

Piąte dostosowanie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Lepsze od oczekiwań dane z USA o zatrudnieniu w sektorze prywatnym i koniunkturze w usługach sprzyjały wczorajszym wzrostom na Wall Street. Rentowności obligacji na rynkach bazowych marginalnie rosły. Na rynku krajowym zgodna z oczekiwaniami decyzja RPP umocniła nieco złotego. EURPLN wczoraj spadł w okolice 4,25 a USDPLN testował poziom 3,70. Rentowności SPW nie zmieniły się istotnie.
- Dziś globalnie w centrum uwagi znajdują się banki centralne Anglii, Norwegii i Czech, które podejmą decyzje w sprawie stóp procentowych. Oczekujemy, że żaden z nich nie zdecyduje się na zmianę parametrów polityki pieniężnej. Zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i Norwegii stopa pozostanie na poziomie 4,00%, a w Czechach wyniesie 3,50%. Wszystkie te gospodarki w ostatnich miesiącach odnotowały wzrosty inflacji, co wymusza pauzę w cyklu obniżek. Stabilizacja stóp byłaby zgodna z oczekiwaniami rynkowymi.
- W kraju najważniejsze będzie zaplanowane na 15.00 wystąpienie Prezesa NBP, który być może zdradzi więcej szczegółów z najnowszej projekcji inflacyjnej.
- Rano poznamy kolejne dane z niemieckiego przemysłu. Zgodnie z konsensusem produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 3,1% m/m i była zaledwie o 0,1% wyższa niż przed rokiem.
- W tle znajdzie się pakiet regionalnych danych o produkcji przemysłowej w Czechach i na Węgrzech oraz o sprzedaży detalicznej na Węgrzech i w Rumunii.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25pb. Łączna skala obniżek w tym roku wynosi już 150pb, jednak RPP każdorazowo nazywa je dostosowaniem, które nie oznacza cyklu. Stopa referencyjna NBP wynosi obecnie 4,25%. W nowej projekcji makroekonomicznej prognoza inflacji na 2025 została obniżona o 0,2pp, do 3,7%, na 2026 o 0,1pp do 3,0%, zaś na 2027 podwyższona o 0,2pp do 2,6%. Więcej w Makro Flashu: [Piąta obniżka i projekcja pod kolejne.](#)
- **USA:** Mierzone przez ADP zatrudnienie w sektorze prywatnym w październiku wzrosło o 42 tys., silniej niż oczekiwano (kons.: 25 tys. po

Biurowo Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

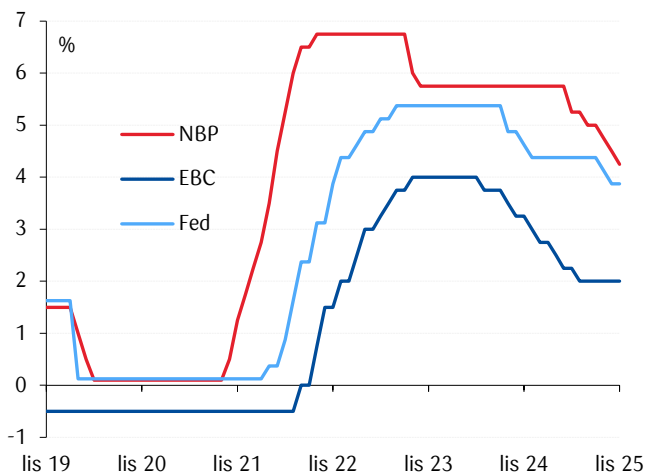
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

