczoraj spadki na giełdach w USA. Przy wzroście awersji do ryzyka cena kryptowalut spadła, rentowności amerykańskich obligacji obniżyły się, a dolar umocnił się względem koszyka walut. Kurs EURUSD po raz pierwszy od lipca spadł poniżej 1,15. Otoczenie zewnętrzne nie sprzyjało notowaniom złotego – kurs USDPLN testował poziom 3,71, a EURPLN wzrósł do 4,26. W oczekiwaniu na dzisiejsze posiedzenie RPP rentowności krajowych obligacji lekko spadły.
- Po bardzo ubogim w publikacje makro wtorku, dziś czeka nas ciekawa środa – **kluczowym wydarzeniem w kraju będzie posiedzenie RPP**, a dla rynków globalnych kluczowe znaczenie będzie miała **publikacja raportu ADP za październik**. W obliczu zawieszenia publikacji oficjalnych danych raport ten jest jednym z niewielu źródeł informacji o kondycji rynku pracy w USA.
- **Oczekujemy, że RPP dokona dziś kolejnego dostosowania stóp procentowych i obniży stopę referencyjną o 25pb do 4,25%**. Ekonomisci nie są jednomyślni w kwestii wyniku posiedzenia, ale zdecydowana większość (13 z 18 zespołów ankietowanych przez „Parkiet”) oczekuje obniżki stóp, która jest też w pełni wyceniona przez rynek stopy procentowej. **Istotną przesłanką dzisiejszej decyzji, obok pozytywnej niespodzianki w danych inflacyjnych za październik, będzie nowa projekcja NBP**. Jeszcze w lipcu NBP zakładał (zgodnie z ówczesnie obowiązującym stanem prawnym), że ceny energii elektrycznej w październiku zostaną odmrożone, co miało przełożyć się na skokowy wzrost inflacji w 4q25 do 3,6% r/r. Mrożenie cen prądu na poziomie 500 PLN/MWh zostało przedłużone do końca 2025, w związku z czym zakładamy, że inflacja w 4q25 wyniesie średnio 2,6% r/r wobec 2,9% r/r w 3q25, a zatem dokładnie 1,0pp poniżej lipcowej projekcji NBP. Niższy punkt startowy nowej projekcji, wraz z zapowiedziami Ministerstwa Energii dot. stawki za energię w 2026, która miałyby utrzymać się blisko obecnego poziomu mrożenia, sugerują, że ścieżka inflacji w tej rundzie progностycznej będzie istotnie niższa, a osiągnięcie celu inflacyjnego nastąpi wcześniej. Mogłoby to stanowić argument za dokonaniem **obniżki stóp o 25pb na tym posiedzeniu oraz kolejnych obniżek w przyszłym roku**. W komunikacie po posiedzeniu poznamy tylko główne liczby z nowej projekcji, a więcej

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

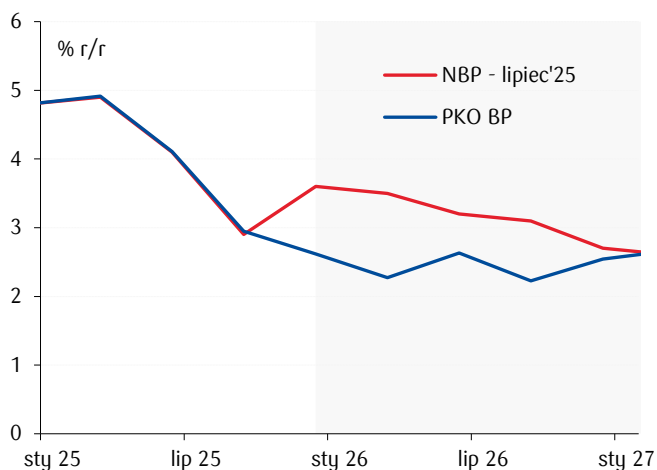
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

