

Optymistyczna i motywująca ocena S&P

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Wizja zakończenia *shutdownu* rządu federalnego w USA wsparła we wtorek amerykańskie giełdy - na zamknięciu Dow Jones Industrial osiągnął nowy rekord. Wczoraj rynek obligacji w USA był zamknięty za względu na Dzień Weterana, jednak dzisiaj widoczne są spadki rentowności, po tym jak rozczarowujące alternatywne dane z rynku pracy w USA wzmocniły oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w grudniu. Złoty od kilku dni znajduje się w trendzie aprecjacyjnym - EURPLN obniżył się wczoraj do 4,23, a USDPLN poniżej 3,65.
- W tym tygodniu na pierwszy plan wysuwa się przełamanie impasu ws. zamknięcia rządu USA (więcej w przeglądzie wydarzeń) - możliwe nawet, że rząd otworzy się już dziś. Ważne będą też publikacje krajowe - wstępny szacunek PKB za 3q25 (jutro), finalne dane o inflacji CPI za październik (piątek) oraz informacje o bilansie płatniczym za wrzesień (jutro).
- Wzrost krajowego PKB w 3q25 z dużym prawdopodobieństwem przyspieszył względem 3,3% r/r w 2q25 - wg konsensusu do 3,7% r/r, wg naszych szacunków nawet do 3,9% r/r. Na wzrost dynamiki wskazują dane o aktywności w 3q25, sygnalizujące ożywienie w przemyśle (związane w dużej mierze ze wzrostem inwestycji) oraz utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej i konsumpcji prywatnej. Na pełną strukturę danych musimy jednak poczekać do 1 grudnia - w czwartek opublikowany będzie tylko szybki szacunek dynamiki PKB ogółem.
- Zakładamy, że finalne dane inflacyjne za październik potwierdzą szacunek *flash*. Inflacja CPI zgodnie ze wstępnym szacunkiem obniżyła się do 2,8% r/r z 2,9% r/r we wrześniu, a jej spadkowi towarzyszyła najpewniej redukcja inflacji bazowej w okolice 3,0% r/r (z 3,2% r/r we wrześniu). Dane o bilansie płatniczym powinny pokazać redukcję miesięcznego deficytu obrotów bieżących we wrześniu (wg nas do -1,3 mld EUR, kons.: -1,4 mld EUR) przy solidnych dynamikach eksportu (PKOe: 3,7% r/r) i importu (PKOe: 5,8% r/r).
- Dziś zainteresowanie wzbudzą ostateczne dane o inflacji z Niemiec (wstępny szacunek pokazał spowolnienie wzrostu cen konsumpcyjnych w październiku do 2,3% r/r z 2,4% r/r we wrześniu). W regionie EŚW poznamy dane o inflacji z Rumunii (kons.: 9,8% r/r w październiku wobec

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

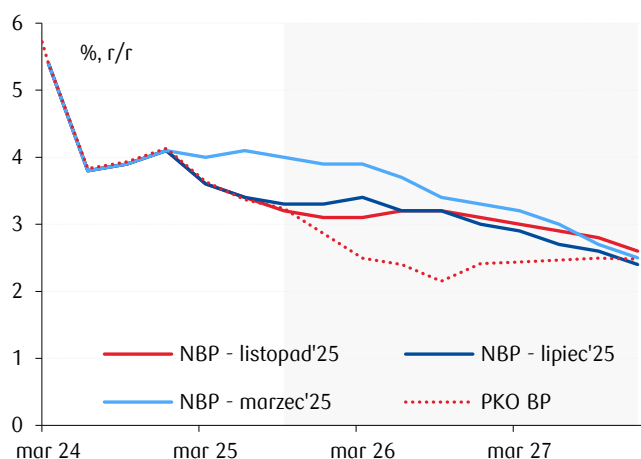
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

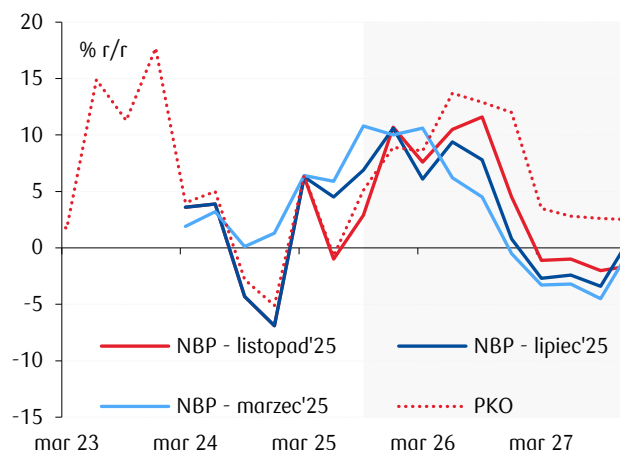
	Wartość 2025-11-11	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2300	-0,1
USDPLN	3,6481	-0,5
CHFPLN	4,5616	0,3
GBPPLN	4,8033	-0,5
EURUSD	1,1595	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,23	0
PL5Y	4,73	0
PL10Y	5,34	0
DE10Y	2,66	-1
US10Y	4,11	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	112 668,1	0,0
DAX	24 088,1	0,5
S&P500	6 846,6	0,2
Nikkei**	51 040,6	0,4
Shanghai	4 003,4	0,0
Comp.**		
Surowce:		
Złoto	4113,01	0,5
Ropa Brent	65,16	1,7

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.

