

Powrót do normalności w USA

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec ubiegłego tygodnia przyniósł spadek wiary w obniżkę stóp Fed w grudniu, któremu towarzyszyła nowa fala wyprzedaży ryzykownych aktywów. Zarówno w USA, jak i Europie na giełdach dominowały spadki. Rentowności obligacji na rynkach bazowych pozostawały względnie stabilne. Zgodne z oczekiwaniami dane o krajowej inflacji nie wywołały reakcji rynkowej. Złoty był w piątek stabilny wobec dolara i nieco zyskał względem euro. Rentowności SPW nie zmieniły się znacząco.
- Najważniejsze w tym tygodniu będą dane z USA – w czwartek poznamy opóźniony przez *shutdown* wrześniowy raport z rynku pracy. Istotne będą też wstępne listopadowe PMI z Europy i USA. W kraju poznamy inflację bazową i dane o koniunkturze. W regionie uwagę zwróci jedynie posiedzenie węgierskiego MNB – oczekujemy stabilizacji stóp.
- Globalnie kluczowy będzie stopniowy powrót do normalności po *shutdown* w USA. W czwartek w końcu mamy poznać opóźniony raport z amerykańskiego rynku pracy za wrzesień. Konsensus sugerował nieznacznie mocniejszy wzrost zatrudnienia niż w sierpniu, przy stabilnej stopie bezrobocia (4,3%). Dane te z oczywistych powodów nie będą uwzględniały wpływu *shutdown*, który rozpoczął się w październiku. Data publikacji raportu za październik nie jest jeszcze znana. Poza tym w kalendarium znajdują się *minutes* po październikowym posiedzeniu Fedu (śr.), w których rynki z obawą doszukują się będą jastrzębich sygnałów wskazujących, że członkowie FOMC mogą powoli tracić chęć do obniżek stóp. We wtorek Fed ma opublikować dane o produkcji przemysłowej za październik, przy braku informacji kiedy dowiemy się o danych za wrzesień (nieopublikowanych przez *shutdown*). Poza tym w piątek poznamy wskaźniki koniunktury za listopad – wstępny PMI w przetwórstwie i zrewidowaną koniunkturę konsumencką wg Uniwersytetu Michigan – wskaźniki ważniejsze niż zwykle ze względu na brak „standardowych” danych. Pod koniec tygodnia opublikowane zostaną prywatne dane z rynku nieruchomości – sprzedaż domów na rynku wtórnym (czw.). Niewykluczone, choć mało prawdopodobne są natomiast publikacje publicznych danych – m.in. pozwoleń na budowę za październik (wt.) oraz tygodniowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (czw.).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

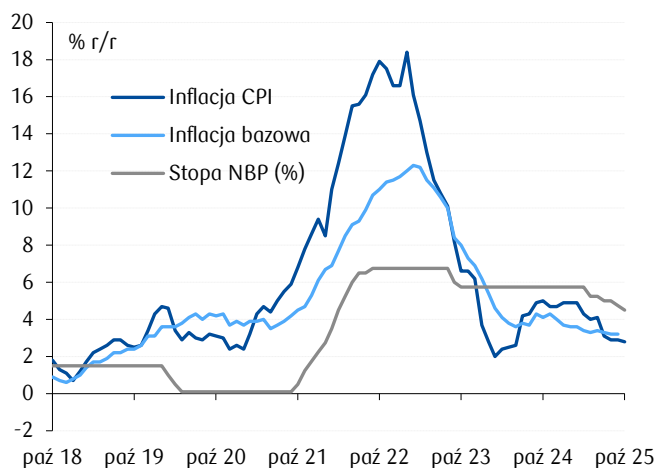
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-11-14	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2245	-0,1
USDPLN	3,6378	0,1
CHFPLN	4,5850	0,1
GBPPLN	4,7922	-0,1
EURUSD	1,1613	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,23	2
PL5Y	4,72	2
PL10Y	5,35	1
DE10Y	2,72	3
US10Y	4,15	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 687,3	-0,8
DAX	23 876,6	-0,7
S&P500	6 734,1	-0,1
Nikkei**	50 243,4	-0,3
Shanghai Comp.**	3 960,3	-0,8
Surowce:		
Złoto	4084,18	-3,0
Ropa Brent	64,39	2,2

