

MNB utrzymuje jastrzębie nastawienie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj spadki na giełdach w USA i Europie pogłębiły się, a słabe nastroje widoczne były też na warszawskiej GPW, gdzie indeksy WIG i WIG20 obniżyły się o ok. 2%. Kurs Bitcoina lekko odbił z 8-miesięcznego minimum osiągniętego w poniedziałek i ponownie przekraczał 90 tys. USD. Rentowności obligacji na rynkach bazowych nieznacznie spadły. Złoty osłabiał się wobec głównych walut a rentowności krajowych SPW minimalnie obniżyły się w ślad za tendencjami na rynkach bazowych.
- Dziś interesującą globalnie publikacją będą *minutes* z październikowego posiedzenia Fed**, w których rynki z niepokojem będą doszukiwać się jastrzębich sygnałów wskazujących, że członkowie FOMC mogli powoli tracić chęć do obniżek stóp. Obawy te zostały jednak nieco ograniczone przez ostatnie wypowiedzi Ch.Wallera i Ph.Jeffersona, w których bankierzy podkreślali istotne znaczenie ryzyka schłodzenia rynku pracy.
- Zgodnie z planem dzisiaj powinniśmy też poznać dane o pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach domów w USA za październik**. Publikacja z dużym prawdopodobieństwem zostanie jednak przesunięta w związku z utrudnieniami spowodowanymi niedawno zakończonym *shutdownem*. Na stronie *Census Bureau* data ogłoszenia danych nie została jeszcze określona.
- W strefie euro opublikowane zostaną finalne dane o inflacji za październik**. Wstępny szacunek pokazał spadek inflacji HICP do 2,1% r/r z 2,2% r/r we wrześniu przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 2,4% r/r.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: L.Kotecki (RPP) ocenił, że w grudniu nie ma przestrzeni do obniżki stóp**, nawet jeśli inflacja CPI w listopadzie spadnie do 2,5%. Podkreślił, że główne luzowanie polityki pieniężnej zostało już przeprowadzone, a RPP powinna zrobić **kilkumiesięczną pauzę**, aby ocenić efekty dotychczasowych cięć i poczekać na początkoworoczne impulsy inflacyjne (zmiany cen administrowanych, nowe taryfy energii, zmiana koszyka CPI w marcu). Zdaniem L.Koteckiego do dalszych obniżek można wrócić dopiero przy pewności stabilizacji inflacji w celu. Wskazał, że **w horyzoncie 4-5 miesięcy widzi przestrzeń na dwie redukcje po 25pb**, co sprowadziłoby realną stopę

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

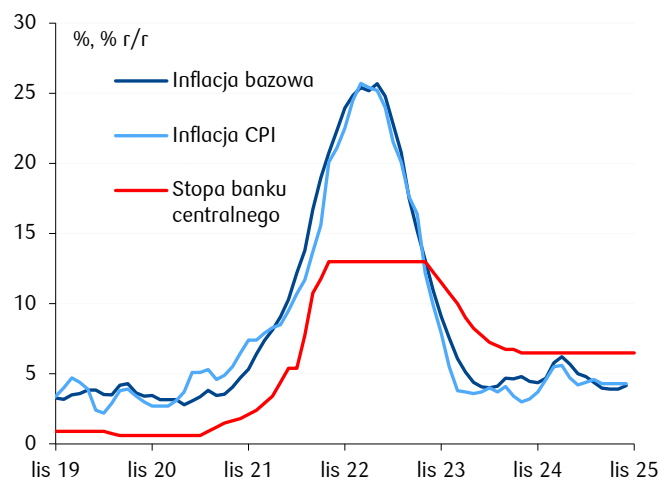
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

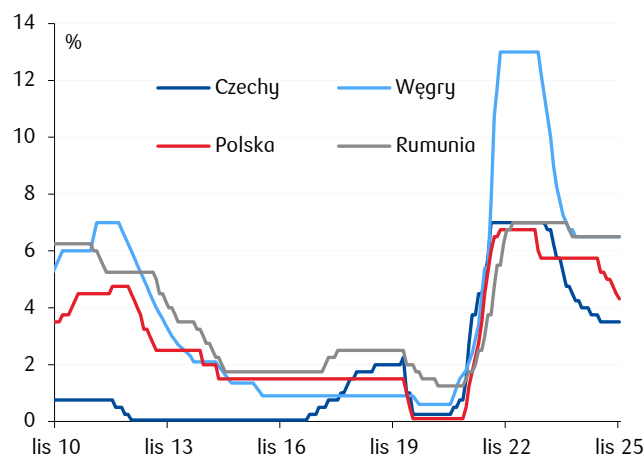
	Wartość 2025-11-18	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2440	0,4
USDPLN	3,6644	0,5
CHFPLN	4,5887	0,1
GBPPLN	4,8103	0,1
EURUSD	1,1582	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,23	-1
PL5Y	4,73	2
PL10Y	5,35	0
DE10Y	2,71	0
US10Y	4,12	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 437,9	-2,0
DAX	23 173,1	-1,8
S&P500	6 617,3	-0,8
Nikkej**	48 618,5	-3,4
Shanghai Comp.**	3 943,1	-0,7
Surowce:		
Złoto	4050,53	-0,2
Ropa Brent	64,89	1,1

