

Jesienne przyspieszenie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Rosnące obawy o brak obniżki stóp Fed na posiedzeniu w grudniu (m.in. za sprawą braku danych z powodu zakończonego już *shutdownu*) przyczyniły się do istotnych spadków na amerykańskich giełdach. Spadały także indeksy akcyjne w Europie, również w Polsce. Euro umocniło się względem dolara, a kurs EURUSD zakończył dzień powyżej 1,16. Złoty był stabilny wobec euro i zyskał względem dolara. Rentowności amerykańskich obligacji rosły wzdłuż całej długości krzywej, zaś polskich spadały.
- Dziś w kraju najważniejsze będą ostateczne dane o inflacji CPI w październiku** – zakładamy, że potwierdzą szacunek *flash*, zgodnie z którym inflacja obniżyła się do 2,8 r/r z 2,9% r/r we wrześniu. Szczegółowe dane pozwolą nam też lepiej oszacować inflację bazową – na ten moment szacujemy, że obniżyła się w okolice 3,0% r/r z 3,2% r/r miesiąc wcześniej.
- W strefie euro poznamy kolejny szacunek PKB 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). Poza tym Eurostat opublikuje dane o bilansie handlowym we wrześniu.
- W kalendarzu znajdują się jeszcze publikacje danych o sprzedaży detalicznej oraz inflacji PPI w USA, jednak najprawdopodobniej również te dane nie zostaną opublikowane w terminie.

PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Wzrost PKB w 3q25 (w cenach stałych roku poprzedniego) przyspieszył do 3,7% r/r z 3,3% r/r w 2q25, zgodnie z oczekiwaniami (PKO: 3,9% r/r, kons.: 3,7% r/r). W porównaniu z poprzednim kwartałem odsezonowany PKB ponownie zwiększył się o 0,8% do poziomu o 3,7% wyższego niż przed rokiem (wobec 3,0% r/r sa w 2q25). Taka dynamika plasuje nasz kraj w czołówce państw UE, które opublikowały już dane. W całej UE w 3q25 PKB wzrósł o 1,5% r/r. Szczegółowe dane poznamy dopiero na początku grudnia, ale szacujemy, że głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostawała konsumpcja. Dane za 3q25 wpisują się w nasz scenariusz wzrostu PKB o 3,5% r/r w 2025 i 2026 i nie widzimy podstaw do jego rewizji. Więcej w Makro Flash: [Wzrost PKB przyspiesza do 3,7%](#).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

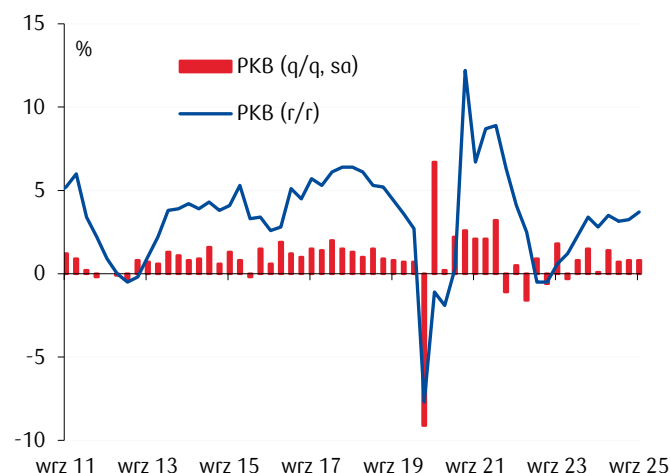
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

