

Inflacja bazowa najniższa od niemal 6 lat

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na rynkach *equity* utrzymuje się negatywny sentyment. Początek tygodnia przyniósł umiarkowane spadki indeksów akcyjnych w USA i Europie, w Polsce WIG obniżył się o ponad 1%. Kurs Bitcoina znacząco spadł w ostatnich dniach, wczoraj osiągnął siedmimiesięczne minimum, poniżej 90 tys. USD. Dodatkowo niepewność jest podbijana przez dzisiejszą publikację wyników Nvidii i w oczekiwaniu na czwartkowy raport z rynku pracy. Kurs EURUSD był stabilny, zaś złoty, po nieudanej próbie przebicia 4,22, minimalnie osłabił się względem euro w kierunku 4,23, kurs USDPLN przekroczył z kolei 3,64. Rentowności amerykańskich *Treasuries* obniżyły się nieco na dłuższym końcu krzywej, podobnie rentowności krajowych papierów. Jednocześnie istotnie obniżyły się oczekiwania rynkowe wyniku grudniowego posiedzenia Fed – obecnie prawdopodobieństwo obniżki stóp wynosi wg CME FedWatch ok. 47%, kiedy jeszcze miesiąc temu wynosiło prawie 100%.
- W Europie uwaga skupi się na posiedzeniu Banku Węgier.** Zarówno my, jak i rynek, zakładamy, że stopa bazowa pozostanie na niezmiennym poziomie 6,50%. Ciekawsze od samej decyzji mogą być oceny perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach w obliczu wysokiej inflacji, wysokiego deficytu fiskalnego i słabnącego wzrostu PKB. Oczekujemy, że nastawienie MNB pozostanie jastrzębie jeszcze przez jakiś czas, a do obniżek Bank wróci najwcześniej wiosną.
- W USA owocem wznowienia działalności rządu będzie publikacja danych o produkcji przemysłowej za październik,** choć nie wiemy jeszcze kiedy zostaną opublikowane dane za wrzesień (nieudostępnione w terminie z powodu *shutdownu*).
- Ponadto wypowiedać się będą F.Elderson (członek zarządu EBC) oraz T.Barkin (FOMC).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) w październiku obniżyła się do 3,0% r/r z 3,2% r/r we wrześniu, zgodnie z naszymi i rynkowymi przewidywaniami.** Tym samym inflacja bazowa znalazła się na poziomie najniższym od listopada 2019, gdy wyniosła 2,6% r/r. W ujęciu

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

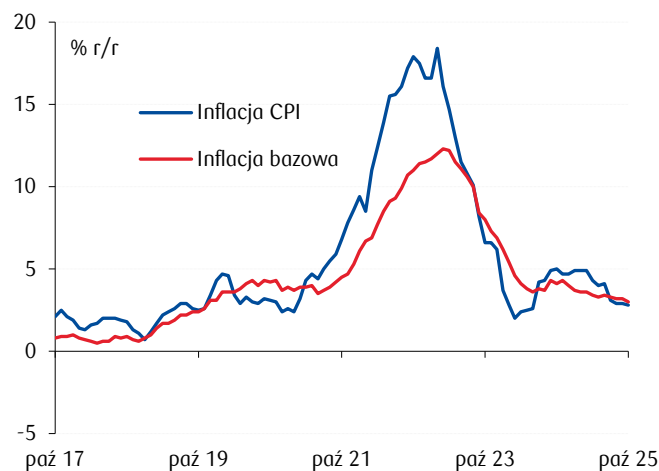
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-11-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2290	0,1
USDPLN	3,6464	0,2
CHFPLN	4,5834	0,0
GBPPLN	4,8053	0,3
EURUSD	1,1598	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,23	-1
PL5Y	4,72	0
PL10Y	5,35	0
DE10Y	2,71	0
US10Y	4,14	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	110 616,1	-1,0
DAX	23 590,5	-1,2
S&P500	6 672,4	-0,9
Nikkei**	48 811,3	-3,1
Shanghai Comp.**	3 931,7	-1,5
Surowce:		
Złoto	4060,60	-0,6
Ropa Brent	64,20	-0,3