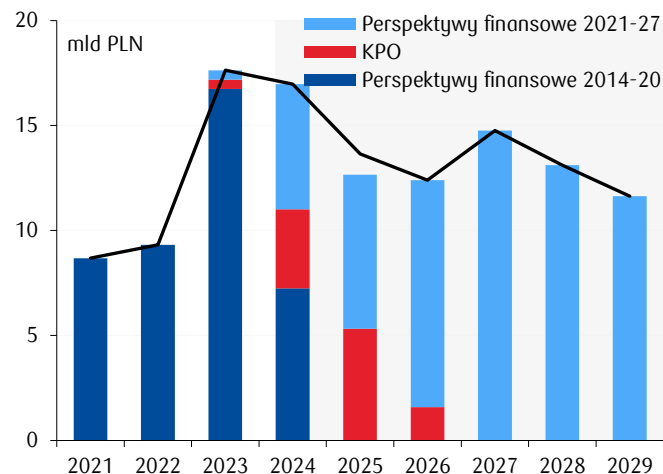
	Wartość 2025-11-04	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2588	0,1
USDPLN	3,7058	0,4
CHFPLN	4,5794	0,1
GBPPLN	4,8313	-0,4
EURUSD	1,1492	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,07	-4
PL5Y	4,69	-1
PL10Y	5,33	-2
DE10Y	2,65	-1
US10Y	4,09	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 372,8	-0,6
DAX	23 949,1	-0,8
S&P500	6 771,6	-1,2
Nikkej**	49 998,0	-2,9
Shanghai Comp.**	3 973,7	0,3
Surowce:		
Złoto	3963,55	-1,0
Ropa Brent	64,44	-0,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Projekcja inflacji CPI



Krajowy program kolejowy



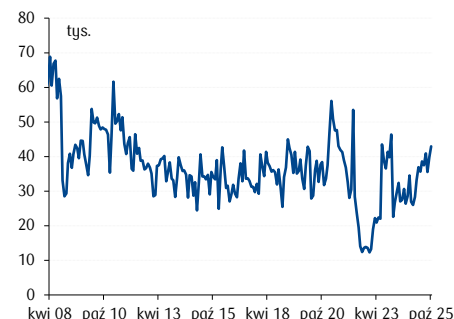
szczegółów na temat motywacji Rady oraz informacji co do dalszych kroków RPP może dostarczyć konferencja Prezesa NBP (czw.), a także prezentacja projekcji (w piątek lub poniedziałek).

