

## Obniżka pod Choinkę?

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj na rynki amerykańskie powrócił niepokój o kondycję rynku pracy podsycany doniesieniami firmy Challenger, Gray&Christmas o największej od 20 lat liczbie zapowiadanych zwolnień w październiku. Na giełdach w USA i Europie dominowały spadki. Wzrost oczekiwań na obniżkę stóp Fed w grudniu o 25pb pociągnął w dół rentowności obligacji. Konferencja Prezesa NBP nie wywołała dużej reakcji na rynku walutowym, natomiast krajowa krzywa dochodowości lekko się wypłaszczyła z powodu wzrostów rentowności 2-letnich obligacji, przy dość stabilnych papierach 10-letnich.
- Dzisiaj w USA opublikowany zostanie indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan – rynek oczekuje marginalnego wzrostu wskaźnika w listopadzie po spadku w październiku. W związku z zawieszeniem działania rządu nie poznamy oficjalnych danych o zatrudnieniu NFP za październik.
- W Niemczech opublikowane zostaną dane o handlu zagranicznym. Konsensus zakłada niewielki wzrost eksportu (o 0,4% m/m) i stabilizację importu (0% m/m) we wrześniu.
- W Polsce kluczowe wydarzenia to prezentacja najnowszej projekcji NBP (o 10:00) oraz przegląd ratingu przez S&P. Zakładamy, że ten ostatni może przynieść obniżkę perspektywy przy utrzymaniu oceny ratingowej bez zmian (A- z perspektywą negatywną). Dotychczas na taki ruch zdecydowały się już agencje Moody's i Fitch.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Prezes NBP na konferencji prasowej ocenił, że obecny poziom stóp procentowych bardzo dobrze odpowiada sytuacji gospodarczej i powtórzył, że decyzje RPP były i będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie. Rada pozostaje ostrożna i nie zapowiada ścieżki stóp, a jej celem będzie teraz utrwalenie niskiej inflacji. Jeśli inflacja będzie się kształtowała zgodnie z projekcją, to naturalnym kolejnym ruchem wg A.Głapińskiego będzie niewielka obniżka, która może nastąpić zarówno w najbliższym miesiącu, jak i za pół roku. Prezes zapytany o możliwość zmiany stóp w grudniu, stwierdził, że jest to dobry miesiąc „zarówno do podejmowania, jak i nie podejmowania decyzji o obniżce”. A.Głapiński stwierdził, że poprawiły

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO\_Research

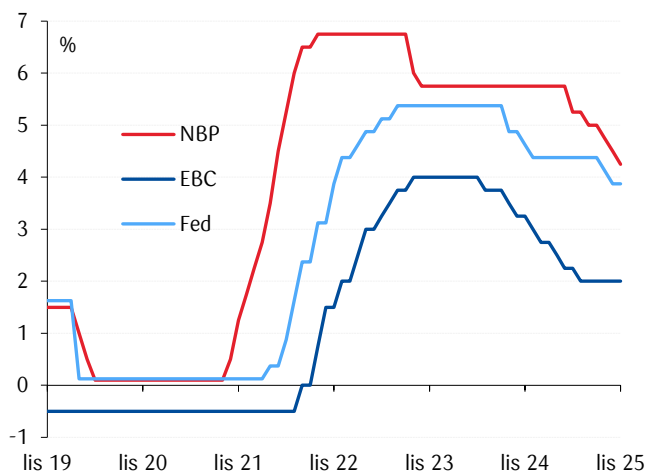
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