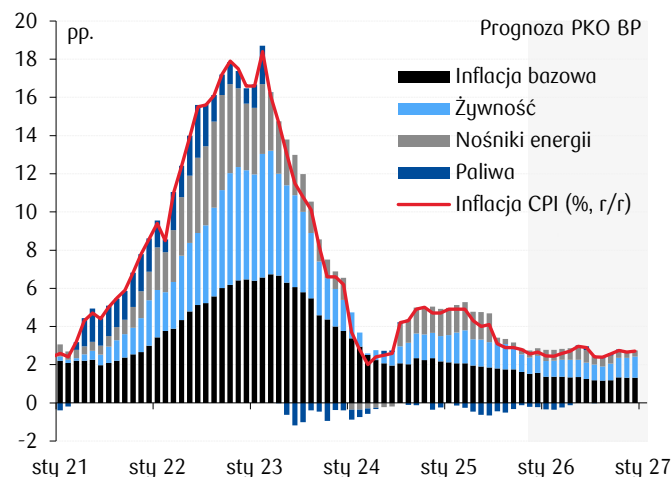
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI i stopa NBP



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

Dekompozycja inflacji

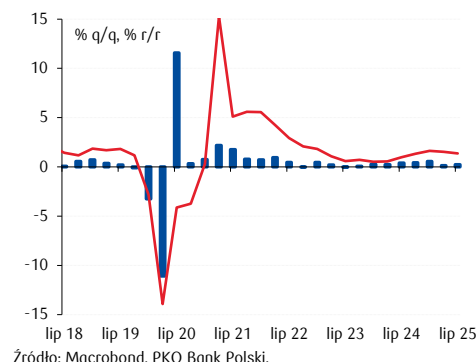


- **W Europie kluczowe będą wstępne listopadowe wskaźniki PMI (pt.)** – zarówno w strefie euro jak i w Niemczech oczekiwane jest niewielkie przyspieszenie w przetwórstwie i pogorszenie w usługach. Finalne dane inflacyjne dla strefy euro (śr.) powinny potwierdzić niewielki spadek inflacji w październiku (do 2,1% r/r z 2,2% r/r). Mniej istotne będą z kolei dane o niemieckiej inflacji PPI za październik. W tym tygodniu opublikowane mogą też zostać prognozy gospodarcze Komisji Europejskiej.
- **W Polsce kalendarium będzie relatywnie puste.** Jeszcze dziś poznamy inflację bazową za październik – piątkowe pełne dane inflacyjne sugerują, że spadła ona do 3,0% r/r z 3,2% r/r, sygnalizując hamowanie fundamentalnej presji cenowej. Z kolei w czwartek poznamy listopadowe dane o **koniunkturze konsumenckiej GUS** – oczekujemy poprawy po zaskakującym pogorszeniu w październiku – a w piątek dane o koniunkturze gospodarczej GUS.
- **W regionie najwięcej uwagi może przyciągnąć posiedzenie węgierskiego MNB (wt.).** Powszechnie oczekiwana jest stabilizacja stopy bazowej (6,50%), ale interesujące mogą być oceny dalszych perspektyw polityki pieniężnej w otoczeniu słabnącego wzrostu gospodarczego, wysokiej inflacji oraz podwyższenia przez rząd prognoz deficytu fiskalnego na ten i przyszły rok. W tym kontekście oczekujemy jednoznacznie jastrzębiego nastawienia MNB.