- **Mierzone przez ADP zatrudnienie w sektorze prywatnym w październiku wzrosło wg konsensusu o 25 tys. po spadku o 32 tys. we wrześniu.** Zaskakująco słaby wynik w poprzednim miesiącu był częściowo związany z techniczną korektą w celu uspoźnienia ich z danymi BLS. Zawieszenie publikacji oficjalnych danych z rynku pracy zwiększa siłę rynkowego oddziaływania alternatywnych wskaźników, w szczególności tych publikowanych dziś przez ADP.
- **W Czechach oczekujemy wzrostu inflacji w październiku do 2,5% r/r z 2,3% r/r miesiąc wcześniej, do czego przyczyni się drożejąca żywność.** Konsensus zakłada stabilizację inflacji na poziomie z września. W Szwecji Riksbank najpewniej pozostawi stopę procentową na poziomie 1,75%.
- **Dziś poznamy też serię wskaźników koniunktury dla sektora usługowego z Europy i USA.** Wstępne PMI najpewniej potwierdzą wyraźną poprawę koniunktury w Niemczech i w całej strefie euro, przy pogorszeniu we Francji. Wstępne dane pokazały, że PMI w USA wzrósł w październiku powyżej 55 pkt., w podobnym kierunku (choć do zdecydowanie niższego poziomu) przesunie się najpewniej wskaźnik ISM.
- Dzień rozpoczniemy od publikacji zamówień przemysłowych z Niemiec za październik – oczekiwany jest ich niewielki wzrost w ujęciu m/m oraz wyraźny spadek w ujęciu r/r. W danych z niemieckiego przemysłu trudno jest znaleźć dowody na wyczekiwane ożywienie.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe w październiku wzrosła o 34,3% r/r.** Z danych BIK wynika, że o kredyt mieszkaniowy wnioskowało łącznie 42,92 tys. osób, o 24,5% więcej niż przed rokiem. Średnia wartość wnioskowanego kredytu mieszkaniowego wyniosła 474,86 tys. PLN i wzrosła o 7,9% r/r. W komentarzu BIK napisano, że zainteresowanie kredytami mieszkaniowymi rośnie równoległe do decyzji o obniżkach stóp, a nawet do samych ich zapowiedzi. **Utrzymanie obecnych tendencji zaowocuje zdaniem BIK rekordową wartością kredytów hipotecznych udzielonych w 2025.**
- **POL: K. Pełczyńska-Nałęcz poinformowała, że część KPO, która dotyczy modernizacji i zakupu nowego taboru, została już z sukcesem i w terminie zakończona.** Z KPO w sumie zostało zakupionych lub zmodernizowanych 413 jednostek różnego rodzaju tj. zespoły trakcyjne, lokomotywy, wagony, w sumie za 5 mld PLN. Minister funduszy i rozwoju regionalnego dodał, że w tej perspektywie finansowej UE, łącznie z KPO i funduszy europejskich, Polska zainwestuje w kolej bezprecedensowe 60 mld PLN.
- **POL: W maju pracę w Polsce wykonywało 1068,9 tys. cudzoziemców, co oznacza wzrost o 4,4% r/r oraz spadek o 0,8% m/m.** W tym samym czasie liczba pracujących ogółem w gospodarce narodowej obniżyła się o 0,8% r/r oraz 0,5% m/m. GUS podał, że udział cudzoziemców w ogólnej liczbie wykonujących pracę w maju wyniósł 6,5%, co potwierdza, że ich napływ pozwala mitygować negatywne skutki spadku liczby osób w wieku produkcyjnym w Polsce.
- **BUL: Ch. Lagarde powiedziała podczas wystąpienia w Sofii, że przyjęcie przez Bułgarię euro 1 stycznia 2026 to zwińczenie długiego procesu integracji z Europą.** Według niej, przystąpienie do strefy euro przyniesie dobrobyt i bezpieczeństwo – większą integrację gospodarczą, niższe koszty finansowania i ochronę przed wahaniami kursowymi. Prezeska EBC odniosła się do obaw o suwerenność i wzrost cen, przypominając, że Bułgaria już de facto stosuje politykę EBC, a efekt cenowy w innych krajach był niewielki i krótkotrwały. Zaapelowała ponadto o utrzymanie tempa reform po wejściu