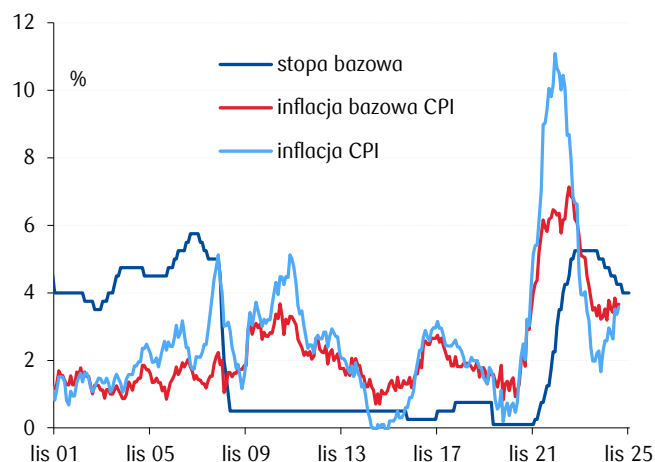
	Wartość 2025-11-06	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2530	0,0
USDPLN	3,6856	-0,5
CHFPLN	4,5665	0,0
GBPPLN	4,8345	0,1
EURUSD	1,1540	0,5
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,27	15
PL5Y	4,72	2
PL10Y	5,35	3
DE10Y	2,66	-2
US10Y	4,09	-7
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	112 192,9	0,6
DAX	23 734,0	-1,3
S&P500	6 720,3	-1,1
Nikkej**	50 070,0	-1,6
Shanghai Comp.**	4 000,7	-0,2
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3982,10	0,1
Ropa Brent	63,38	-0,2

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



### Stopa procentowa w Wielkiej Brytanii na tle inflacji

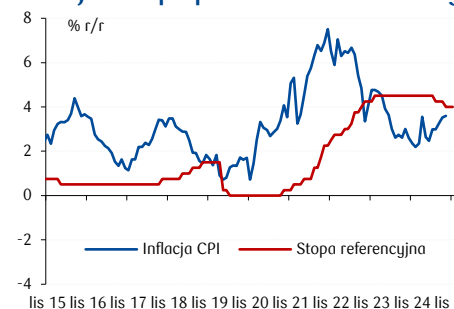


Źródło: NBP, GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

się perspektywy inflacji, z najnowszej projekcji wynika, że w przyszłym roku inflacja będzie niższa niż dotychczas oczekiwano, a w całym horyzoncie projekcji inflacja powinna utrzymać się na poziomie zgodnym z celem NBP. Prezes ocenił, że przy inflacji w okolicy celu 2,5%, poziom stopy referencyjnej powinien wynosić ok. 4%. Nasz bazowy scenariusz zakłada utrzymanie stóp w grudniu bez zmian, ale obniżki, zwłaszcza przy ew. kolejnym pozytywnym zaskoczeniu danymi o inflacji, nie można wykluczyć.