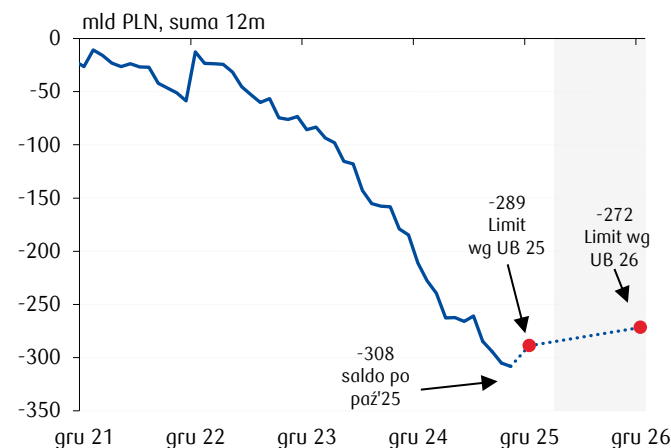
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI i bazowa



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

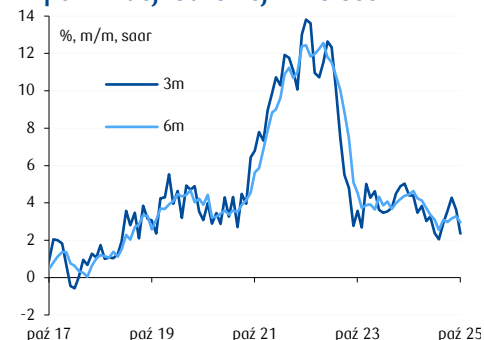
Skumulowane saldo budżetu centralnego za 12 miesięcy



miesięcznym ceny w kategoriach bazowych wzrosły o 0,1%. Jednocześnie impet inflacji bazowej (zannualizowana odsezonowana średnia miesięczna dynamika) obniżył się do 3,0% saar w przypadku średniej 6-miesięcznej oraz 2,4% saar dla średniej 3-miesięcznej.