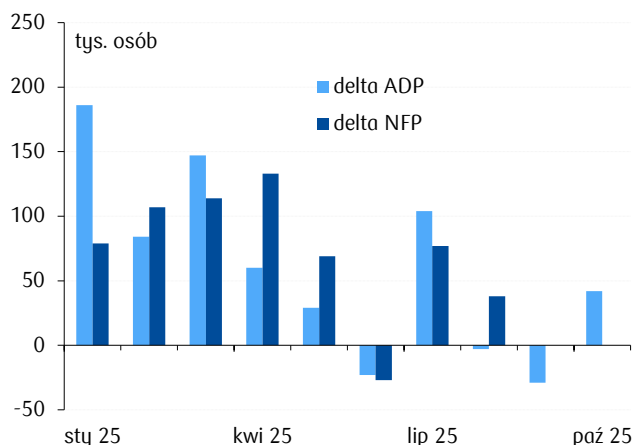
	Wartość 2025-11-05	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2538	-0,1
USDPLN	3,7057	0,0
CHFPLN	4,5679	-0,3
GBPPLN	4,8319	0,0
EURUSD	1,1479	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,12	5
PL5Y	4,70	2
PL10Y	5,33	0
DE10Y	2,67	2
US10Y	4,16	7
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 560,0	0,2
DAX	24 049,7	0,4
S&P500	6 796,3	0,4
Nikkej**	50 882,0	1,3
Shanghai Comp.**	4 006,6	0,9
Surowce:		
Złoto	3977,93	0,4
Ropa Brent	63,52	-1,4

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.

Stopy NBP na tle polityki Fed i EBC



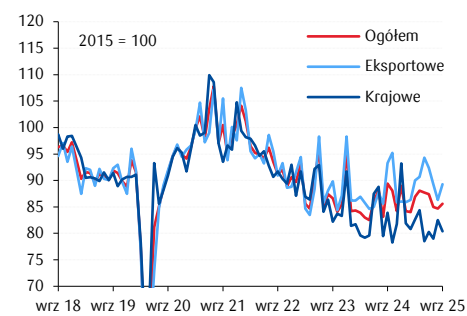
Zmiana zatrudnienia w USA wg ADP i NFP



spadku o 29 tys. we wrześniu). Odbicie po dwóch słabych miesiącach nie miało jednak szerokiego charakteru – rosło głównie w handlu, edukacji, ochronie zdrowia, transporcie i usługach komunalnych. Wzrost wynagrodzeń w październiku ustabilizował się na poziomie z września – wyniósł 4,5% dla osób pozostających na swoich stanowiskach i 6,7% dla osób zmieniających pracę. Raport ADP, który podczas zawieszenia publikacji oficjalnych danych ma zwiększoną siłę rynkowego oddziaływania, nieco ogranicza obawy o kondycję amerykańskiego rynku pracy, zwłaszcza po zapowiedziach zwolnień w dużych firmach, takich jak Amazon., Starbucks czy Target. Dane wpisują się w scenariusz określony przez J.Powella jako "stopniowe schładzanie", ale „nic ponad to”.