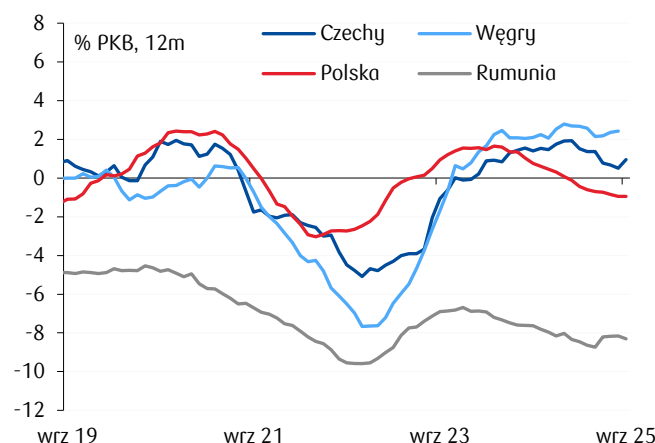
	Wartość 2025-11-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2288	-0,2
USDPLN	3,6331	-0,6
CHFPLN	4,5827	0,0
GBPPLN	4,7978	0,1
EURUSD	1,1640	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,29	6
PL5Y	4,70	-2
PL10Y	5,34	0
DE10Y	2,69	4
US10Y	4,12	5
Indeksy akcyjne:		
WIG	112 532,5	-0,2
DAX	24 041,6	-1,4
S&P500	6 737,5	-1,7
Nikkei**	50 376,5	-1,8
Shanghai Comp.**	4 006,2	-0,6
Surowce:		
Złoto	4210,12	0,6
Ropa Brent	63,01	0,5

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.