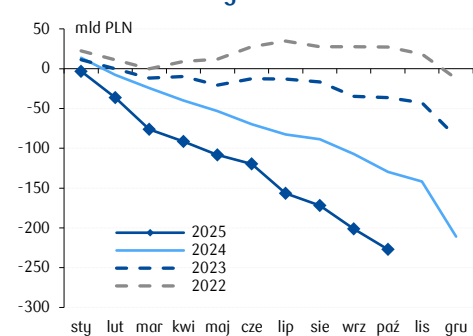
- UE: Komisja Europejska opublikowała jesienne prognozy.** KE zrewidowała w górę prognozę wzrostu PKB w strefie euro w 2025 do 1,4% (z 0,9% prognozowanych w maju), obniżyła prognozę na 2026 do 1,2% z 1,4%. Na 2027 prognozuje wzrost o 1,4%. Prognoza inflacji HICP w strefie euro w 2025 nie zmieniła się (wynosi 2,1%), zaś na 2026 została podwyższona do 1,9%. W 2027 KE widzi inflację w celu (2,0%). Prognozy deficytu fiskalnego strefy euro nie zmieniły się i wynoszą 3,2% PKB, 3,3% PKB oraz 3,4% PKB odpowiednio w 2025, 2026 i 2027. Prognoza stopy bezrobocia w strefie euro nie zmieniła się w przypadku 2025 (6,3%), lecz została nieco podniesiona na 2026 (do 6,2%). W 2027 stopa bezrobocia ma obniżyć się do 6,1%.
- POL: Komisja Europejska zaktualizowała prognozy dla Polski.** Wzrost PKB w 2025 został zrewidowany w dół o 0,1pp do 3,2%, zaś w 2026 w górę o 0,5pp do 3,5%. W 2027 zakładane jest wyhamowanie wzrostu do 2,7%. Za dużą zmianą prognozy PKB w 2026 kryje się przede wszystkim wyższa niż wiosną (o 2,1pp) prognoza wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. Według KE średnioroczna inflacja HICP w tym roku będzie nieco niższa niż dotychczas zakładano i wyniesie 3,4%, w 2026 obniży się do 2,9%, a następnie ponownie wzrośnie w 2027 do 3,7% (prognoza zakłada, że ETS2 wejdzie w życie bez opóźnień w 2027, co przyczyniłoby się do wzrostu cen energii). Na rynku pracy w najbliższych latach ma zapanować stabilizacja zatrudnienia – prognoza jego dynamiki wynosi odpowiednio -0,2% r/r, +0,1% r/r i 0,0% r/r w latach 2025-2027 – przy stopie bezrobocia na poziomie 3,1%, która w 2027 może obniżyć się do 3,0%. **Według prognoz KE w 2026 i 2027 Polska będzie mieć najwyższy w UE deficyt fiskalny przeganiając Rumunię, której deficyt silnie się obniży dzięki przeprowadzonej konsolidację fiskalną. Deficyt w Polsce w 2025 wzrośnie do 6,8% PKB, a następnie będzie obniżał się do 6,3% PKB i 6,1% PKB w 2027, co oznacza rewizję w górę w 2025 o 0,4pp i 2026 o 0,2pp. Wzrost deficytu według KE wynika m.in. z wprowadzenia świadczeń takich jak Aktywny Rodzic czy renta wdowia, wyższych kosztów obsługi zadłużenia, wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym i wyższych wydatków na ochronę zdrowia i zbrojenia. Jednocześnie dług sektora general government wzrośnie w tym roku do 59,5% PKB, w 2026 do 64,9% PKB, a w 2027 do 69,2% PKB, co oznacza rewizję w górę o 1,5pp w 2025 i rewizję w dół o 0,4pp w 2026.**
- POL: Deficyt budżetu centralnego po październiku wyniósł 227,1 mld PLN (78,6% całorocznego limitu wynoszącego 288,8 mld PLN).** W ujęciu sumy 12-miesięcznej deficyt wzrósł do 308 mld PLN (8,0% PKB) z 305 mld PLN i od trzech miesięcy przekracza całoroczny limit wynikający z ustawy. **Podtrzymujemy ocenę, że nowelizacja ustawy budżetowej nie musi być w tym roku konieczna, a deficyt zmieści się w limicie.** Takie były też ostatnie sygnały płynące z MF (m.in. od ministra A.Domańskiego). Tegoroczny deficyt jest „sztucznie” głębszy niż w poprzednich latach ze względu na reformę finansowania JST i spłatę z budżetu centralnego wartych 56,2 mld PLN obligacji PFR i BGK. Brak nowelizacji będzie wg nas możliwy ze względu na fakt, że w grudniu 2024 deficyt był dodatkowo podwyższony (by poprawić wynik w 2025), co w tym roku nie będzie miało miejsca, a także dzięki naturalnym oszczędnościom po stronie wydatkowej (zwyczajowe mniejsze od planów wykonanie wydatków). Dodatkowo można się pewnie spodziewać innych działań ograniczających deficyt takich jak opóźnienia zwrotów VAT lub, w razie konieczności, wykorzystanie środków z funduszy pozabudżetowych. **Dochody budżetu w okresie styczeń–październik były o 9,2% r/r niższe, ale w warunkach porównywalnych (bez reformy finansowania JST) byłyby wyższe o 10,2% r/r. Pozytywnie wyglądają wpływy z VAT – rosły o ok. 13% r/r (w ujęciu sumy za ostatnie 12 miesięcy**

Impet inflacji bazowej w Polsce



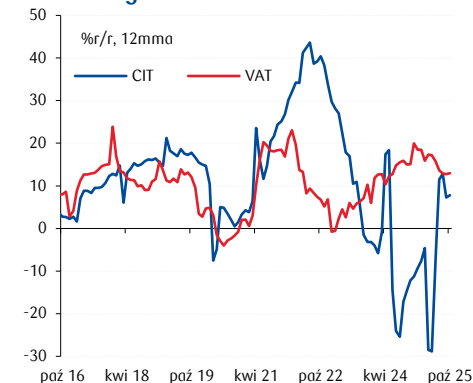
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Skumulowane od początku roku saldo budżetu centralnego



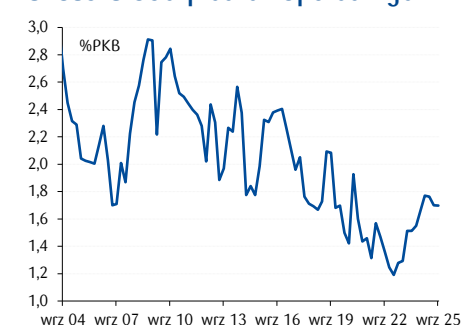
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Dynamika roczna wpływów budżetu centralnego z VAT i CIT*



Źródło: MF, PKO Bank Polski. *brak PIT wynika z nieporównywalności danych ze względu na reformę JST – w październiku 2025 spadek o 84% r/r.