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 i stopa procentowa na Węgrzech



Stopy procentowe w regionie CEE



do ok. 1%, poziomu uznawanego przez niego za właściwy przy dynamicznym wzroście gospodarki.

- **HUN: Bank Węgier pozostawił referencyjną, 3-miesięczną stopę depozytową na poziomie 6,50%.** Decyzja była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. W komunikacie prasowym utrzymano stwierdzenie, że prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej pozwoli na trwałe osiągnięcie celu inflacyjnego; usunięto jednak horyzont czasowy wskazany w październiku – tj. początek 2027. Dodatkowo widać było bardziej jastrzębi ton niż miesiąc wcześniej w ocenie, iż ostatnio ogłoszone przez rząd podwyższenie deficytu budżetowego na ten i kolejny rok będzie stymulować popyt krajowy. **Oczekujemy, że nastawienie MNB pozostanie jastrzębie jeszcze przez jakiś czas, a do obniżek Bank wróci najwcześniej w marcu 2026.**
- **USA: Liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych w tyg. kończącym się 18 października wyniosła 232 tys.** Dane za poprzednie 3 tygodnie nie zostały opublikowane, dlatego ocena bieżących tendencji jest utrudniona. Poziom liczby nowych wniosków nie odbiegał jednak od obserwowanego w tygodniach przed *shutdownem*. Liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku minimalnie wzrosła. Jutro powinnien zostać opublikowany raport za kolejny tydzień, jednak termin publikacji nie został jeszcze potwierdzony. Jednocześnie dane ADP dot. redukcji miejsc pracy pokazały, że amerykańskie firmy likwidowały w październiku ok. 2,5 tys. etatów tygodniowo, ale tempo spadku zatrudnienia wyhamowało na początku listopada. Z kolei, z badania Harris Poll przeprowadzonego dla Bloomberg News wynika, że Amerykanie są coraz bardziej zaniepokojeni kwestią bezpieczeństwa zatrudnienia, a 55% pracujących obawia się utraty pracy.
- **USA: T.Barkin** (Richmond Fed, nie bierze udziału w posiedzeniach FOMC) ocenił, że inflacja pozostaje podwyższona, choć potencjał jej dalszego wzrostu jest ograniczony. Wskazał również, że sytuacja na rynku pracy nadal wydaje się słaba. Zwrócił uwagę na spadek napływu nowych ofert, umiarkowane tempo przyrostu zatrudnienia oraz coraz częstsze sygnały o zwolnieniach w dużych firmach. Po dwóch kolejnych obniżkach stóp **T.Barkin nie przedstawił jednoznacznego stanowiska w sprawie grudniowej decyzji**, podkreślając znaczną niepewność wynikającą z opóźnień w publikacji danych po niedawnym *shutdownie*. Zadeklarował pełną zależność od napływających danych i **podzielił opinię J.Powella, że grudniowa obniżka nie jest przesądzona.**
- **USA: Zamówienia w przemyśle w sierpniu wzrosły o 1,4% m/m, zgodnie z oczekiwaniami.** Zamówienia na dobra trwałe w sierpniu wzrosły o 2,9% m/m po spadku miesiąc wcześniej o 2,7% m/m. Mniej zmienna dynamika - po wyłączeniu zamówień na środki transportu - lekko spowolniła względem 1% m/m w lipcu.

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	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	--	--

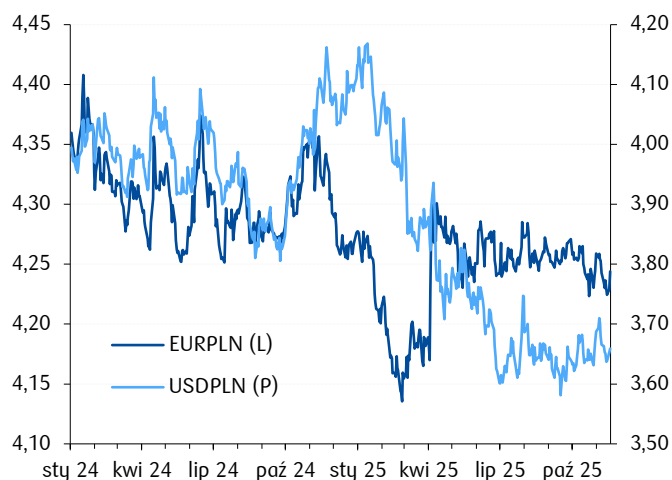
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