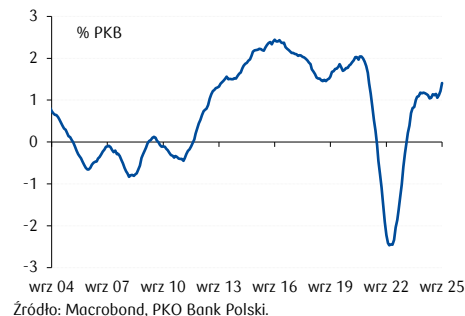
PRZEGŁĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Inflacja CPI w październiku została potwierdzona na poziomie 2,8% r/r wobec 2,9% r/r odnotowanych w dwóch wcześniejszych miesiącach. Szacujemy, że inflacja bazowa, bez żywności i energii, obniżyła się do 3,0% r/r z 3,2% r/r przed miesiącem. Ceny usług nadal rosną szybciej niż ceny towarów, ale ich wzrost w październiku spowolnił do 5,6% r/r z 5,8% r/r miesiąc wcześniej i był najniższy od listopada 2019, do czego przyczyniły się m.in. usługi ubezpieczeniowe. Dynamika cen towarów spadła do 1,7% r/r z 1,9% r/r we wrześniu. Więcej w Makro Flashu: [Jabłkowa dezinflacja](#).
- **USA:** J.Schmid (Kansas City Fed, z prawem głosu w FOMC) powiedział, że dalsze obniżki stóp procentowych mogą bardziej utrwalić wyższą inflację, niż pomóc rynkowi pracy. Dodał, że choć taka argumentacja kieruje nim przed grudniowym posiedzeniem Fed, to pozostaje otwarty na nowe informacje w najbliższych tygodniach.
- **EUR:** PKB w 3q25 wzrósł 0,2% q/q, lekko przyspieszając z 0,1% q/q w 2q25. Wzrost w ujęciu rocznym, który wyniósł 1,4% r/r, okazał się wyższy o 0,1pp od wstępnego szacunku. W całej UE w 3q25 wzrost PKB wyniósł 1,6% r/r (wobec 1,5% r/r we wstępnym szacunku). Wiceliderem unijnego rankingu PKB jest Polska (spośród państw, które opublikowały dotychczas dane) ze wzrostem na poziomie 3,7% r/r (nsa i sa). W 3q25 wyprzedziła nas tylko Irlandia, gdzie statystyki PKB są zaburzone przez status raju podatkowego.
- **EUR:** O.Rehn (EBC i Bank Finlandii) powiedział, że nie należy lekceważyć ryzyka zbyt szybkiego spadku inflacji. Ekonomista ostrzegł, że niskie ceny energii, umocnienie euro oraz spowolnienie wzrostu płac i inflacji w usługach stwarzają ryzyko, iż inflacja ogółem spadnie nadmiernie względem celu wynoszącego 2%.
- **EUR:** Nadwyżka w handlu towarami wzrosła we wrześniu do 19,4 mld EUR z 1,9 mld EUR w sierpniu i 12,9 mld EUR przed rokiem. W ujęciu płynnego roku dodatkowo saldo zwiększyło się do 1,4% PKB z 1,2% w sierpniu. Źródłem poprawy było zwiększenie eksportu branży chemicznej przy spadku deficytu w handlu energią i surowcami. Negatywne tendencje obserwowane były natomiast w handlu maszynami i pojazdami, co jest echem konkurencji z Chin w motoryzacji, oraz w handlu żywnością (w obu przypadkach nadwyżki skurczyły się r/r). Eksport towarów do reszty świata zwiększył się we wrześniu o 7,7% r/r, przy wzroście importu o 5,3% r/r.