Dynamika PKB w Polsce



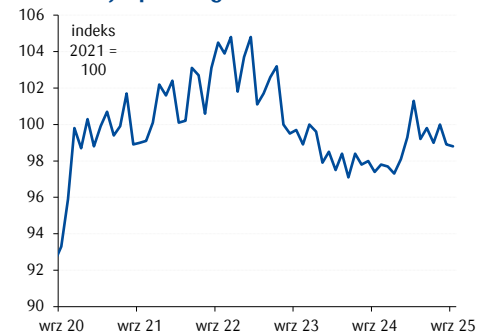
Saldo rachunku obrotów bieżących w regionie CEE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** Deficyt rachunku obrotów bieżących we wrześniu zmniejszył się do 725 mln EUR z 3042 mln EUR w sierpniu, istotnie silniej od oczekiwań (1422 mln EUR). W ujęciu 12-miesięcznym deficyt pozostał na poziomie 0,9% PKB. Eksport towarów wzrósł o 5,8% r/r, a import o 7,3% r/r, za sprawą korzystnego kalendarza (więcej dni roboczych), ale również czynników fundamentalnych. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach deficyt CAB będzie się nieznacznie pogłębiał – w kierunku 2% PKB do końca 2026. Więcej w Makro Flash: [Eksport i import pozytywnie zaskakują](#).
- **EUR:** Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 1,2% r/r wobec wzrostu o 1,2% r/r w sierpniu, poniżej rynkowych oczekiwań (kons.: 2,1% r/r). W szczególności produkcja w kategorii dobra pośrednie wzrosła o 0,5% r/r, energia o 2,1% r/r, dobra kapitałowe o 1,1% r/r, zaś produkcja dóbr konsumpcyjnych zmniejszyła się o 3,0% r/r w przypadku trwałych i o 2,2% r/r w przypadku nietrwałych dóbr konsumpcyjnych. W całej UE wzrost produkcji wyniósł 2,0% r/r.
- **CZE:** Saldo rachunku obrotów bieżących we wrześniu wyniosło 29,357 mld CZK wobec -0,67 mld CZK w sierpniu. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu płynnego roku) wzrosła do około 1,0% PKB.
- **ROM:** Saldo rachunku obrotów bieżących we wrześniu wyniosło -3,127 mld EUR wobec -2,772 mld EUR w sierpniu. Deficyt na rachunku bieżącym (w ujęciu płynnego roku) zwiększył się nieco do około 8,3% PKB i jest zdecydowanie najwyższym w regionie CEE (por. wykres na pierwszej stronie). Deficyt na rachunku w okresie styczeń-wrzesień wyniósł 22,275 mld EUR i był o ponad 2 mld EUR wyższy niż w porównywalnym okresie 2024.
- **USA:** Mimo wznowienia działalności rządu nie zostały wczoraj opublikowane dane o inflacji CPI i inflacji bazowej w październiku. Dyrektor Narodowej Rady Ekonomicznej Białego Domu K.Hassett poinformował, że niemal 43-dniowy shutdown kosztował USA 15 mld USD tygodniowo, obniżył wzrost PKB w 4q25 o 1,0-1,5pp (w ujęciu q/q saar), zaś słabszy wzrost będzie oznaczał zatrudnienie niższe o 60 tys. etatów. K.Hassett poinformował również, że październikowy raport z rynku pracy zostanie opublikowany, choć połowicznie – poznamy dane o zatrudnieniu, ale nie o bezrobociu. To zmiana względem informacji Białego Domu ze środy – wtedy stwierdzono, że danych nie poznamy „prawdopodobnie nigdy”. Przyczyną ograniczonego zakresu publikacji jest fakt, że nie zostało przeprowadzane badanie gospodarstw domowych (jedno z dwóch badań w ramach tego raportu). K.Hassett stwierdził też, że raport z rynku pracy za wrzesień (pierwotna data publikacji 3.10) poznamy prawdopodobnie w przyszłym tygodniu.
- **USA:** Przybywa członków FOMC sygnalizujących mniejszą skłonność do dalszych obniżek stóp procentowych. M.Daly (San Francisco Fed, bez prawa głosu w FOMC) stwierdziła, że jakakolwiek decyzja podjęta cztery tygodnie przed kolejnym posiedzeniem byłaby „przedwczesna”, podczas gdy wcześniej skłaniała się ku obniżkom stóp. Z kolei N.Kashkari (Minneapolis Fed, również bez prawa głosu) ocenił sygnały z gospodarki jako mieszane oraz stwierdził, że nie popierał decyzji o obniżce stóp Fedu w październiku. Sugerował również, że od tego czasu napływające dane sugerują brak istotnych zmian perspektyw gospodarczych.
- **USA:** D.Trump przygotowuje się do istotnych obniżek stawek celnych na towary spożywcze, aby przeciwdziałać niezadowoleniu wyborców odnośnie do cen żywności – donosi Bloomberg. Środkiem do osiągnięcia tego celu mają być umowy handlowe, m.in. z Argentyną, Gwatemalą, Salwadorem i Ekwadorem. Jednocześnie toczą się prace nad szerszym wykluczeniem popularnych produktów spożywczych z istniejących taryf.
- **UE:** Parlament Europejski przyjął mandat do negocjacji w sprawie opóźnienia o rok wejścia w życie systemu handlu emisjami ETS2 (do 2028) i nowego celu klimatycznego na 2040. Na początku listopada ministrowie środowiska krajów UE zgodzili się na zredukowanie przez Unię emisji gazów

Produkcja przemysłowa w strefie euro

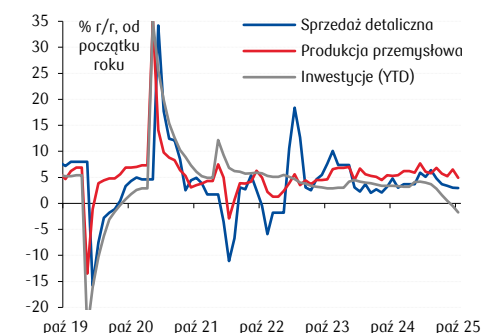


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

cieplarnianych o 90% do 2040. Przeciwno zagłosowały Polska, Węgry, Słowacja i Czechy, a Belgia i Bułgaria wstrzymały się od głosu. Decyzją ministrów opóźniono wtedy o rok wejście w życie ETS2, który zakłada objęcie transportu i budownictwa pozwoleniami na emisję CO₂. Przed głosowaniem Polska delegacja PO-PSL (Europejska Partia Ludowa) złożyła poprawki ws. odłożenia wejścia w życie ETS2 o trzy lata (do 2030), a delegacja PiS (Europejscy Konserwatyści i Reformatorzy) złożyła poprawki ws. wstrzymania wejścia w życie ETS2. Poprawki te nie uzyskały poparcia większości w głosowaniu w PE.