Liczba osób wnoszących o kredyt mieszkaniowy



Źródło: BIK, PKO Bank Polski.

do strefy euro, aby w pełni wykorzystać korzyści i wzmocnić pozycję Bułgarii w „sercu Europy”.

- **USA: Partia Demokratyczna odniosła sukces we wczorajszych wyborach lokalnych.** W wyrównanym głosowaniu na burmistrza Nowego Jorku Z.Mamdani pokonał niezależnego kandydata związanego z Demokratami. Ten przedstawiciel socjalistycznego skrzydła partii będzie najmłodszym burmistrzem od 100 lat oraz pierwszym muzułmaninem i osobą pochodzenia południowoazjatyckiego na tym stanowisku. Demokraci odnieśli też zwycięstwa w wyborach w New Jersey i Wirginii, co może dodać partii energii na rok przed wyborami uzupełniającymi.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 31 października						
POL: Inflacja CPI (paż., wst.)	10:00	% r/r	2,9	3,0	3,0	2,8
EUR: Inflacja HICP (paż., wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	2,1
EUR: Inflacja bazowa (paż., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	2,4
Poniedziałek, 3 listopada						
CHN: PMI w przetwórstwie (paż.)	2:45	pkt.	51,2	50,7	--	50,6
POL: PMI w przetwórstwie (paż.)	9:00	pkt.	48,0	48,6	48,3	48,8
GER: PMI w przetwórstwie (paż., rew.)	9:55	pkt.	49,5	49,6	--	49,6
EUR: PMI w przetwórstwie (paż., rew.)	10:00	pkt.	49,8	50,0	--	50,0
USA: PMI w przetwórstwie (paż., rew.)	15:45	pkt.	52,0	52,2	--	52,5
USA: ISM w przetwórstwie (paż.)	16:00	pkt.	49,1	49,2	--	48,7
Wtorek, 4 listopada						
USA: Bilans handlowy (wrz.)	14:30	USD	--	--	--	--
USA: Raport JOLTS (wrz.)	16:00	mln	7,227	--	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., rew.)	16:00	% m/m	2,9	--	--	--
Środa, 5 listopada						
GER: Zamówienia fabryczne (wrz.)	8:00	% m/m	-0,8	1,3	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz.)	8:00	% r/r	1,5	-3,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (paż., wst.)	9:00	% r/r	2,3	2,3	2,5	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku (.)	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
GER: PMI w usługach (paż., rew.)	9:55	pkt.	51,5	54,5	--	--
EUR: PMI w usługach (paż., rew.)	10:00	pkt.	51,3	52,6	--	--
USA: Raport ADP (paż.)	14:15	tys.	-32	25	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	4,50	4,50	4,25	--
Czwartek, 6 listopada						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% m/m	-4,3	3,1	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-3,9	0,1	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (wrz.)	9:00	% r/r	-4,2	1,6	--	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku (.)	10:00	%	4,00	4,00	4,00	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	11:00	% r/r	1,0	1,1	--	--
UK: Posiedzenie BoE (.)	13:00	%	4,00	4,00	4,00-	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	--	--	--	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego (.)	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
Piątek, 7 listopada						
GER: Eksport (wrz.)	8:00	% m/m	-0,5	0,4	--	--
GER: Import (wrz.)	8:00	% m/m	-1,3	0,0	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (paż.)	14:30	--	--	--	--	--
USA: Stopa bezrobocia (paż.)	14:30	%	--	--	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (paż.)	14:30	% r/r	--	--	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., wst.)	16:00	pkt.	53,6	54,0	--	--
POL: Rating wg S&P	--	--	A-	--	A-	--