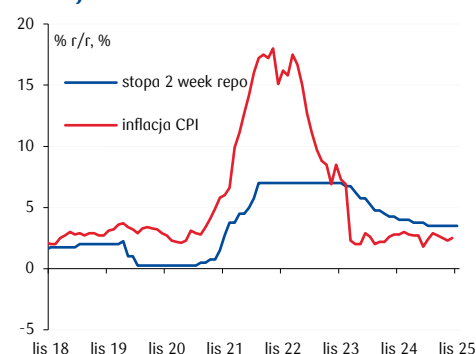
- **POL:** L.Kotecki powiedział, że seria obniżek stóp procentowych najpewniej zakończy się na początku 2026 ze stopą referencyjną w okolicy 3,75%. W ocenie członka RPP inflacja w najbliższym czasie będzie się nadal obniżać w kierunku 2,5% (ten poziom może być osiągnięty już w listopadzie), co pozwoli Radzie na kolejne, niewielkie dostosowania stóp procentowych. W jego ocenie stopa docelowa na poziomie 3,50% lub niższym, byłaby możliwa tylko w przypadku trwałego spadku inflacji poniżej celu w otoczeniu słabnącego wzrostu gospodarczego, co jak podkreślił, nie jest scenariuszem wyłaniającym się z obecnych prognoz makro. L.Kotecki dodał, że obniżka stóp w grudniu byłaby nietypowa, ale nie można jej całkowicie wykluczyć.
- **POL:** Stopa bezrobocia w październiku wg wstępnych danych MRPIPS utrzymała się na poziomie 5,6%, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami.
- **UK:** Bank Anglii utrzymał ponownie główną stopę procentową na poziomie 4,00%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami, ale nie zapadła jedomyślnie. Pięcioro bankierów z BoE głosowało za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian, a czterech za obniżką o 25 pb. BoE podał w komunikacie, że inflacja już osiągnęła swój szczyt, a proces bazowej dezinflacji postępuje, wspierany przez wciąż restrykcyjne nastawienie polityki pieniężnej. Bank ocenia, że inflacja prawdopodobnie spadnie do poziomu bliskiego 3% na początku przyszłego roku, a następnie, w ciągu kolejnego roku, stopniowo powróci do poziomu docelowego 2%. BoE poinformował, że potrzebuje więcej dowodów na to, że inflacja zmierza w kierunku poziomu docelowego zanim będzie mógł ponownie obniżyć stopy procentowe.
- **NOR:** Norges Bank pozostawił benchmarkową stopę depozytową na poziomie 4,00% po tym, jak na poprzednim posiedzeniu obniżył ją o 25 pb z 4,25%. Decyzja była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Bank zapowiedział, że obniżka stóp procentowych nastąpi w przyszłym roku i stwierdził, że nie spieszy się z łagodzeniem polityki monetarnej.
- **CZE:** Bank Czech pozostawił stopy procentowe bez zmian po raz czwarty z rzędu (stopa referencyjna na poziomie 3,5%), zgodnie z oczekiwaniami. Utrzymanie restrykcyjnej polityki jest uzasadnione m.in. podwyższoną inflacją (która w październiku zaskoczyła w górę wzrostem do 2,5% r/r) oraz zapowiedziami partii ANO dot. zwiększenia wydatków fiskalnych.
- **GER:** Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 1,3% m/m, ale nie na tyle silnie, aby zrekomensować spadek z poprzednich miesięcy - w całym 3q skurczyła się o 0,8% q/q. We wrześniu produkcja była o 1% niższa niż przed rokiem. Dane rozczarowały (kons.: 3,1% m/m i 0,1% r/r), choć można w nich dostrzec też pozytywny sygnał - wzrost produkcji w motoryzacji, a więc kluczowym sektorze przemysłu niemieckiego.
- **EUR:** Sprzedaż detaliczna we wrześniu ponownie spadła o 0,1% m/m, podczas gdy oczekiwano jej wzrostu. Dane w ujęciu r/r jednak mocno nie rozczarowały (1,0% r/r, kons.: 1,1% r/r), bo w górę zrewidowano dane za sierpień. We wrześniu źródłem spadku m/m było ograniczenie sprzedaży produktów nieżywnościowych oraz sprzedaży na stacjach benzynowych przy utrzymaniu zakupów żywności na poziomie z sierpnia.
- **CZE:** Produkcja w przetwórstwie we wrześniu wzrosła o 2,3% m/m (sa) i 1,7% r/r, nieco silniej niż oczekiwano (kons.: 1,6% r/r). Straty z sierpnia zostały odrobione w sektorach maszyn i urządzeń oraz produktów

## Inflacja i stopa procentowa w Norwegii



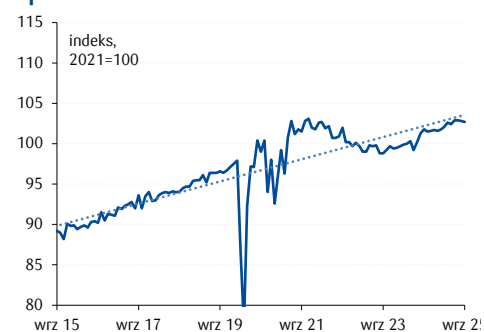
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Stopa procentowa w Czechach na tle inflacji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Sprzedaż detaliczna w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

elektrycznych, wciąż jednak spadała produkcja w motoryzacji (efekt przerw w produkcji w Hyundaiu oraz słabego popytu zewnętrznego).