Dotacja z budżetu centralnego do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych

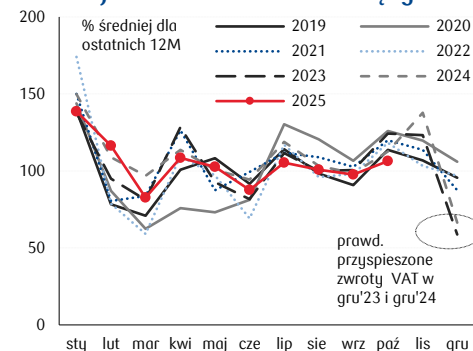


Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

vs poprzednie 12 miesięcy), co oznacza stopniowe hamowanie dynamiki, ale zdecydowanie wolniejsze od tempa hamowania nominalnego PKB. Wpływy z VAT po październiku stanowiły ok. 8,2-8,3% PKB i pozostają na tym poziomie od początku 2025. Prognozowane wykonanie (wg UB26) wpływów z VAT na cały rok (325 mld PLN) wydaje się być do zrealizowania, w szczególności uwzględniając możliwe opóźnienia zwrotów z VAT. **Szybko rosną też wpływy z CIT** – od początku roku do października wzrosły o 6,4% r/r (w warunkach porównywalnych o 18,8% r/r), a w ostatnich miesiącach obserwujemy przyspieszenie względem 1h25. Prognozowane wykonanie (wg UB26) całorocznych wpływów z CIT na poziomie 66 mld PLN wydaje się być w zasięgu. Z kolei wpływy z PIT w warunkach porównywalnych wzrosły od początku roku o 13,6% r/r, mimo systematycznie hamującej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej. Niezmiennie rozczarowują natomiast wpływy z akcyzy – w okresie styczeń–październik były wyższe o 2,5% r/r, mimo wejścia w życie podwyżek stawek na początku 2025. Wykonanie prognozowanych wpływów z akcyzy na poziomie 95 mld PLN wydaje się być więc bardzo trudne do osiągnięcia (o 2-3 mld PLN). **Po stronie wydatkowej naszą uwagę zwraca przede wszystkim istotnie niższe wykonanie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych** – 47,6 mld PLN (58,5% planu), co wynika z dobrej kondycji funduszu – jest to też jeden z obszarów generujących oszczędności po stronie wydatkowej. Koszty obsługi długu systematycznie rosną – po październiku suma 12-miesięczna wyniosła 74,5 mld PLN (limit roczny 75,5 mld PLN), a w relacji do PKB 1,9%. Omawiane dane nie wpływają na naszą prognozę deficytu sektora finansów publicznych (GG) – zakładamy deficyt 6,9% PKB w 2025 i jego pewną redukcję w 2026 do 6,5% PKB.