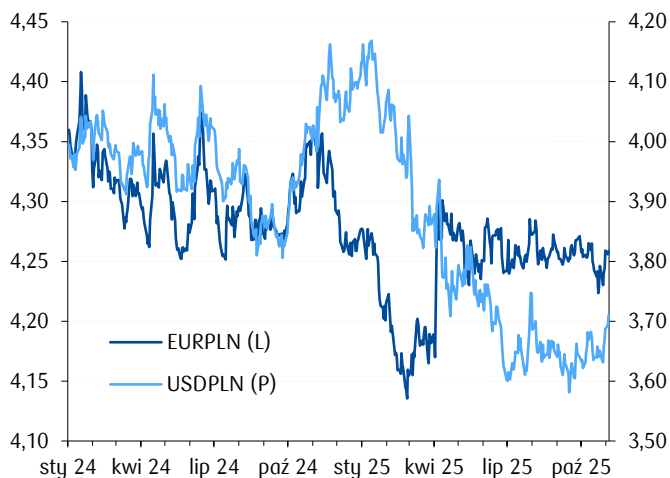
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

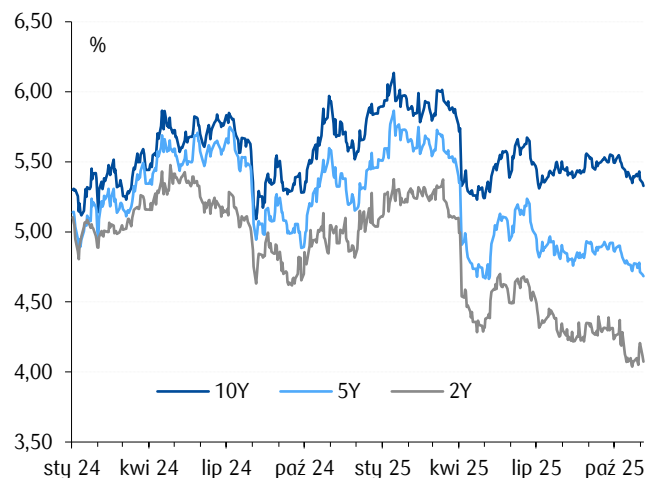
		Wartość 2025-11-04	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2588	0,1	0,7	0,1	-2,3	-9,4
	USDPLN	3,7058	0,4	2,1	1,6	-7,3	-22,2
	CHFPLN	4,5794	0,1	0,1	0,2	-1,0	-3,9
	GBPPLN	4,8313	-0,4	0,3	-1,4	-7,0	-11,7
	EURUSD	1,1492	-0,3	-1,4	-1,5	5,4	16,4
	EURCHF	0,9300	-0,1	0,6	-0,1	-1,3	-5,8
	GBPUSD	1,3047	-0,8	-1,7	-2,9	0,3	13,8
	USDJPY	153,40	-0,5	0,8	1,5	0,9	3,6
	EURCZK	24,39	0,2	0,2	0,0	-3,8	-0,2
	EURHUF	388,00	0,1	0,0	-1,3	-5,2	-4,4
Obligacje	PL2Y	4,07	-4	0	-30	-94	-457
	PL5Y	4,69	-1	-6	-22	-70	-393
	PL10Y	5,33	-2	-7	-20	-37	-307
	DE2Y	2,00	-1	1	0	-34	6
	DE5Y	2,25	-1	2	-4	-4	27
	DE10Y	2,65	-1	3	-6	22	53
	US2Y	3,58	-2	9	0	-62	-96
	US5Y	3,70	-2	9	-1	-47	-56
	US10Y	4,09	-2	11	-5	-20	3
Akcje	WIG	111 372,8	-0,6	-1,8	3,2	38,7	120,8
	WIG20	2 978,4	-0,9	-2,1	3,8	33,2	93,9
	S&P500	6 771,6	-1,2	-1,7	0,8	17,1	75,6
	NASDAQ100	25 435,7	-2,1	-2,2	2,4	25,7	125,3
	Shanghai Composite**	3 973,7	0,3	-0,4	2,3	17,3	33,8
	Nikkei**	49 995,9	-2,9	-0,4	4,3	29,9	80,6
	DAX	23 949,1	-0,8	-1,4	-1,8	24,4	79,5
	VIX	20,50	3,0	10,4	5,2	14,6	-21,2
Surowce	Ropa Brent	64,4	-0,7	0,1	-1,5	-14,7	-31,9
	Ropa WTI	61,4	-0,7	0,7	-1,8	-15,1	-30,5
	Złoto	3963,6	-1,0	0,0	-0,6	44,5	140,9

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski, *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

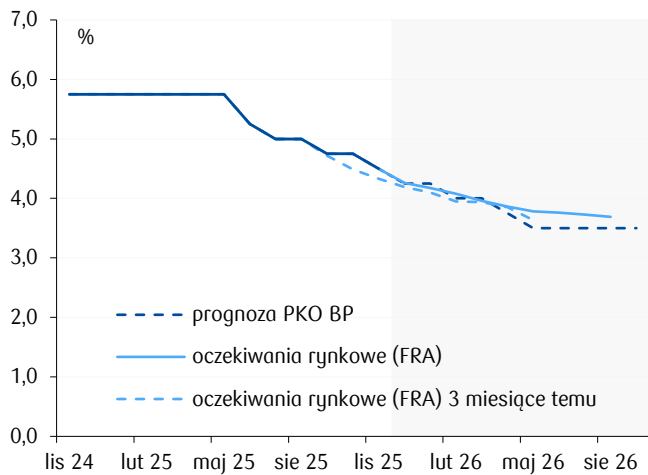
Notowania złotego wobec głównych walut



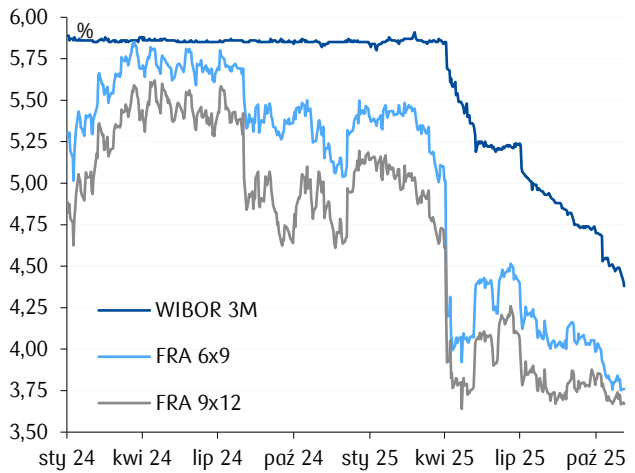
Rentowności polskich obligacji skarbowych