PKB w strefie euro



Saldo handlowe strefy euro



- **POL:** Minister finansów i gospodarki A.Domański ogłosił start programu **Innovate Poland**, który ma wesprzeć inwestycje w innowacyjne polskie firmy. Według założeń, do firm na różnych etapach rozwoju trafią przynajmniej 4 mld PLN, a docelowo nawet kilkanaście miliardów PLN – zarówno dzięki efektowi mnożnikowemu mobilizującemu dodatkowy kapitał prywatny, jak i dołączaniu kolejnych uczestników programu, co będzie systematycznie podnosić łączną skalę finansowania. Program inspirowany jest francuskim 'Planem Tibiego', który dał impuls rozwoju i finansowania innowacji.
- **GER:** Rząd Niemiec przedstawił plan reform mających rozwiązać część wyzwań strukturalnych, a parlamentarna komisja budżetowa przyjęła budżet na 2026. Nowy budżet zakłada wydatki na poziomie 524,5 mld EUR, a potrzeby pożyczkowe netto na poziomie 98 mld EUR (89 mld EUR wg wstępnego planu z lipca vs 82 mld EUR planowanego wykonania w 2025). Uwzględniając również fundusze pozabudżetowe, potrzeby pożyczkowe w 2026 wyniosą ok. 180 mld EUR. Plany reform rządu zakładają m.in. stałą cenę energii elektrycznej dla przemysłów energochłonnych na 5 lat na poziomie 0,05 EUR/kWh zamiast obecnych ok. 0,15 EUR/kWh, budowę nowych elektrowni gazowych o mocy 8-12 GW (wcześniejsze plany mówiły o 20 GW), uruchomienie specjalnego funduszu inwestującego w MŚP. **Od 2026 planowana jest też zmiana zasad poboru wojskowego** – kompromis zakłada, że wszyscy 18-latkowie będą musieli stawiać się przed komisją lekarską, a w wojsku służyć mają tylko chętni. Reforma zakłada, że w przypadku mniejszej liczby ochotników od planowanego poziomu liczby żołnierzy może zostać wdrożony obowiązkowy pobór – jednak tylko jeśli zgodziłby się na to Bundestag. Propozycja zakłada zwiększenie docelowego poziomu liczebności wojska do 270 tys. plus ok. 200 tys. rezerwistów wobec bieżącego poziomu ok. 182 tys. żołnierzy.
- **UE:** Grupa europosłów złożyła wniosek do władz PE o wydanie opinii przez TSUE w sprawie zgodności umowy UE-Mercosur z unijnymi traktatami. Zdaniem europarlamentarzystów, decyzja podjęta przez Komisję może naruszać unijne przepisy oraz konkluzje Rady Europejskiej z 2018, które mówią o tym, że umowa UE-Mercosur powinna wymagać ratyfikacji na szczeblu krajowym.
- **ŚWIAT:** Na mocy porozumienia handlowego amerykańskie cła na towary ze Szwajcarii mają zostać obniżone z 39% do 15%. W zamian szwajcarskie firmy mają zwiększyć inwestycje w USA. W ostatnich dniach USA zawarły też porozumienia handlowe z państwami Ameryki Łacińskiej: Argentyną, Ekwadorem, Gwatemalą i Salwadorem. Poza Ekwadorem (15%), towary z tych państw objęte są 10 - proc. cłem, a dodatkowo całkowicie zwolnione z podatków zostały produkty rolne, które nie są hodowane w USA, takie jak banany, kakao, czy kawa.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
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	2,8
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,3	1,3	--	1,4
EUR: Bilans handlowy (wrz.)	11:00	mld EUR	1,9	--	--	19,4
USA: Sprzedaż detaliczna (paż.)	14:30	% m/m	--	--	--	--
Poniedziałek, 17 listopada						
POL: Inflacja bazowa (paż.)	14:00	% r/r	3,2	3,0	3,0	--
Wtorek, 18 listopada						
HUN: Posiedzenie MNB (.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
USA: Produkcja przemysłowa (paż.)	15:15	% m/m	--	0,0	--	--
Środa, 19 listopada						
EUR: Inflacja HICP (paż., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (paż., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
USA: Rozpoczęcie budowy domów (paż.)	14:30	mln	1,307	1328	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (paż., wst.)	14:30	mln	1,330	1317	--	--
USA: Minutes Fed (.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 20 listopada						
GER: Inflacja PPI (paż.)	8:00	% r/r	-1,7	-1,7	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (lis.)	10:00	pkt.	-10,9	-10,9	-9,5	--
USA: Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem (wrz.)	14:30	tys.	22	50	--	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz.)	14:30	%	4,3	4,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	--	225	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., wst.)	16:00	pkt.	-14,2	-14,0	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (paż.)	16:00	mln	4,06	4,10	--	--
Piątek, 21 listopada						
GER: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	9:30	pkt.	49,6	49,8	--	--
GER: PMI w usługach (lis., wst.)	9:30	pkt.	54,6	54,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	10:00	pkt.	50,0	50,2	--	--
EUR: PMI w usługach (lis., wst.)	10:00	pkt.	53,0	52,8	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	15:45	pkt.	52,5	52,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., rew.)	16:00	pkt.	53,6	50,8	--	--