- **CHN:** Eksport z Chin w październiku nieoczekiwanie obniżył się o 1,1% r/r po wzroście o 8,3% r/r we wrześniu. Pierwszy od lutego br. spadek sprzedaży zagranicznej Chin odzwierciedla obniżenie się eksportu do USA o 25% r/r, którego nie zrekompensował wzrost o 3,1% r/r sprzedaży do pozostałych państw.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 31 października</b>						
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
<b>Poniedziałek, 3 listopada</b>						
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
<b>Wtorek, 4 listopada</b>						
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	--	--	--
<b>Środa, 5 listopada</b>						
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
<b>Czwartek, 6 listopada</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% m/m	-3,7	3,1	--	1,3
GER: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-3,6	0,1	--	-1,0
CZE: Produkcja przemysłowa (wrz.)	9:00	% r/r	-4,2	1,6	--	1,7
NOR: Posiedzenie Norges Banku (.)	10:00	%	4,00	4,00	4,00	4,00
EUR: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	11:00	% r/r	1,6	1,1	--	1,0
UK: Posiedzenie BoE (.)	13:00	%	4,00	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	3,50
<b>Piątek, 7 listopada</b>						
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-	--

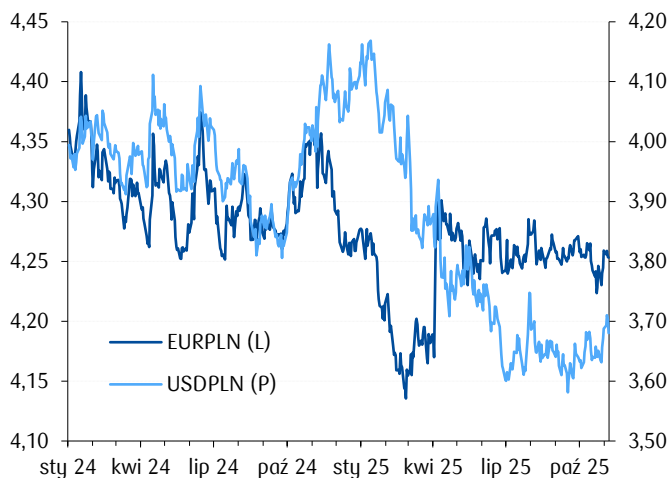
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

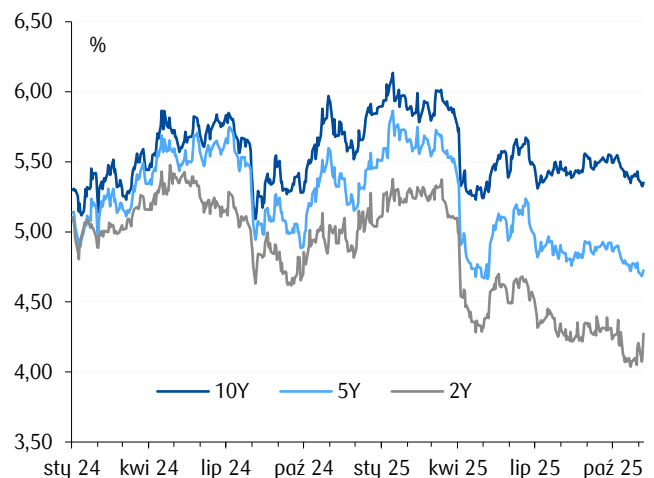
		Wartość 2025-11-06	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2530	0,0	0,2	-0,1	-1,4	-9,4
	USDPLN	3,6856	-0,5	0,4	0,3	-7,6	-23,4
	CHFPLN	4,5665	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-3,9
	GBPPLN	4,8345	0,1	0,1	-1,3	-6,7	-10,1
	EURUSD	1,1540	0,5	-0,2	-0,4	6,7	18,3
	EURCHF	0,9314	0,0	0,4	0,0	-1,2	-5,8
	GBPUSD	1,3103	0,5	-0,3	-1,7	0,8	17,2
	USDJPY	153,09	-0,8	-0,7	0,0	0,1	3,3
	EURCZK	24,33	-0,1	0,0	0,0	-3,6	-0,5
	EURHUF	386,43	0,0	-0,5	-1,3	-4,4	-4,9
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,27	15	10	9	-77	-421
	PL5Y	4,72	2	-5	-13	-62	-390
	PL10Y	5,35	3	-8	-14	-33	-301
	DE2Y	2,00	-1	1	0	-22	-9
	DE5Y	2,26	-1	1	-4	0	12
	DE10Y	2,66	-2	2	-5	22	41
	US2Y	3,56	-7	-5	-4	-64	-114
	US5Y	3,69	-8	-4	-5	-49	-67
	US10Y	4,09	-7	0	-5	-24	-3
<b>Akcje</b>	WIG	112 192,9	0,6	-0,5	3,9	36,0	120,3
	WIG20	3 006,6	1,0	-0,7	4,6	30,1	92,8
	S&P500	6 720,3	-1,1	-1,5	-0,2	12,5	80,7
	NASDAQ100	25 130,0	-1,9	-2,4	0,1	19,1	135,1
	Shanghai Composite**	4 000,1	-0,2	0,3	1,7	15,3	33,4
	Nikkei**	50 071,6	-1,6	-2,4	3,1	27,1	81,0
	DAX	23 734,0	-1,3	-1,6	-3,6	22,6	80,8
	VIX	20,39	3,2	6,7	5,9	28,8	-21,9
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	63,4	-0,2	-2,5	-2,8	-16,2	-33,1
	Ropa WTI	60,2	-0,3	-1,8	-3,4	-17,1	-31,7
	Złoto	3982,1	0,1	-0,3	-1,1	47,6	144,6