- **POL: W.Janczyk (RPP) powiedział, że widzi w najbliższym czasie przestrzeń do niewielkiego dostosowania stóp procentowych w dół**, co jego zdaniem jest możliwe nawet już w grudniu.
- **USA: Wiceprezes Fed Ph.Jefferson** ocenił, że czynniki ryzyka związane z rynkiem pracy są przechylone w dół, ale członkowie FOMC muszą być ostrożni, gdyż stopy procentowe zbliżają się do poziomu neutralnego. Zasugerował też, że obie opcje na posiedzeniu 9-10 grudnia (stabilizacja lub obniżka o 25pb) pozostają w grze. **Z kolei członek zarządu Fed Ch.Waller opowiedział się za kolejną obniżką stóp o 25pb w grudniu**, argumentując ją pogarszającą się sytuacją na rynku pracy. Według niego jest mało prawdopodobne by dane z rynku pracy za wrzesień (ukazą się w czwartek) lub jakiegokolwiek inne mogły zmienić jego decyzję przed 9-10 grudnia.
- **USA: Prezydent D.Trump ponowił obietnicę wypłaty „dywidendy celnej” w wysokości 2 tys. USD i podał jej termin - około połowy 2026.** Dodatkowo, wg D.Trumpa, środki z ceł mają służyć spłacie zadłużenia. Trudno jednak o dokładną ocenę - brakuje szczegółów odnośnie do tego rozwiązania. Istniejące wstępne szacunki sugerują, że dodatkowe środki uzyskane z ceł mogą nie wystarczyć do wypłaty dywidendy. Sekretarz Skarbu S.Bessent ocenił że wypłata „dywidendy” może wymagać zgody Kongresu.
- **POL: Według wstępnych danych produkcja usług (w cenach stałych) w sierpniu wzrosła o 6,3% r/r, zaś w ujęciu odsezonowanym o 6,1% r/r.** W ujęciu miesięcznym produkcja usług obniżyła się o 3,8% (-0,5% m/m sa).
- **POL: Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 16 listopada podpisano umowy o dofinansowanie projektów o wartości wydatków kwalifikowalnych 224,5 mld PLN, w tym 174,5 mld PLN dofinansowania UE, które wykorzystają 54,9% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.**
- **POL: Ministerstwo Finansów i Gospodarki poinformowało, że stan środków walutowych na rachunkach budżetowych na koniec października spadł do 6,88 mld EUR z 10,42 mld EUR na koniec września.**

Wpływy budżetowe z VAT – jako % średniej dla ostatnich 12 miesięcy



Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

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	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: Rozpoczęte 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	--	--

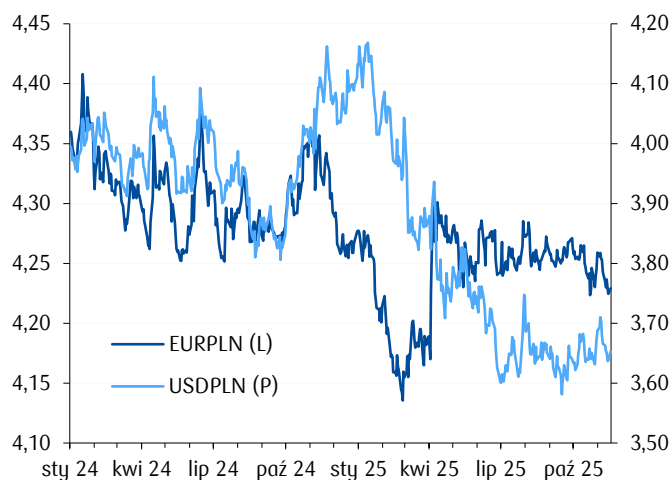
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