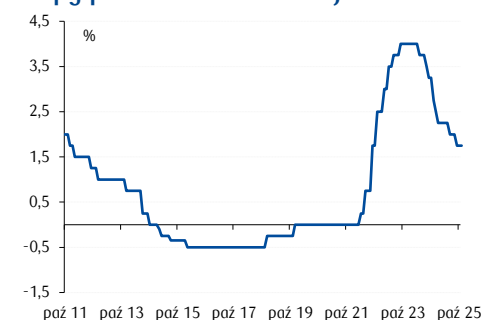
- EU: Wejście systemu ETS2 w życie zostanie opóźnione o rok, a więc nastąpi 1 stycznia 2028 a nie 2027, zgodnie z ustaleniami ministrów środowiska państw UE.** Ponadto, ministrowie zgodzili się na ustanowienie celu klimatycznego, wg którego emisje gazów cieplarnianych dla Unii mają zostać zmniejszone o 90% względem 1990 do 2040. Nowy cel uzupełni obecnie obowiązujące w UE prawo klimatyczne, zgodnie z którym w 2030 Wspólnota obniży emisje o 55%, a w 2050 stanie się klimatycznie neutralna (wszelkie emisje mają być równoważone poprzez pochłanianie). Za nowym celem klimatycznym UE opowiedziało się 21 państw UE, przeciwko były: Polska, Słowacja, Czechy i Węgry, a Belgia i Bułgaria wstrzymały się od głosu. Głosowanie ministrów nie kończy procesu legislacyjnego. **Ostateczny kształt przepisów zmienionego prawa klimatycznego UE zostanie przyjęty po negocjacjach Rady UE reprezentującej państwa członkowskie i Parlamentu Europejskiego.**
- GER: Zamówienia w przemyśle we wrześniu zwiększyły się o 1,1% m/m,** kompensując sierpniowy spadek (o 0,4% m/m). Wzrost koncentrował się w branżach produkujących elektronikę, sprzęt transportowy i w motoryzacji. Jednocześnie spadł popyt na produkty przemysłu metalurgicznego. We wrześniu źródłem wzrostu popytu była zagranica (w tym strefa euro - o 2,1%, a zamówienia spoza strefy euro wzrosły o 4,3%). Zamówienia krajowe spadły o 2,5%. Dane nie zwiastują jeszcze zmiany negatywnych tendencji w niemieckim przemyśle. W 3q25 liczba nowych zamówień skurczyła się o 3,0% q/q, a we wrześniu była o 4,3% niższa niż przed rokiem.
- SWE: Bank centralny Szwecji utrzymał stopy procentowe bez zmian - na poziomie 1,75%.** Decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Riksbank podał, że stopy procentowe pozostaną na tym poziomie przez jakiś czas. Bank ocenia, że korona szwedzka pozostanie mocna, co będzie przyczyniać się do tłumienia inflacji.
- EUR: Indeks PMI w sektorze usług wzrósł w październiku 53,0 pkt. wobec 51,2 pkt. we wrześniu. Finalne dane okazały się nieco lepsze od wstępnego szacunku (52,6 pkt.) i potwierdziły wyraźną poprawę koniunktury w Niemczech przy pogorszeniu we Francji (jednak znacznie mniejszym niż wynikało z danych wstępnych).**
- USA: Indeks PMI w sektorze usługowym wzrósł w październiku 54,8 pkt. wobec 55,2 pkt. w poprzednim miesiącu, zgodnie z oczekiwaniami i wstępnym szacunkiem.** Jednocześnie usługowy indeks ISM wzrósł o 2,4pp, osiągając poziom 52,4 pkt. Poprawa aktywności w usługach była w październiku najszybsza od 8 miesięcy, a napędzał ją szybki wzrost nowych zamówień.
- CZE: Inflacja CPI w październiku wzrosła do 2,5% r/r z 2,3% r/r we wrześniu. Wstępne dane były zgodne z naszą prognozą, ale wyższe od konsensusu (2,3% r/r), a źródłem zaskoczenia w górę była drożejąca żywność.** W ujęciu m/m ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,5% (kons. 0,3% m/m). Dane umacniają stanowisko CNB, który najpewniej pozostawi stopy procentowe niezmiennie na dzisiejszym posiedzeniu. Nowe prognozy CNB,

Zamówienia w przemyśle Niemiec



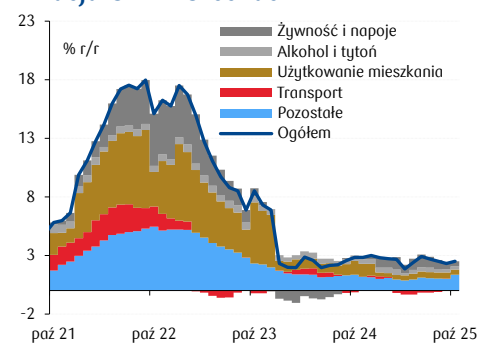
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopy procentowe w Szwecji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

prawdopodobnie jednak zostaną zrewidowane w dół z uwagi na niższy punkt startowy (CNB ostatnio zakładał inflację na poziomie 2,7% r/r w 4q25).