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

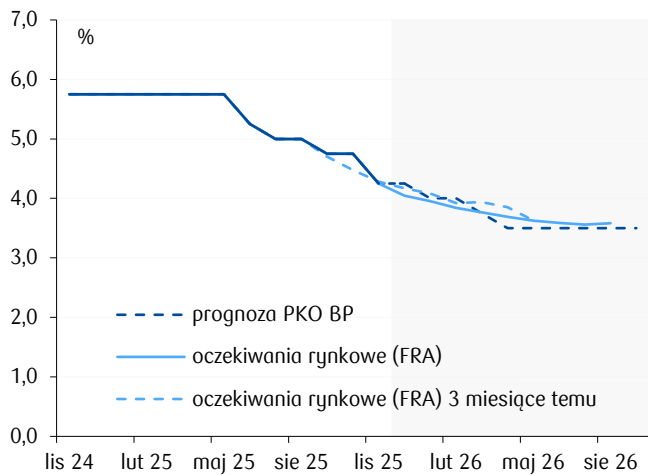
### Notowania złotego wobec głównych walut



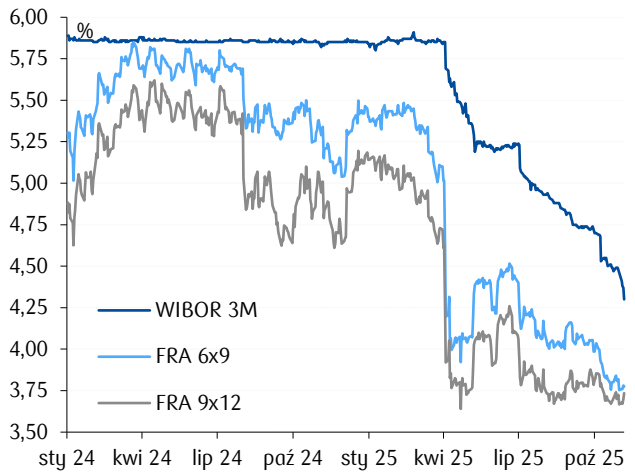
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