Inflacja bazowa - projekcja NBP oraz prognoza PKO BP



Inwestycje - projekcja NBP oraz prognoza PKO BP



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

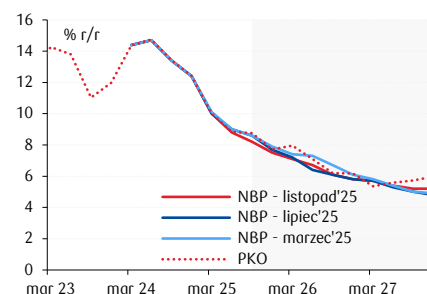
9,9%r/r we wrześniu), które poprzedzą **decyzję NBR w sprawie stóp procentowych**. Zakładamy, podobnie jak konsensus, że Bank Rumunii, wobec utrzymującej się wysokiej inflacji, pozostawi stopy bez zmian (6,50%).

- **W piątek Eurostat opublikuje kolejny szacunek PKB ze strefy euro za 3q25.** Wstępne dane wskazały na nieznaczne spowolnienie wzrostu do 1,3% r/r wobec 1,5% r/r w 2q25, spowodowane głównie efektami bazy z ub.r. (przy lekkim przyspieszeniu wzrostu q/q – do 0,2% z 0,1% w 2q25).
- W USA zgodnie z harmonogramem w czwartek powinny pojawić się dane o inflacji CPI za październik, ale w związku z trwającym zamknięciem rządu nie liczymy na nie w tym tygodniu (BLS zapowiedział po przesuniętej publikacji wrześniowej, że nie planuje kolejnych odstępstw od zasady niepublikowania danych podczas *shutdownu*). Jednocześnie możliwy koniec zawieszenia rządu może przyspieszyć publikację danych w kolejnych tygodniach.
- Na ten tydzień zaplanowane zostały liczne wystąpienia bankierów centralnych – z Fed wypowiadać się mają: J.Williams, A.Paulson, R.Bostic, A.Musalem, B.Hammack, L.Logan, J.Schmid, a z EBC: L.de Guindos, I.Schnabel.
- **W czwartek i piątek odbędą się przesłuchania kandydatów na członków Rady Fiskalnej** – przed Sejmową Komisją Finansów Publicznych.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

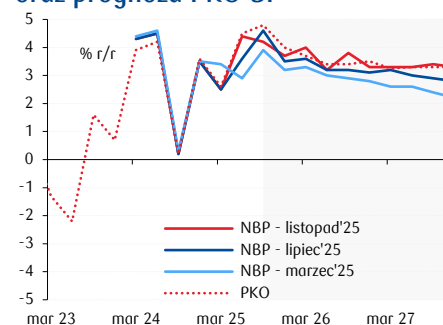
- **USA:** Senat w poniedziałek wieczorem przegłosował projekt prowizorium budżetowego, który, jeśli zostanie przyjęty przez Izbę Reprezentantów (głosowanie prawdopodobnie dziś wieczorem) i podpisany przez Prezydenta, zakończyłby najdłuższy w historii *shutdown* (dziś mija 43. dzień). Głosowanie zakończyło się wynikiem 60:40, co wynika z wyłamania się siedmiorga senatorów Demokratów i jednego niezależnego. D.Trump wyraził zadowolenie z wypracowanego kompromisu. Z kolei lider Demokratów w Senacie Ch.Schumer, który forsował decyzję o zamknięciu rządu, wyraził rozczarowanie postawą senatorów, którzy głosowali za prowizorium. Wypracowany kompromis zakłada przedłużenie finansowania rządu do 30 stycznia 2026, cofnięcie zwolnień pracowników federalnych podczas *shutdownu* i gwarancję wypłaty wynagrodzeń dla pracowników, którzy ich dotychczas nie otrzymywali. **Kompromis zawiera też (tylko) obietnicę przeprowadzenia głosowania nad przedłużeniem wygasających z końcem roku dopłat do ubezpieczeń zdrowotnych (główny cel polityczny Demokratów związany z *shutdownem*), ale bez gwarancji przywrócenia tych dopłat.** Jednocześnie Sąd Apelacyjny orzekł, że rząd, mimo *shutdownu*, nie może wstrzymać wypłaty 4 mld USD przeznaczonych na bony żywnościowe dla 42 mln najbardziej potrzebujących Amerykanów (SNAP).
- **POL:** Listopadowa projekcja NBP zakłada wyższą ścieżkę wzrostu PKB i niższą inflacji CPI względem lipcowej rundy, co było podstawą do ostatniej obniżki stóp przez RPP. Inflacja CPI w 2026 ma wynieść 2,9% r/r (-0,2 pp względem projekcji z lipca; 2,6% wg PKO BP), a w 2027 osiągnąć cel inflacyjny (+0,1 pp względem lipca). Inflacja bazowa spadnie z 3,7% r/r w 2025 do 3,1% r/r w 2026 (-0,1 pp; 2,4% wg PKO BP), a w 2027 do 2,9% r/r – pozostając przez cały horyzont powyżej celu. Głównym źródłem dezinflacji będą ceny żywności, których dynamika ma spaść do 2,7% r/r w 2026 (-0,9 pp) i 2,0% r/r w 2027, co odzwierciedla spadki cen na rynkach globalnych. Z kolei prognoza dla cen energii została podniesiona – w 2026 mają wzrosnąć o 2,7% r/r, co wynika z odmrożenia cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych (zgodnie z obowiązującym prawem). **Projekcja nie uwzględnia wprowadzenia systemu ETS2 w 2027, które – jak już wiadomo – zostało przesunięte co najmniej na 2028.** Inflację w 2026 będą dodatkowo podbijać: wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty oraz wciąż wysoka dynamika cen usług administrowanych (m.in. wywóz śmieci, kanalizacja, zimna woda). **Jednocześnie maleje presja kosztowa ze strony rynku pracy** – dynamika ULC ma spaść do 2,8% w 2026 i 2,4%