- **USA:** Większość sędziów Sądu Najwyższego podczas środowej rozprawy wyrażała sceptycyzm co do uprawnień prezydenta D.Trumpa do nałożenia większości ceł na towary z niemal wszystkich państw świata. Decyzja w tej sprawie zapadnie w późniejszym terminie. Wcześniej dwa sądy niższych instancji uznały cła nałożone przez Prezydenta za nielegalne, a pytania i komentarze, czynione przez większość sędziów Sądu Najwyższego, sugerowały, że przychylają się do podobnego poglądu.

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	-0,4	1,3	--	1,1
GER: Zamówienia w przemyśle (wrz.)	8:00	% r/r	2,1	-3,9	--	-4,3
CZE: Inflacja CPI (paż., wst.)	9:00	% r/r	2,3	2,3	2,5	2,5
SWE: Posiedzenie Riksbanku (.)	9:30	%	1,75	1,75	1,75	1,75
GER: PMI w usługach (paż., rew.)	9:55	pkt.	51,5	54,5	--	54,6
EUR: PMI w usługach (paż., rew.)	10:00	pkt.	51,2	52,6	--	53,0
USA: Raport ADP (paż.)	14:15	tys.	-29	25	--	42
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	4,50	4,50	4,25	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-	--

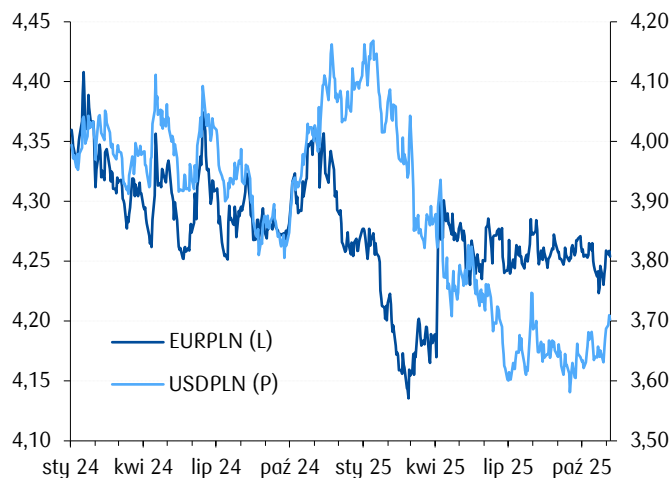
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

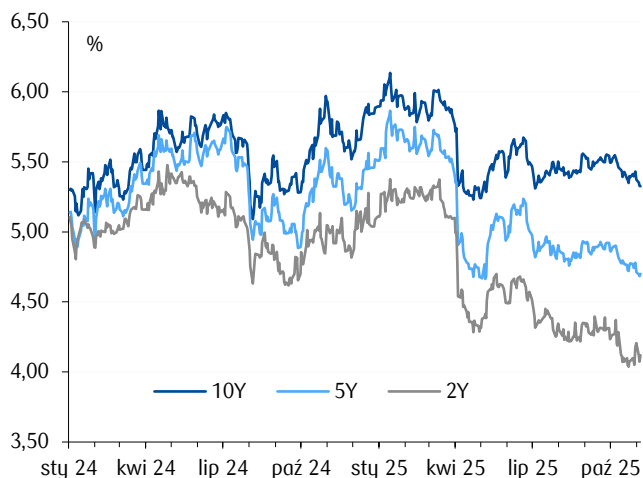
		Wartość 2025-11-05	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2538	-0,1	0,3	0,0	-2,4	-9,5
	USDPLN	3,7057	0,0	1,9	1,3	-8,7	-22,2
	CHFPLN	4,5679	-0,3	0,0	-0,1	-1,5	-4,1
	GBPPLN	4,8319	0,0	0,2	-1,5	-7,5	-11,5
	EURUSD	1,1479	-0,1	-1,6	-1,2	6,9	16,3
	EURCHF	0,9313	0,1	0,3	0,1	-0,9	-5,6
	GBPUSD	1,3042	0,0	-1,5	-2,8	1,2	13,8
	USDJPY	154,30	0,6	1,6	1,2	0,0	4,9
	EURCZK	24,35	-0,1	0,0	0,0	-3,9	-0,5
	EURHUF	386,55	-0,4	-0,5	-1,3	-5,9	-5,1
Obligacje	PL2Y	4,12	5	7	-8	-90	-450
	PL5Y	4,70	2	-5	-17	-76	-390
	PL10Y	5,33	0	-9	-18	-48	-303
	DE2Y	2,01	1	3	2	-18	3
	DE5Y	2,27	2	4	0	7	25
	DE10Y	2,67	2	6	0	28	53
	US2Y	3,63	5	3	4	-65	-94
	US5Y	3,76	7	5	4	-52	-49
	US10Y	4,16	7	9	3	-28	10
Akcje	WIG	111 560,0	0,2	-1,5	3,0	38,6	117,3
	WIG20	2 977,3	0,0	-2,0	3,4	32,8	89,2
	S&P500	6 796,3	0,4	-1,4	0,6	14,6	80,8
	NASDAQ100	25 620,0	0,7	-1,9	1,9	23,3	134,9
	Shanghai Composite**	4 007,4	1,0	-0,2	3,2	18,4	33,4
	Nikkei**	50 831,9	1,2	-0,9	6,5	28,8	83,8
	DAX	24 049,7	0,4	-0,3	-2,2	26,3	81,4
	VIX	19,76	-3,6	4,3	2,9	21,4	-26,0
Surowce	Ropa Brent	63,5	-1,4	-2,2	-4,1	-15,2	-33,9
	Ropa WTI	60,4	-1,6	-1,4	-4,7	-16,1	-32,9
	Złoto	3977,9	0,4	-0,5	-1,5	49,1	141,4