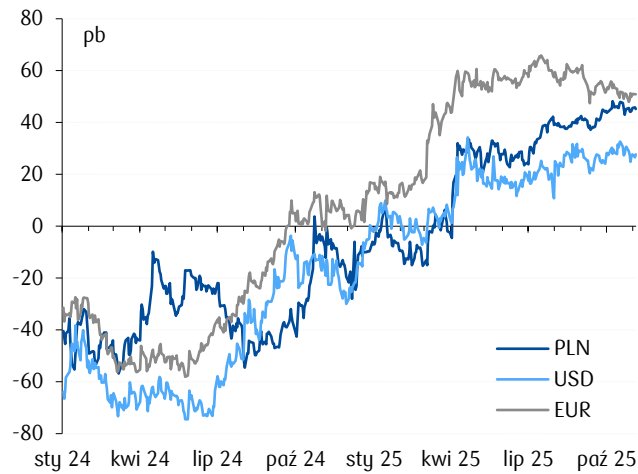
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



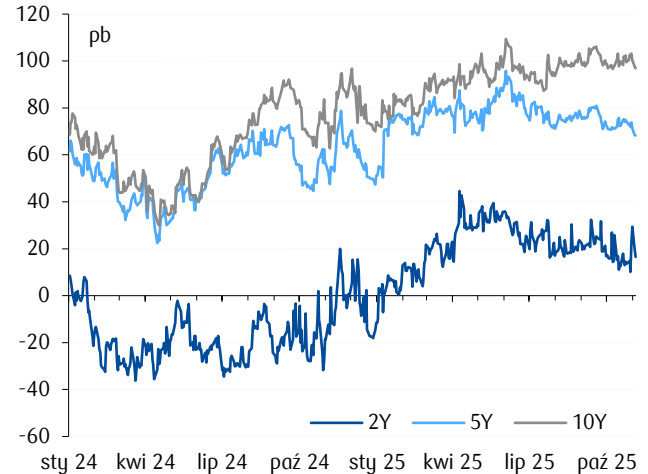
Krótkoterminowe stopy procentowe



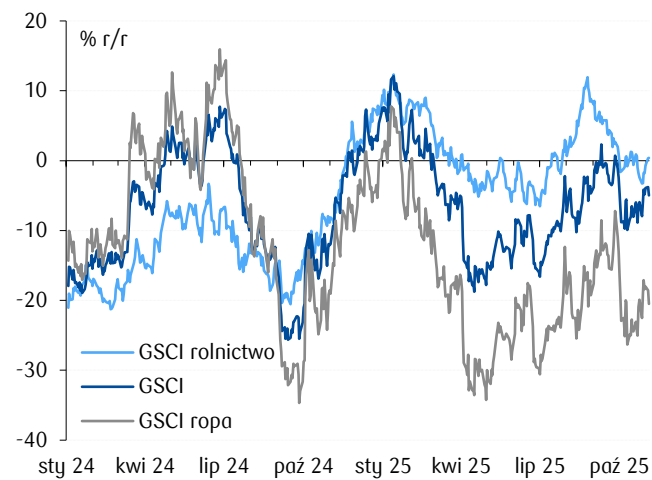
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



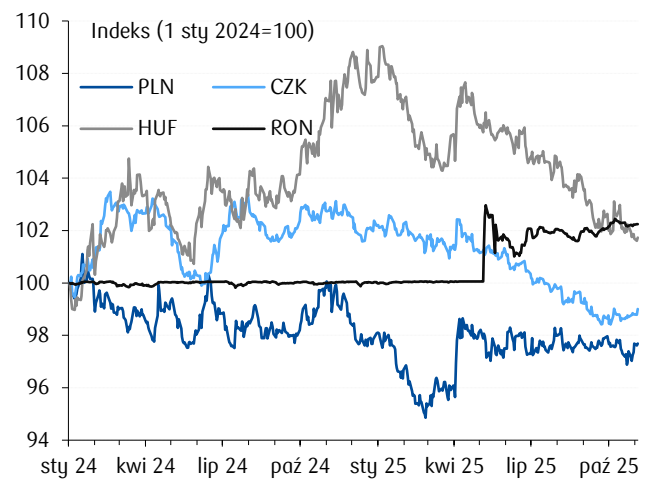
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