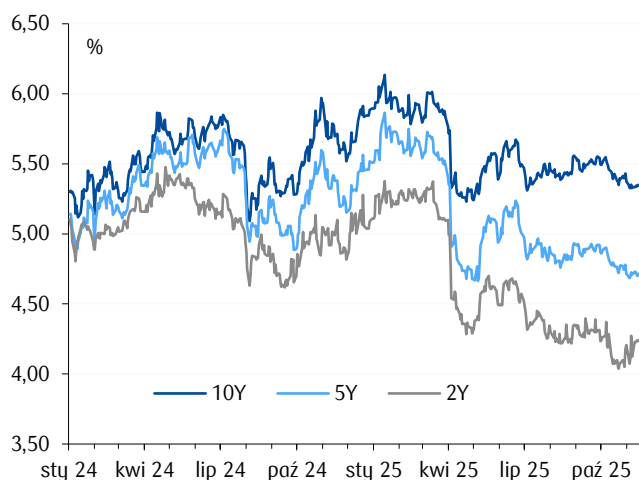
		Wartość 2025-11-17	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2290	0,1	-0,1	-0,2	-2,0	-10,3
	USDPLN	3,6464	0,2	-0,6	0,3	-10,7	-20,1
	CHFPLN	4,5834	0,0	0,8	-0,3	-0,5	-5,0
	GBPPLN	4,8053	0,3	-0,4	-1,5	-6,9	-10,4
	EURUSD	1,1598	-0,1	0,4	-0,5	9,7	12,3
	EURCHF	0,9227	0,1	-0,9	0,1	-1,5	-5,6
	GBPUSD	1,3177	0,3	0,2	-1,8	4,2	12,3
	USDJPY	155,20	0,5	0,7	3,0	0,1	10,5
	EURCZK	24,15	-0,1	-0,5	-0,6	-4,5	-0,6
	EURHUF	384,23	0,0	0,2	-1,1	-5,5	-6,4
Obligacje	PL2Y	4,23	-1	0	13	-87	-299
	PL5Y	4,72	0	-1	-5	-67	-280
	PL10Y	5,35	0	1	-3	-36	-194
	DE2Y	2,04	0	4	12	-13	-8
	DE5Y	2,31	0	4	13	11	22
	DE10Y	2,71	0	5	13	34	56
	US2Y	3,61	0	2	15	-68	-80
	US5Y	3,72	-1	1	15	-56	-28
	US10Y	4,14	-1	2	15	-28	27
Akcje	WIG	110 616,1	-1,0	-1,8	0,9	39,7	98,2
	WIG20	2 956,2	-1,1	-2,1	1,4	35,3	69,5
	S&P500	6 672,4	-0,9	-2,3	-0,9	13,2	68,6
	NASDAQ100	24 799,9	-0,8	-3,2	-1,4	20,7	111,9
	Shanghai Composite**	3 931,7	-1,5	-2,2	1,8	18,3	27,5
	Nikkei**	48 830,0	-3,1	-4,1	-0,7	27,8	74,6
	DAX	23 590,5	-1,2	-1,5	-2,8	22,9	64,8
	VIX	21,17	5,2	10,0	10,4	33,5	-16,6
Surowce	Ropa Brent	64,2	-0,3	0,2	5,2	-12,4	-31,1
	Ropa WTI	60,7	-0,3	-0,5	4,0	-12,7	-29,4
	Złoto	4060,6	-0,6	-0,8	-6,6	55,4	128,8

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

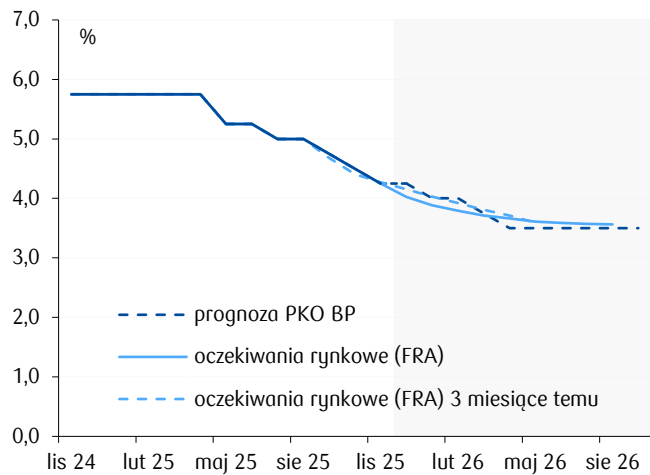
Notowania złotego wobec głównych walut



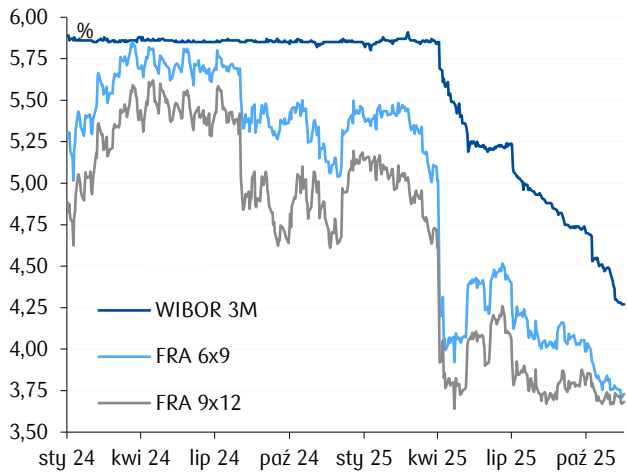
Rentowności polskich obligacji skarbowych