Wynagrodzenia w gospodarce narodowej - projekcja NBP oraz prognoza PKO BP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Konsumpcja prywatna - projekcja NBP oraz prognoza PKO BP



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

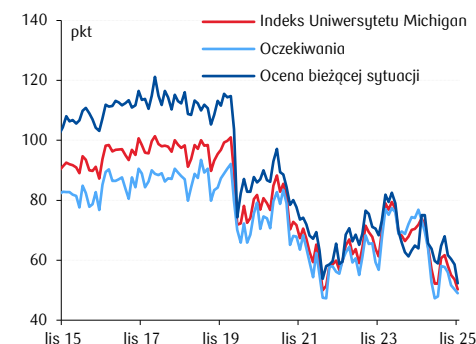
w 2027, co wynika z wolniejszego wzrostu płac, stabilizacji wydajności pracy i słabszej presji płacowej (potwierdzonej w badaniach ankietowych). **Luka popytowa pozostaje bliska zera, co oznacza brak istotnej presji popytowej na inflację.** NBP wskazał również, że rosnąca konkurencyjność z Chin będzie miała efekt dezinflacyjny. Prognoza PKB na 2025 została obniżona do 3,4% r/r (z 3,6%), choć - jak zaznaczono - po dobrych danych wrześniowych wzrost może być wyższy (projekcja oparta jest na danych do 15 października). **Znacząco podniesiono prognozę na 2026 do 3,7% r/r (+0,6 pp), a w 2027 przewiduje się spowolnienie do 2,6% r/r (+0,1 pp), głównie z powodu wygaszenia efektów KPO i wzrostu realnej stopy procentowej (przy założeniu stopy referencyjnej na poziomie 4,5%).** Wśród negatywnych trendów wskazano: spowolnienie konsumpcji w ślad za niższym wzrostem realnych wynagrodzeń, ograniczony wkład eksportu netto (przy umiarkowanym ożywieniu w strefie euro) oraz niekorzystne zmiany demograficzne, które ograniczają liczbę osób aktywnych zawodowo. Projekcja uwzględnia natomiast szerokie plany inwestycyjne: morskie farmy wiatrowe (130 mld PLN do 2040), sieci przesyłowe (64 mld PLN do 2034) oraz zakupy sprzętu wojskowego. NBP prognozuje również wzrost bezrobocia, choć wynika on głównie ze zmiany metodologii, o czym już wcześniej pisaliśmy. **Całościowo projekcja daje pewną przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych.** Nasz scenariusz bazowy zakłada stabilizację parametrów polityki pieniężnej w grudniu, ale przy kolejnym pozytywnym zaskoczeniu inflacyjnym, obniżki nie można wykluczyć.

- **POL:** H.Wnorowski (RPP) ocenił, że szanse na kolejną obniżkę stóp w grudniu są „bardzo, bardzo niewielkie”. Wskazał, że po serii redukcji (łącznie o 150 pb w 2025) Rada powinna teraz obserwować efekty wcześniejszych decyzji i zachować ostrożność. Podkreślił, że jego ocena jest bardziej zachowawcza niż sugestie Prezesa A.Głapińskiego z konferencji prasowej. **H.Wnorowski przyznał, że ostatnia decyzja o cięciu o 25 pb w listopadzie była „łatwa i potrzebna”,** m.in. dzięki czwartemu z rzędu odczytowi inflacji w celu i spadkowi inflacji bazowej. Zaznaczył jednak, że polityka pieniężna musi pozostać wyważona, aby uniknąć konieczności powrotu do podwyżek. **W odniesieniu do 2026 stwierdził, że przy utrwaleniu inflacji w pobliżu 2,5%, stopy mogą być niższe niż 4%, czyli poziomowi który sugerował Prezes,** choć dodał, że przez dłuższy czas pozostaną wyższe niż przed pandemią. O ewentualnych dalszych ruchach zdecydują dane i kolejne projekcje - według H.Wnorowskiego najwcześniej zmiany stóp można oczekiwać po marcowej projekcji NBP.
- **POL:** I.Dąbrowski (RPP) ocenił, że listopadowa obniżka stóp NBP nie była ostatnią, a kolejna redukcja stóp może wystąpić w grudniu lub w kolejnych miesiącach. Według niego na koniec cyklu obniżek stóp **główna stopa procentowa może wynieść 3,5%.**
- **POL:** Agencja S&P potwierdziła długoterminowy rating Polski w walucie obcej na poziomie „A-”, i utrzymała bez zmian jego stabilną perspektywę. Wcześniej agencje Fitch i Moody's zdecydowały się na obniżenie perspektywy ratingu Polski. S&P oceniła, że stabilna perspektywa odzwierciedla równowagę między długookresowymi perspektywami wzrostu gospodarczego względem ryzyka związanego z szybko rosnącym zadłużeniem. Agencja oceniła, że ocena kredytowa Polski mogłaby zostać obniżona, m.in. gdyby znacząco pogorszyły się średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego, w połączeniu z nierównowagami makroekonomicznymi lub ewentualną eskalacją wojny w Ukrainie. Podwyżka ratingu byłaby możliwa gdyby deficyty fiskalne zostały zredukowane do niższych poziomów, a pozytywnym czynnikiem byłoby m.in. zapewnienie rozsądnego prowadzenia polityki fiskalnej i utrzymanie napływu funduszy UE. Agencja odnotowuje impas polityczny w Polsce, co będzie komplikować wysiłki w kierunku konsolidacji fiskalnej. S&P uważa, że rząd koncentruje się na realizacji programu wyborczego i nie kładzie nacisku na zacieśnienie