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

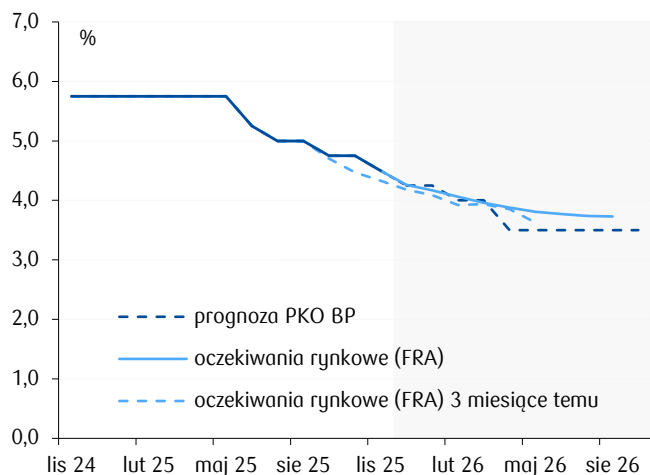
Notowania złotego wobec głównych walut



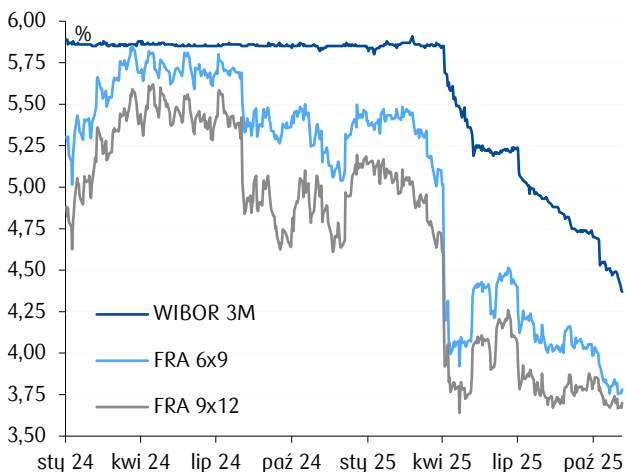
Rentowności polskich obligacji skarbowych