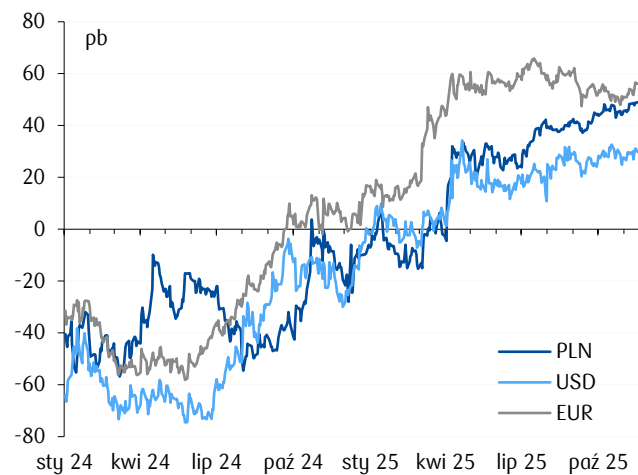
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



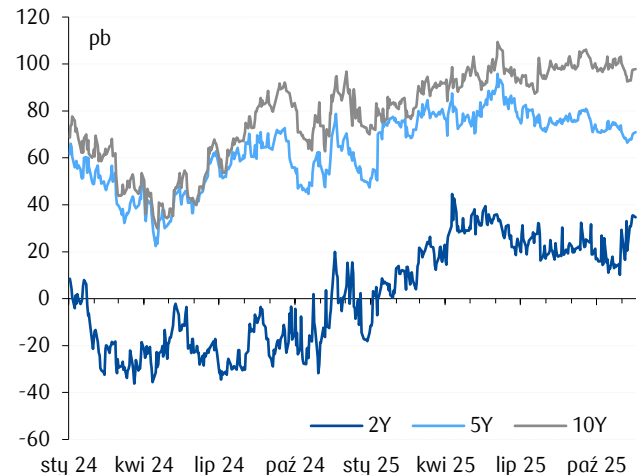
Krótkoterminowe stopy procentowe



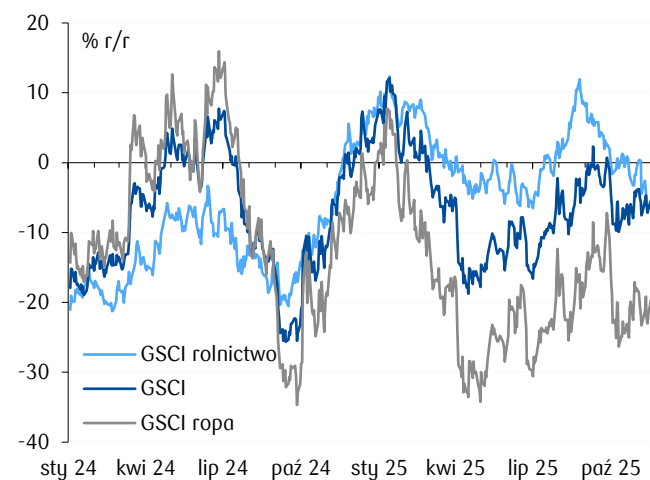
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



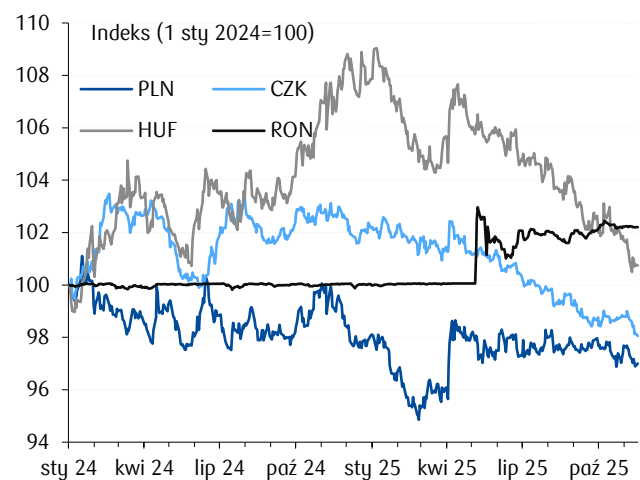
Spread asset swap dla PLN



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.