polityki fiskalnej. Agencja ocenia, że zapowiedziane na 2026 zmiany po stronie dochodowej to pierwszy krok w dobrym kierunku. Uważamy, że obecna decyzja agencji opiera się w dużej mierze na założeniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. **W scenariuszu spowolnienia, Polska może być bardziej podatna na zagrożenia, a mniejszy optymizm rynków mógłby potencjalnie wymusić silniejszą konsolidację fiskalną. Według nas decyzja S&P to nie tylko pozytywny sygnał dla rynków (które obawiały się obniżenia perspektywy), ale też zachęta dla rządu by zintensyfikować działania w kierunku redukcji deficytu.**

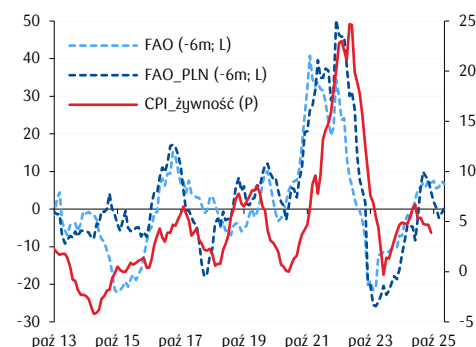
- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej w 3q25 wzrosło o 7,5% r/r, co oznacza spowolnienie względem dynamiki 8,8% r/r odnotowanej w 2q25. Tempo wzrostu okazało się niższe od oczekiwań - nasza prognoza zakładała wzrost o 9,0% r/r, natomiast (piątkowa) projekcja NBP wskazywała na 8,2% r/r. Opublikowane dane sugerują, że dynamika płac dostosowuje się szybciej niż przewidywano do spadającej inflacji.
- **USA:** Koniunktura konsumencka, wg indeksu Uniwersytetu Michigan, w listopadzie nadal się pogarszała, a mierzący ją indeks spadł do 50,3 pkt. z 53,6 pkt. miesiąc wcześniej. Spadek był wyraźny i obejmował wszystkie grupy dochodowe oraz wiekowe. Pogorszeniu uległy zarówno oceny bieżącej sytuacji (-6,3 pkt.), jak i oczekiwania (-1,3 pkt.). Oczekiwania inflacyjne nieznacznie się obniżyły, lecz wciąż utrzymują się na podwyższonym poziomie. Oceny własnej sytuacji finansowej spadły do najniższego poziomu od sześciu lat, a warunki do zakupu dóbr trwałego użytku są najgorsze od połowy 2022. 71% ankietowanych spodziewa się wzrostu bezrobocia w ciągu najbliższego roku, a obawy o utratę pracy osiągnęły najwyższy poziom od marca 2025. Konsumenci odczuwają presję z wielu stron - zarówno w związku z wysokimi kosztami życia, jak i pogarszającą się sytuacją na rynku pracy. Nastroje dodatkowo pogarsza przedłużający się paraliż administracji federalnej.
- **CHN/USA:** Biały Dom ogłosił, że Chiny zdecydowały się znieść kontrolę eksportu metali ziem rzadkich i wydały licencje ogólne na ich sprzedaż, w tym do USA. Porozumienie, wg Amerykanów, ma zapewnić stabilny dostęp do niezbędnych materiałów dla zachodnich firm. Chiny zobowiązały się również do wstrzymania eksportu prekursorów fentanylu i złagodzenia ograniczeń wobec amerykańskich firm z branży półprzewodników. Z kolei zgodnie z komunikatem Chin zakaz eksportu metali zostanie zawieszony do 27 listopada 2026, ale nie pojawiły się w nich inne informacje podawane przez Białą Dom (m.in. o licencjach ogólnych). Chiny ogłosiły również zawieszenie na rok sankcji na amerykańskie spółki stoczniowe (nałożone 14 października 2025).
- **ŚWIAT:** Indeks globalnych cen żywności wg FAO obniżył się w październiku o 0,3% r/r, kończąc niemal roczny okres dodatniej dynamiki rocznej. W przeliczeniu na PLN spadek wyniósł 8,1% r/r i był najsilniejszy od ponad roku. Dane sugerują, że ogólny trend presji inflacyjnej w obszarze cen żywności powinien nadal słabnąć.
- **EUR:** Aktywność w sektorze usług w strefie euro wzrosła w sierpniu o 1,7% r/r (poprzednio 1,9% r/r). W Niemczech wzrost usług wyhamował do 0,4% r/r z 1,8% r/r, co sygnalizuje osłabienie jednego z kluczowych motorów gospodarki. W Polsce dynamika usług spadła do 5,4% r/r z 6,2% r/r, ale nadal pozostaje wysoka - szczególnie w handlu nieruchomościami (7,1% r/r) oraz hotelarstwie i gastronomii (3,2% r/r). Dane GUS mogą nieznacznie różnić się od Eurostatu z uwagi na odmienną metodykę.
- **GER:** Eksport we wrześniu wzrósł o 2,0% r/r, odrabiając wcześniejszy spadek o 0,8% r/r w sierpniu, a import zwiększył się o 3,1% r/r po wcześniejszym spadku o 1,3% r/r. Nadwyżka handlu towarami w ujęciu płynnego roku wyniosła 4,6% PKB (najniżej od prawie dwóch lat). USA