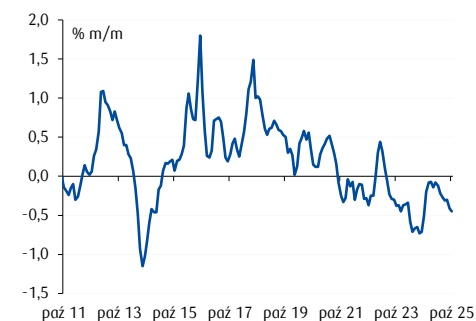
- **CHN:** Miesięczne dane za październik sugerują hamowanie aktywności gospodarczej Chin. Nakłady inwestycyjne w miastach spadły o 1,7% r/r (dane kumulowane od początku roku) i były najniższe od czerwca 2020. W rozbiciu branżowym obraz był nadal zróżnicowany – silnie rosły inwestycje w sektorach nowoczesnej technologii – motoryzacji, półprzewodnikach oraz kolei, statkach i samolotach. Dołowały natomiast inwestycje w infrastrukturę (pierwszy spadek od 2020) i inwestycje w nieruchomości. Dekoniunktura na tym ostatnim rynku trwa nadal – **ceny mieszkań w 70 miastach spadały o 0,45% m/m** (najszybciej od września 2024), a spadki względem szczytów w przypadku nowych domów przekraczają 10%, a na rynku wtórnym 20%. Jednocześnie nieco hamują spadki cen w ujęciu rocznym – w październiku - 2,6% r/r. **Produkcja przemysłowa spowolniła do 4,9% r/r z 6,5% r/r we wrześniu**, tym samym rosła najwolniej od sierpnia 2024. Widoczne jest analogiczne zróżnicowanie co w inwestycjach – mimo ogólnego hamowania bardzo szybko rozwija się produkcja w motoryzacji (16,8% r/r), robotów przemysłowych (17,9% r/r) i półprzewodników (17,7% r/r). **Hamuje również sprzedaż detaliczna** – w październiku do 2,9% r/r z 3,0% r/r we wrześniu. Wygasa efekt stymulacji popytu z poprzednich kwartałów, a najlepiej wygląda sprzedaż złota i biżuterii. Widoczna jest jednak ewidentne osłabienie popytu wewnętrznego.
- **ROM:** Dynamika PKB w 3q25 przyspieszyła do 1,6% r/r z 0,3% r/r w 2q25 i była wyższa od oczekiwań (0,6% r/r) – wynika z danych nieodsezonowanych. Dane w innych ujęciach sygnalizują jednak **hamowanie** – dane nieodsezonowane (metoda łańcuchowa) do 1,2% r/r z 2,5% r/r w 2q25, a dane odsezonowane do 1,4% r/r z 2,2% r/r w 2q25. W ujęciu kwartalnym PKB obniżył się o 0,2% q/q. Rumuńskie dane o rachunkach narodowych pozostają wahliwe, a różne ujęcia pokazują rozbieżne tendencje, co utrudnia wnioskowanie. **Według nas bardziej prawdopodobne jest hamowanie rumuńskiej gospodarki**, w związku z wdrażanym od sierpnia 2025 znaczącym zacieśnieniem fiskalnym.

Miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Miesięczna zmiana cen mieszkań na rynku pierwotnym w 70 miastach w Chinach



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: Wynagrodzenia (wrz.)	8:00	% r/r	4,4	--	--	4,1
ROM: Inflacja CPI (paż.)	8:00	% r/r	9,9	9,8	--	9,8
GER: Inflacja CPI (paż., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,3	--	2,3
GER: Inflacja HICP (paż., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,3	--	2,3
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Czwartek, 13 listopada						
ROM: Produkcja przemysłowa (wrz.)	8:00	% r/r	-0,9	0,0	--	0,2
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	3,3	3,7	3,9	3,7
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	10:00	mld CZK	-0,67	1,66	--	29,36
EUR: Produkcja przemysłowa (wrz.)	11:00	% r/r	1,2	2,1	--	1,2
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (wrz.)	14:00	mld EUR	-3,987	-1,422	-1,343	-725
POL: Eksport (wrz.)	14:00	% r/r	-1,4	4,6	3,7	5,8
POL: Import (wrz.)	14:00	% r/r	-1,2	6,0	5,8	7,3
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 EUR	-18,789	--	--	-22,275
Piątek, 14 listopada						
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,3	0,6	--	1,6
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	--	--	--	--

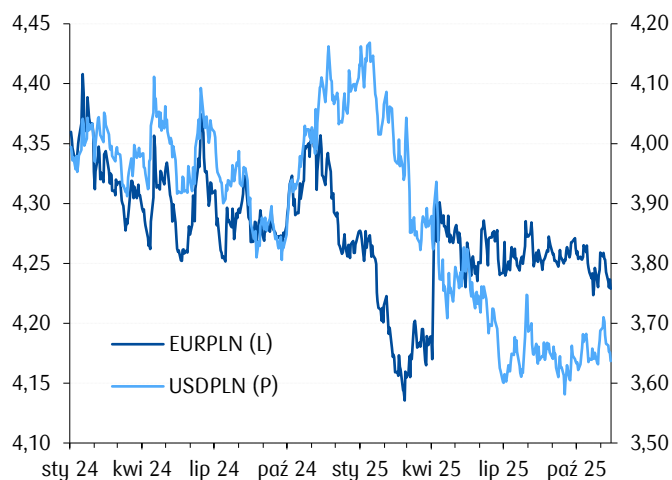
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

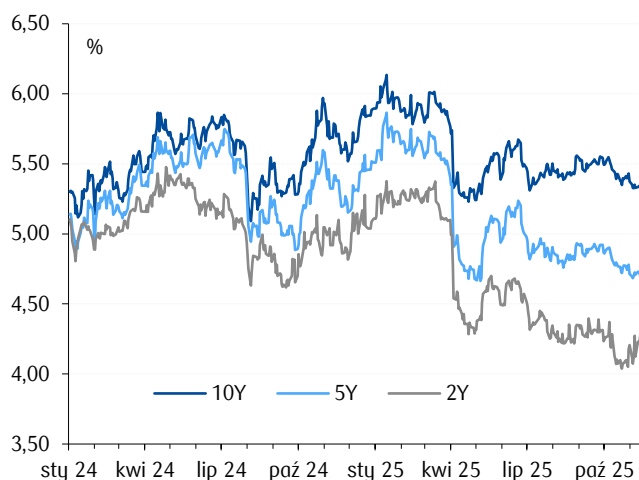
		Wartość 2025-11-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,2288	-0,2	-0,6	-0,4	-2,2	-9,8
	USDPLN	3,6331	-0,6	-1,4	-0,1	-11,1	-21,1
	CHFPLN	4,5827	0,0	0,4	0,2	-0,5	-3,8
	GBPPLN	4,7978	0,1	-0,8	-1,7	-7,7	-10,8
	EURUSD	1,1640	0,4	0,9	-0,3	10,1	14,3
	EURCHF	0,9228	-0,2	-0,9	-0,6	-1,7	-6,3
	GBPUSD	1,3198	0,5	0,7	-1,8	3,8	13,0
	USDJPY	154,18	-0,4	0,7	2,3	-1,1	8,9
	EURCZK	24,17	-0,3	-0,7	-0,5	-4,4	-0,5
	EURHUF	384,05	-0,3	-0,6	-1,3	-5,5	-4,3
Obligacje	PL2Y	4,29	6	2	19	-71	-284
	PL5Y	4,70	-2	-3	-9	-72	-271
	PL10Y	5,34	0	-1	-9	-44	-189
	DE2Y	2,03	3	3	11	-8	5
	DE5Y	2,29	4	4	13	13	38
	DE10Y	2,69	4	3	12	34	68
	US2Y	3,59	3	3	17	-76	-73
	US5Y	3,71	4	2	16	-62	-24
	US10Y	4,12	5	3	14	-32	29
Akcje	WIG	112 532,5	-0,2	0,3	4,0	38,9	106,8
	WIG20	3 016,2	-0,2	0,3	4,5	34,2	78,4
	S&P500	6 737,5	-1,7	0,3	1,6	13,3	70,3
	NASDAQ100	24 993,5	-2,1	-0,5	1,4	19,6	115,4
	Shanghai Composite**	4 008,7	-0,5	0,0	2,4	18,6	32,0
	Nikkei**	50 376,5	-1,8	-1,0	4,3	30,7	83,5
	DAX	24 041,6	-1,4	1,3	-0,9	24,8	70,0
	VIX	20,54	5,9	0,8	-8,4	33,0	-20,0
Surowce	Ropa Brent	63,0	0,5	-0,6	3,2	-13,2	-32,7
	Ropa WTI	59,5	0,4	-1,2	2,1	-13,7	-31,1
	Złoto	4210,1	0,6	5,7	-1,4	63,7	141,0