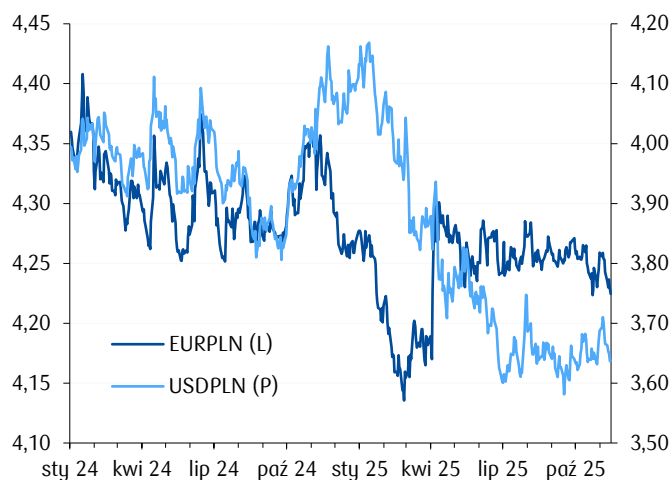
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

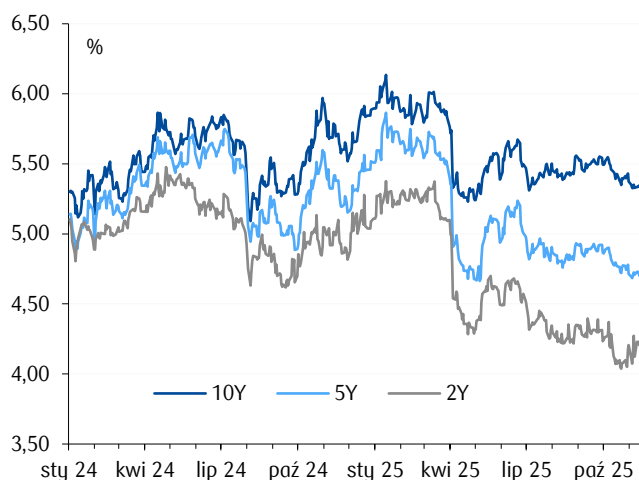
		Wartość 2025-11-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2245	-0,1	-0,4	-0,4	-2,3	-9,8
	USDPLN	3,6378	0,1	-0,8	0,0	-11,3	-19,8
	CHFPLN	4,5850	0,1	0,6	-0,1	-0,8	-4,3
	GBPPLN	4,7922	-0,1	-0,7	-2,0	-7,3	-10,5
	EURUSD	1,1613	-0,2	0,3	-0,5	10,2	12,5
	EURCHF	0,9214	-0,1	-1,1	-0,4	-1,5	-5,7
	GBPUSD	1,3141	-0,4	-0,1	-1,9	4,1	11,6
	USDJPY	154,44	0,2	0,8	2,7	-0,3	11,1
	EURCZK	24,18	0,0	-0,5	-0,5	-4,3	-0,4
	EURHUF	384,35	0,1	-0,2	-1,3	-6,0	-5,0
Obligacje	PL2Y	4,23	2	10	16	-76	-290
	PL5Y	4,72	2	1	-5	-66	-268
	PL10Y	5,35	1	2	-8	-35	-187
	DE2Y	2,04	1	5	12	-8	-9
	DE5Y	2,31	2	5	15	14	23
	DE10Y	2,72	3	5	14	37	56
	US2Y	3,61	2	6	16	-70	-71
	US5Y	3,73	2	5	15	-58	-21
	US10Y	4,15	3	5	15	-29	32
Akcje	WIG	111 687,3	-0,8	0,6	3,6	40,8	105,2
	WIG20	2 990,4	-0,9	0,7	4,1	36,6	76,9
	S&P500	6 734,1	-0,1	0,1	1,1	14,7	68,7
	NASDAQ100	25 008,2	0,1	-0,2	0,8	22,6	111,6
	Shanghai Composite**	3 960,3	-0,8	-0,9	3,1	18,9	28,3
	Nikkei**	50 241,1	-0,3	-0,1	5,6	30,0	77,8
	DAX	23 876,6	-0,7	1,3	0,2	24,3	67,9
	VIX	20,12	-2,0	-0,4	-2,8	22,9	-20,9
Surowce	Ropa Brent	64,4	2,2	1,2	5,1	-9,4	-32,9
	Ropa WTI	60,9	2,2	0,5	4,4	-9,6	-31,6
	Złoto	4084,2	-3,0	2,1	-3,7	58,7	131,7