Indeks Uniwersytetu Michigan



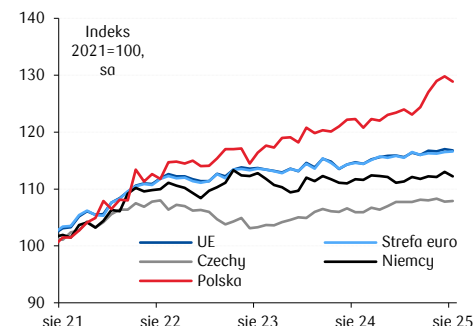
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks cen żywności wg FAO na tle inflacji żywności w Polsce



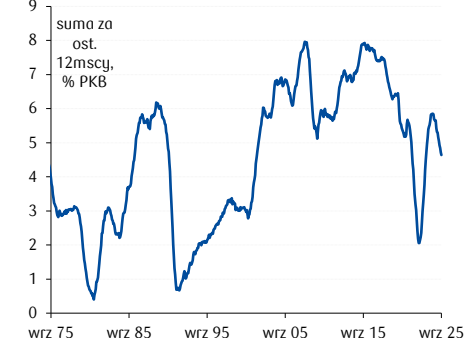
Źródło: FAO, PKO Bank Polski.

Aktywność w usługach w UE



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Saldo handlowe w Niemczech

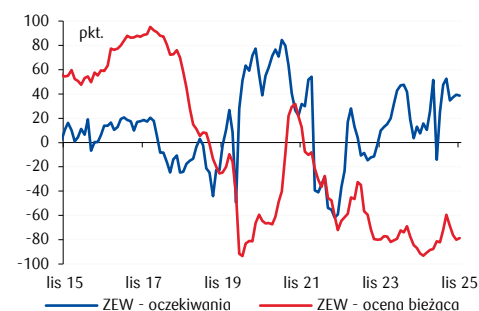


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

pozostają największym odbiorcą eksportu, choć odnotowano spadek o 10% r/r, a eksport do Chin maleje już 17. miesiąc z rzędu. **Jednocześnie eksport do Polski rośnie dynamicznie o 14% r/r** (10. miesiąc wzrostu) co potwierdza trendy nearshoringowe.