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

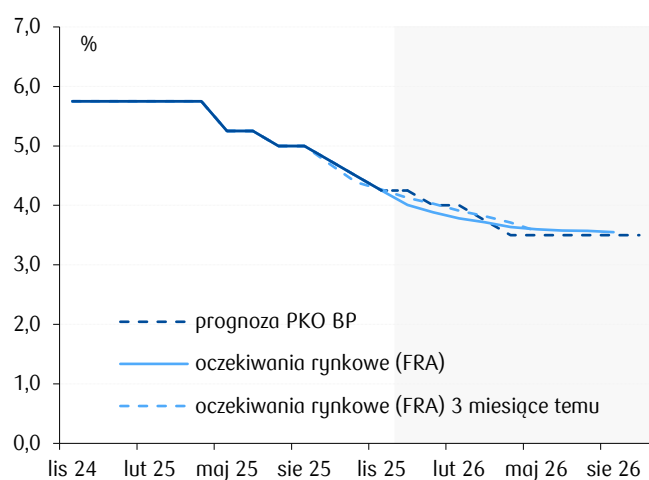
Notowania złotego wobec głównych walut



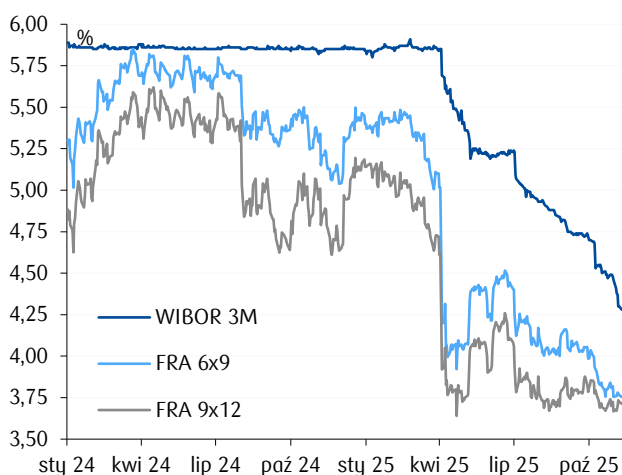
Rentowności polskich obligacji skarbowych