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

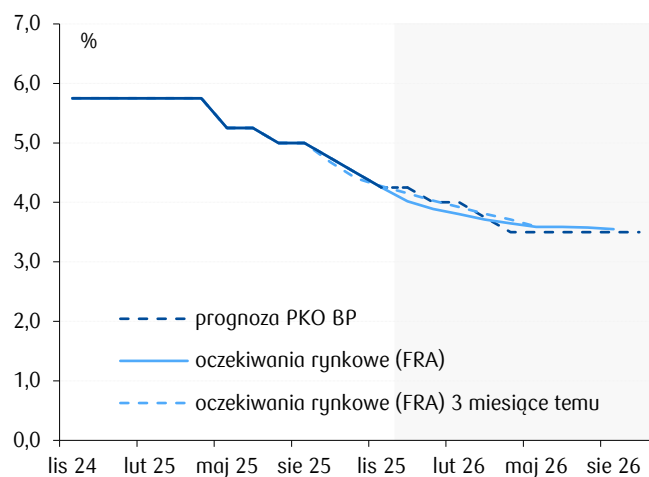
Notowania złotego wobec głównych walut



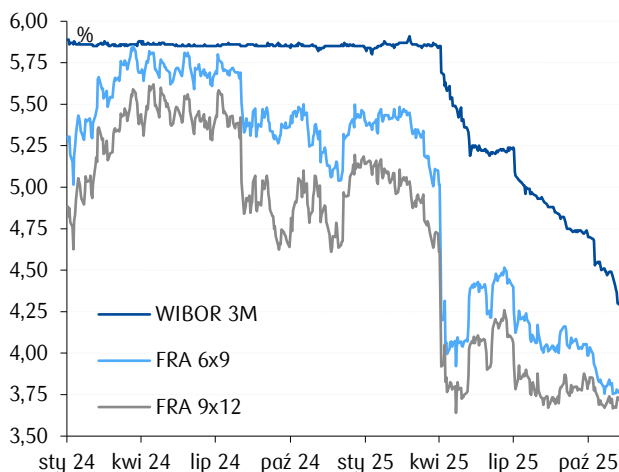
Rentowności polskich obligacji skarbowych