- **GER:** Indeks koniunktury ZEW w listopadzie obniżył się do 38,5 pkt. z 39,3 pkt. w październiku, wbrew oczekiwaniom na istotną poprawę do 41 pkt. Wskaźnik oceny bieżącej sytuacji marginalnie się poprawił (do -78,7 pkt. z -80,0 pkt.). Niski poziom nastrojów, wg komentarza ZEW, wynika z braku zaufania do zdolności niemieckiej polityki gospodarczej do sprostania wyzwaniom, w tym rozwiązania strukturalnych problemów Niemiec.
- **EU:** Indeks nastrojów inwestorów Sentix dla strefy euro w listopadzie obniżył się do -7,4 pkt. z -5,4 pkt. miesiąc wcześniej, przy oczekiwaniach poprawy do -4,0 pkt (analogicznie jak w przypadku niemieckiego ZEW).
- **CZE:** Inflacja CPI w październiku wzrosła do 2,5% r/r z 2,3% r/r we wrześniu. Ostateczne dane potwierdziły wskazania z odczytu flash. Inflacja bazowa pozostała bez zmian na poziomie 2,8% r/r, zgodnie z prognozą CNB.
- **HUN:** Inflacja CPI w październiku pozostała bez zmian na poziomie 4,3% r/r, poniżej rynkowych oczekiwań (4,5% r/r). Mimo pozytywnego zaskoczenia na wskaźniku ogółem, inflacja bazowa wzrosła do 4,2% r/r z 3,9% r/r we wrześniu, co sygnalizuje, że presja cenowa pozostaje wysoka. Inflacja usługowa wzrosła do 6,7% r/r z 5,7% r/r we wrześniu. Mieszany wydźwięk danych powinien utwierdzić MNB w decyzji o dalszej stabilizacji poziomu stóp procentowych.
- **HUN:** Rząd podwyższył prognozę deficytu fiskalnego w 2025 do 5% PKB (wcześniej 4,3% PKB) oraz zakłada jego stabilizację na poziomie 5% w 2026 (wcześniej 3,7% PKB). Rewizja w kierunku głębszego deficytu może być odbierana jako konsekwencja przedwyborczych wydatków rządu.
- **UE:** Przewodnicząca KE U.von der Leyen zapowiedziała poprawki do projektu perspektywy finansowej UE na lata 2028-34. Wcześniej PE zagroził zablokowaniem dalszego jego procedowania, jeśli KE nie dokona w nim zmian. Korekty zakładać będą m.in. wzmocnienie roli regionów w wydatkowaniu środków UE i wzmocnienie tożsamości Wspólnej Polityki Rolnej. Według nas oznacza to częściowe wycofanie się z proponowanych przez KE reform.
- **USA/SWI:** Prezydent D.Trump poinformował, że USA i Szwajcaria są bliskie podpisania umowy handlowej, która obniży nałożone przez USA cła w wysokości 39%. Według doniesień medialnych cła na szwajcarski eksport mogą zostać obniżone do 15%, tożsamej stawki do wynegocjowanej przez UE.
- **USA:** Prezydent D.Trump napisał, że każdy amerykański podatnik (poza najbogatszymi) otrzyma co najmniej 2 tys. USD „dywidendy” z przychodów z ceł. Jednakże sekretarz skarbu S.Bessent stwierdził, że prezydentowi mogło chodzić tylko o dodatkowe wpływy fiskalne lub dodatkowe ulgi podatkowe. E.York z Tax Foundation szacuje, że przy progu wynoszącym 100 tys. USD dochodu rocznie, „dywidendy” kosztowałyby ok. 300 mld USD, a dodatkowe wpływy z ceł wynoszą obecnie tylko 120 mld USD, a w 2026 mogłyby wynieść 216 mld USD.
- **POL:** Prezydent K.Nawrocki przedstawił projekt ustawy "Tani prąd -33%", który zakłada obniżenie cen energii elektrycznej o 33% dla gospodarstw domowych i o 20% dla przedsiębiorstw poprzez cztery kluczowe mechanizmy: przeniesienie finansowania systemów wsparcia OZE, likwidację opłaty mocy, kogeneracyjnej i przejściowej, redukcję obowiązków umorzeniowych dla zielonych i niebieskich certyfikatów energetycznych do 0,5%, obniżenie opłat dystrybucyjnych oraz powrót do stawki VAT na energię w wysokości 5% zamiast 23%. Całkowity koszt budżetowy propozycji wynosi około 14 mld PLN.

Indeks koniunktury ZEW dla Niemiec



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 7 listopada						
GER: Eksport (wrz.)	8:00	% m/m	-0,8	0,4	--	2,0
GER: Import (wrz.)	8:00	% m/m	-1,3	0,0	--	3,1
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	--	50,3
POL: Rating wg S&P	--	--	A-	--	A-	A-
Poniedziałek, 10 listopada						
EUR: Indeks Sentix (lis.)	10:30	pkt.	-5,4	-4,5	--	-7,4
Wtorek, 11 listopada						
HUN: Inflacja CPI (paż.)	8:30	% r/r	4,3	4,5	--	4,3
CZE: Inflacja CPI (paż., rew.)	9:00	% r/r	2,3	2,5	--	2,5
GER: Indeks instytutu ZEW (lis.)	11:00	pkt.	39,3	41,0	--	38,5
Środa, 12 listopada						
ROM: Wynagrodzenie (wrz.)	8:00	% r/r	4,4	--	--	--
ROM: Inflacja CPI (paż.)	8:00	% r/r	9,88	9,80	--	--
GER: Inflacja CPI (paż., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (paż., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,3	--	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,5	6,5	6,5	--
Czwartek, 13 listopada						
ROM: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-1,1	0,0	--	--
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	3,3	3,7	3,9	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	10:00	mld CZK	-0,67	1,66	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (wrz.)	11:00	% r/r	1,1	2,1	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	14:00	mld EUR	-3,987	-1,422	-1,343	--
POL: Eksport (wrz.)	14:00	% r/r	-1,4	4,6	3,7	--
POL: Import (wrz.)	14:00	% r/r	-1,2	6,0	5,8	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	--	--	--	--
USA: Inflacja CPI (paż.)	14:30	% r/r	3,0	3,0	--	--
USA: Inflacja bazowa (paż.)	14:30	% r/r	3,0	3,0	--	--
ROM: Rachunek bieżący od początku roku (wrz.)	--	mld RON	-18,789	--	--	--
Piątek, 14 listopada						
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,3	0,6	--	--
POL: Inflacja CPI (paż., rew.)	10:00	% r/r	2,9	2,8	2,8	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,3	1,3	--	--
EUR: Bilans handlowy (wrz.)	11:00	Mld EUR	9,7	--	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (paż.)	14:30	% m/m	--	--	--	--
USA: Inflacja PPI (paż.)	14:30	% r/r	--	--	--	--