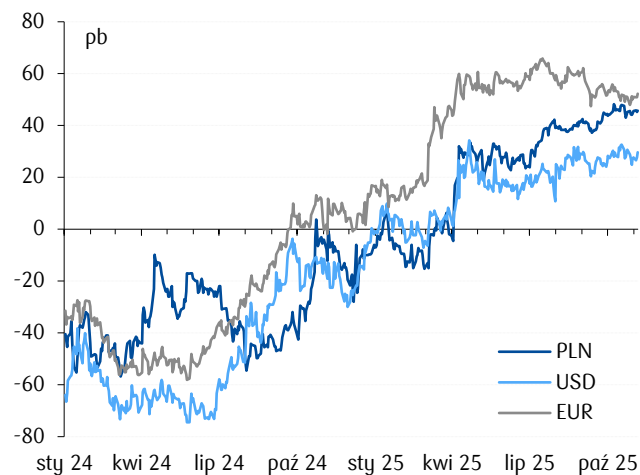
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



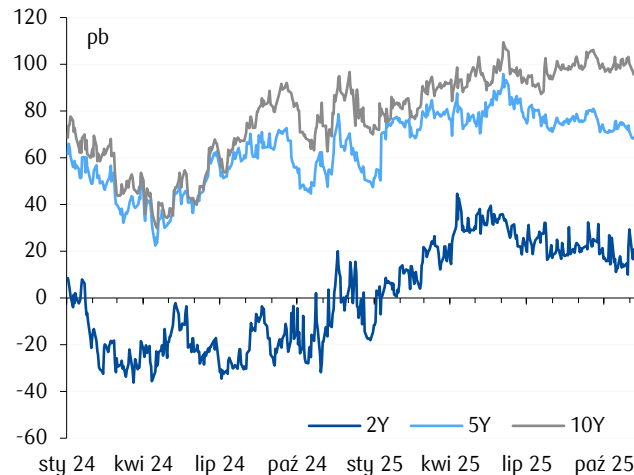
Krótkoterminowe stopy procentowe



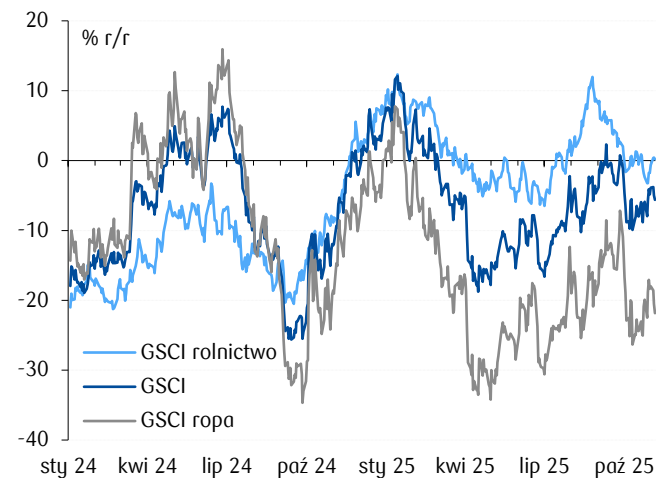
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



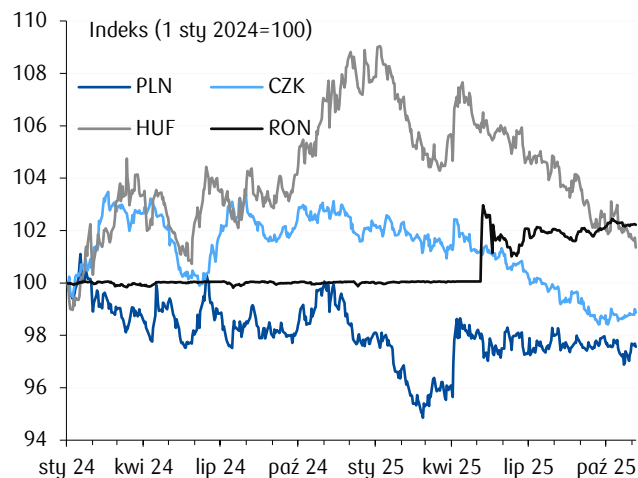
Spread asset swap dla PLN



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.