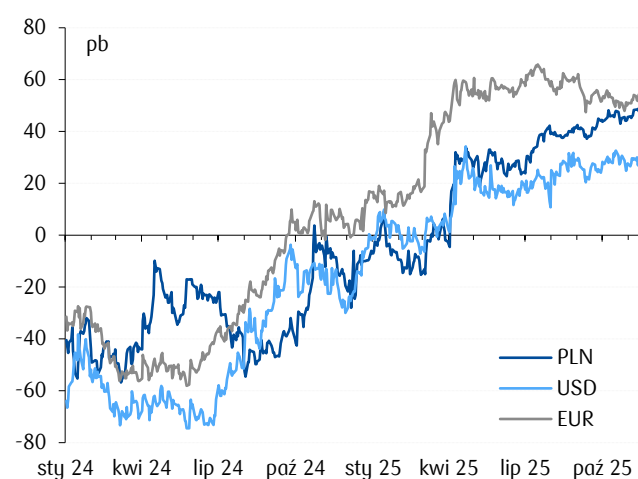
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



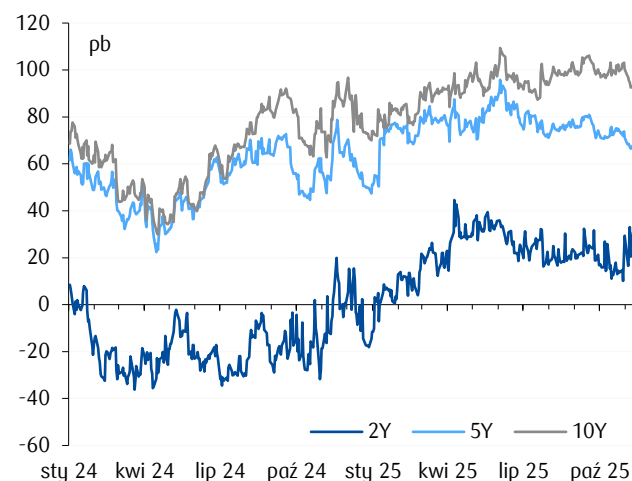
Krótkoterminowe stopy procentowe



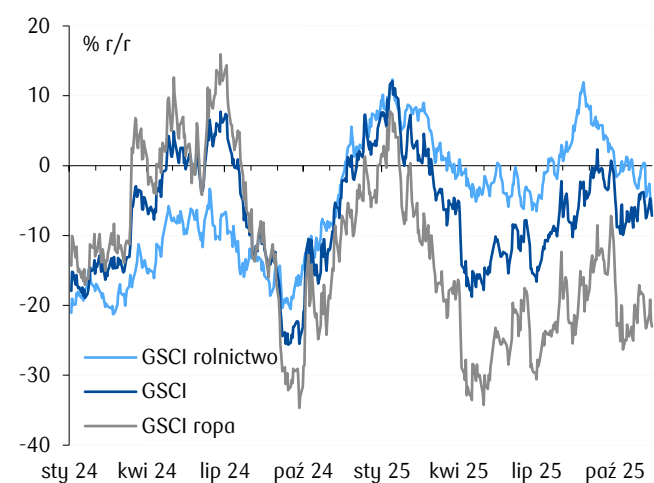
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



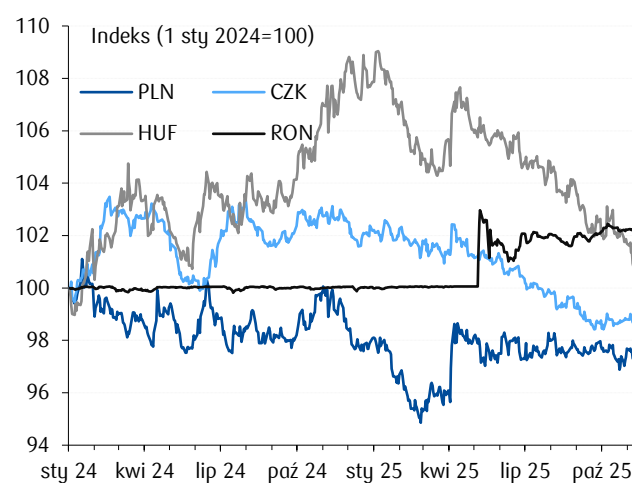
Spread asset swap dla PLN



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.