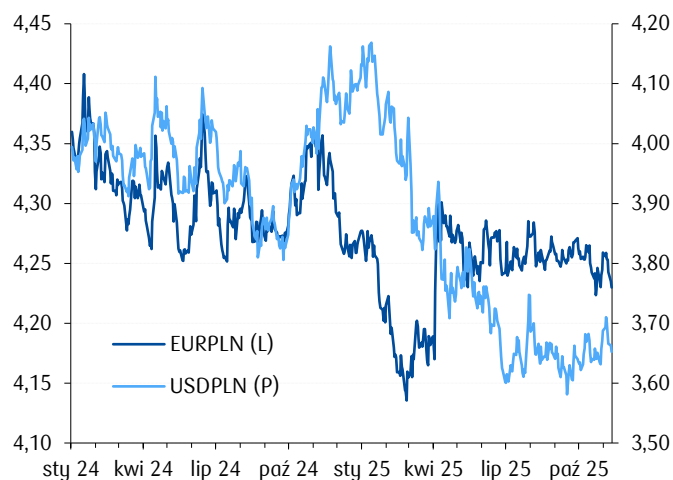
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

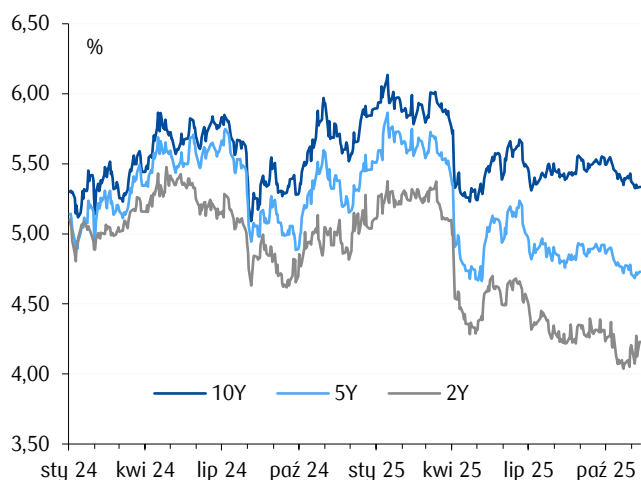
		Wartość 2025-11-11	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2300	-0,1	-0,7	-0,8	-2,9	-9,7
	USDPLN	3,6481	-0,5	-1,6	-0,8	-11,2	-21,6
	CHFPLN	4,5616	0,3	-0,4	-0,6	-2,0	-3,4
	GBPPLN	4,8033	-0,5	-0,6	-1,8	-8,0	-10,5
	EURUSD	1,1595	0,4	0,9	0,0	9,3	15,2
	EURCHF	0,9274	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	-6,5
	GBPUSD	1,3177	0,2	1,0	-0,9	3,2	13,9
	USDJPY	153,99	0,0	0,4	1,4	-0,3	5,8
	EURCZK	24,24	-0,2	-0,6	-0,3	-4,6	-0,2
	EURHUF	385,38	0,5	-0,7	-1,9	-6,2	-4,1
Obligacje	PL2Y	4,23	0	16	12	-79	-374
	PL5Y	4,73	0	4	-5	-66	-334
	PL10Y	5,34	0	1	-9	-45	-249
	DE2Y	2,00	0	0	7	-13	-20
	DE5Y	2,26	-1	0	6	8	7
	DE10Y	2,66	-1	0	5	31	39
	US2Y	3,59	0	1	12	-75	-108
	US5Y	3,71	0	1	11	-60	-60
	US10Y	4,11	0	3	9	-32	-2
Akcje	WIG	112 668,1	0,0	1,2	5,6	39,0	111,3
	WIG20	3 019,3	0,0	1,4	6,2	33,8	83,6
	S&P500	6 846,6	0,2	1,1	3,0	14,4	78,9
	NASDAQ100	25 533,5	-0,3	0,4	3,9	21,2	130,9
	Shanghai Composite**	4 003,4	0,0	1,1	3,6	17,0	30,6
	Nikkei**	51 041,1	0,4	-0,9	9,0	29,6	83,1
	DAX	24 088,1	0,5	0,6	-0,6	26,6	76,0
	VIX	19,24	0,0	-6,1	-6,1	22,3	-26,5
Surowce	Ropa Brent	65,2	1,7	1,1	4,4	-9,4	-31,7
	Ropa WTI	60,9	0,0	-0,7	2,0	-10,9	-31,5
	Złoto	4113,0	0,5	3,8	-0,7	58,2	142,1