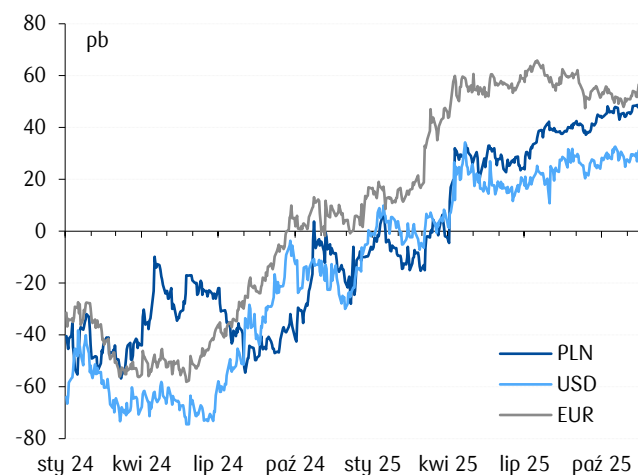
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



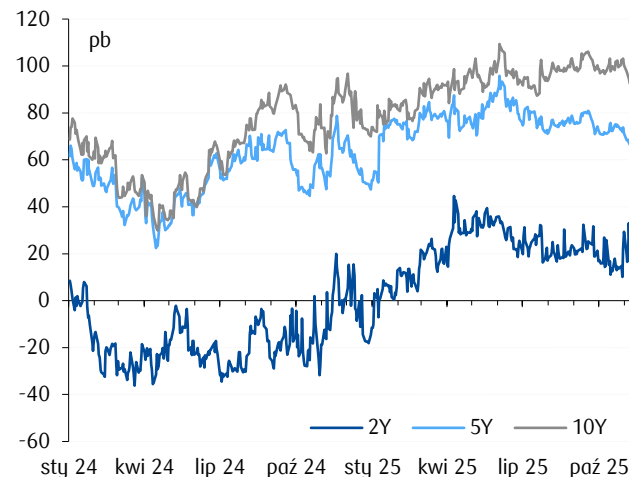
Krótkoterminowe stopy procentowe



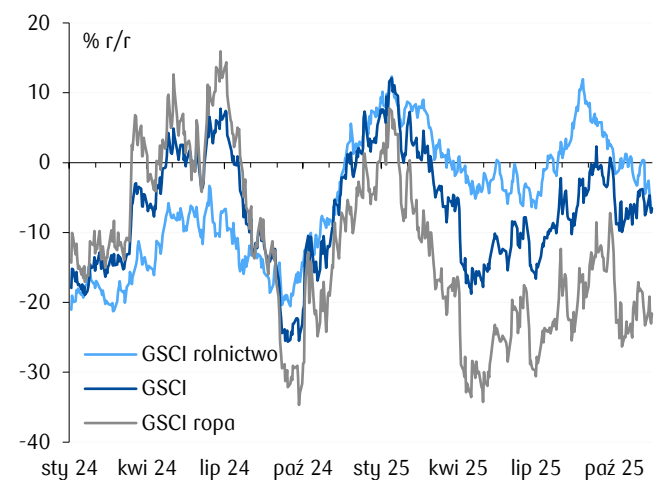
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



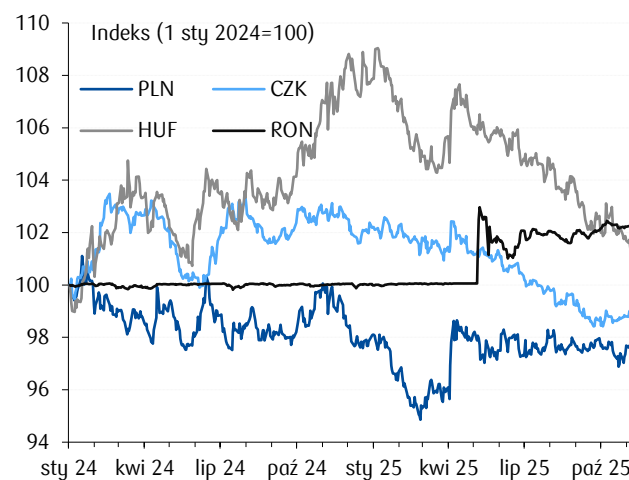
Spread asset swap dla PLN



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.