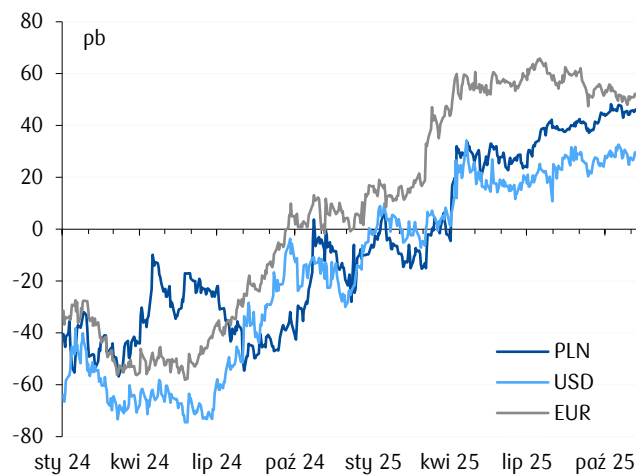
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



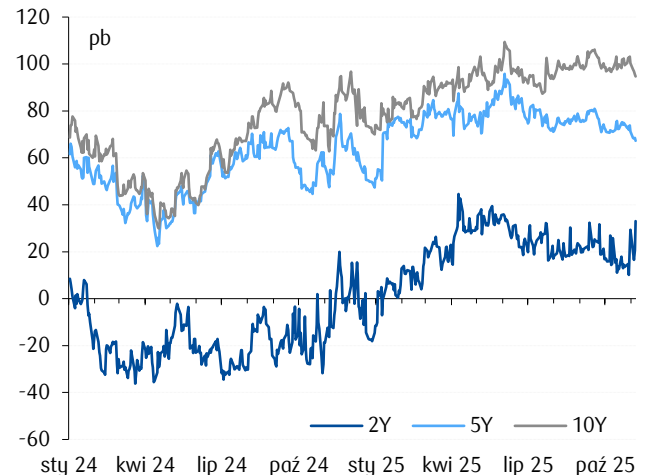
### Krótkoterminowe stopy procentowe



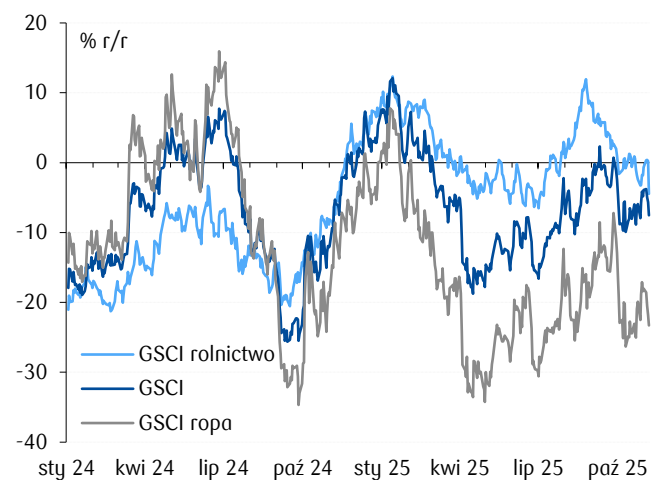
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



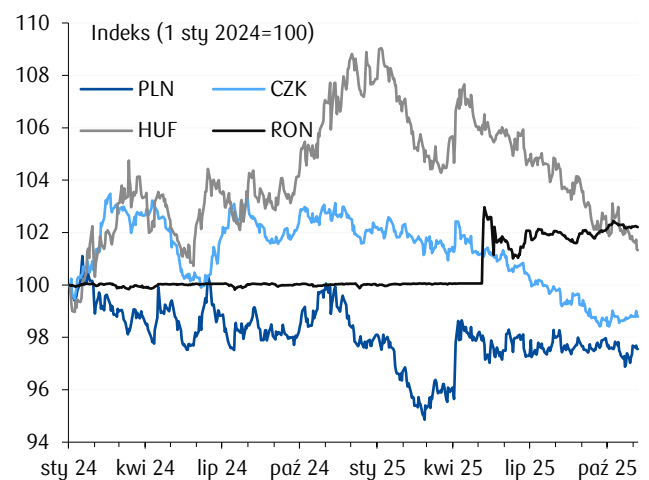
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