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

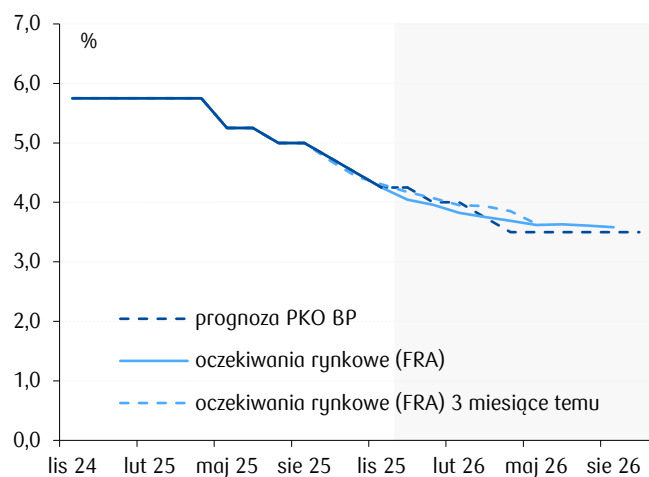
Notowania złotego wobec głównych walut



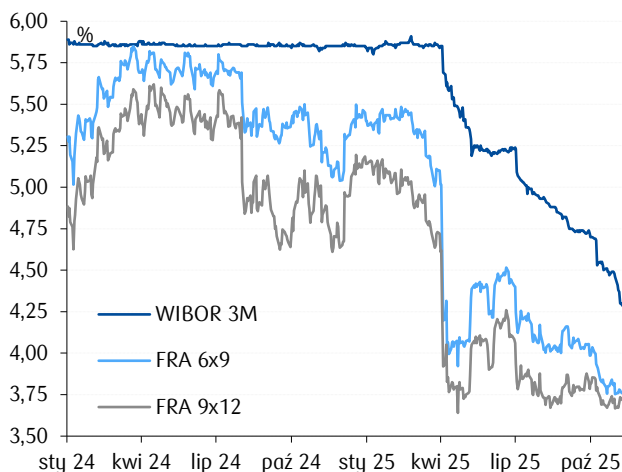
Rentowności polskich obligacji skarbowych



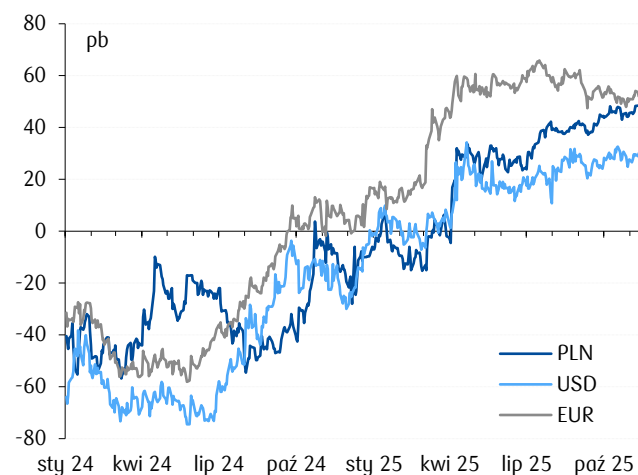
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



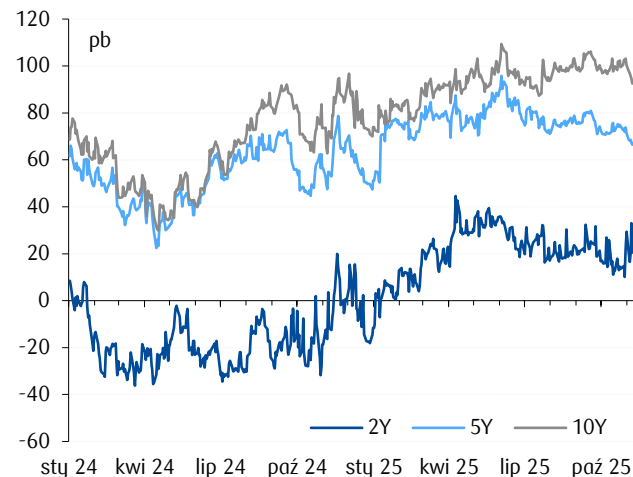
Krótkoterminowe stopy procentowe



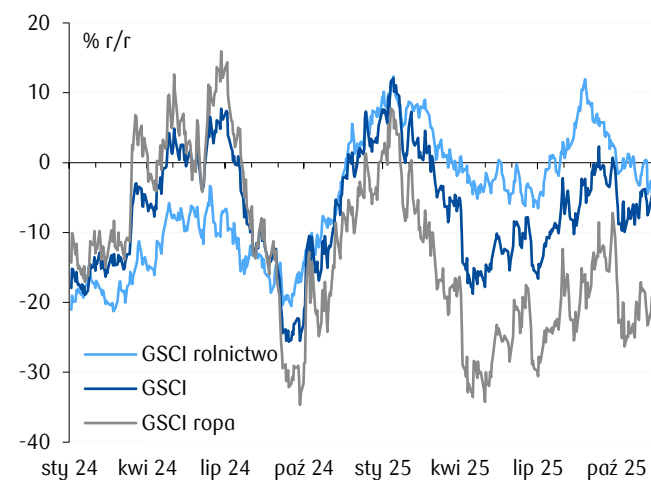
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



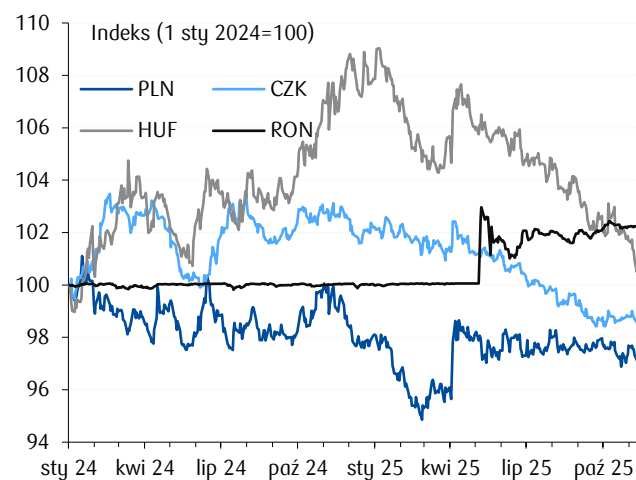
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.