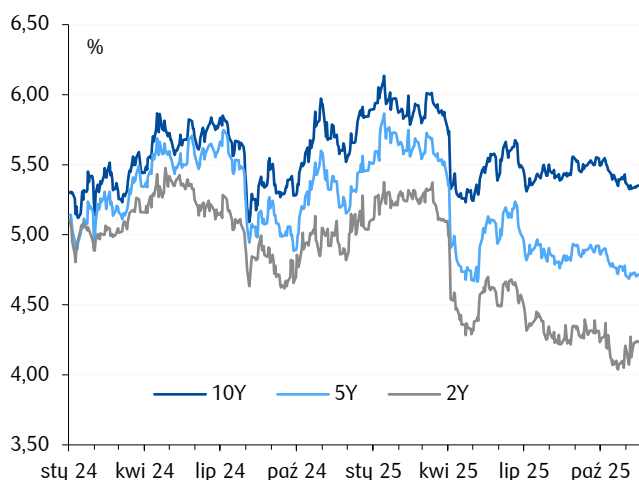
		Wartość 2025-11-18	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2440	0,4	0,3	0,1	-1,9	-9,4
	USDPLN	3,6644	0,5	0,4	0,3	-10,4	-18,9
	CHFPLN	4,5887	0,1	0,6	-0,1	-1,0	-4,1
	GBPPLN	4,8103	0,1	0,1	-1,6	-7,3	-11,3
	EURUSD	1,1582	-0,1	-0,1	-0,2	9,4	11,7
	EURCHF	0,9249	0,2	-0,3	0,2	-1,0	-5,6
	GBPUSD	1,3144	-0,3	-0,3	-1,7	3,8	10,5
	USDJPY	155,28	0,1	0,8	2,2	0,9	11,5
	EURCZK	24,19	0,1	-0,2	-0,5	-4,3	-0,5
	EURHUF	384,15	0,0	-0,3	-1,4	-5,7	-5,7
Obligacje	PL2Y	4,23	-1	0	18	-73	-283
	PL5Y	4,73	2	0	0	-57	-249
	PL10Y	5,35	0	1	-3	-30	-165
	DE2Y	2,02	-2	2	11	-12	-14
	DE5Y	2,30	-1	4	14	13	24
	DE10Y	2,71	0	5	16	37	61
	US2Y	3,58	-3	-1	12	-70	-78
	US5Y	3,69	-3	-2	13	-56	-23
	US10Y	4,12	-2	1	16	-27	32
Akcje	WIG	108 437,9	-2,0	-3,8	-1,0	40,4	92,3
	WIG20	2 903,1	-1,8	-3,8	-0,3	36,7	64,1
	S&P500	6 617,3	-0,8	-3,3	-1,8	11,8	65,8
	NASDAQ100	24 503,1	-1,2	-4,0	-2,5	18,5	106,4
	Shanghai Composite**	3 943,1	-0,7	-1,5	0,7	17,8	25,8
	Nikkei**	48 642,4	-3,3	-4,3	-1,4	26,6	73,8
	DAX	23 173,1	-1,8	-3,8	-4,8	21,6	61,2
	VIX	21,77	2,8	13,1	14,3	32,7	-15,5
Surowce	Ropa Brent	64,9	1,1	-0,4	5,8	-11,5	-30,9
	Ropa WTI	61,5	1,4	0,9	4,9	-11,8	-29,2
	Złoto	4050,5	-0,2	-1,5	-2,2	54,3	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.

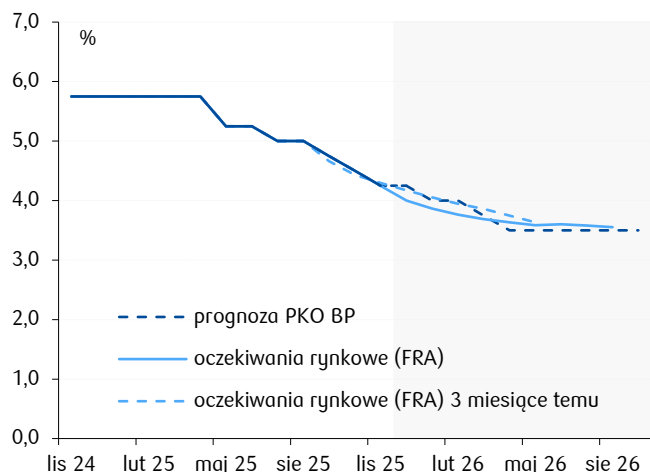
Notowania złotego wobec głównych walut



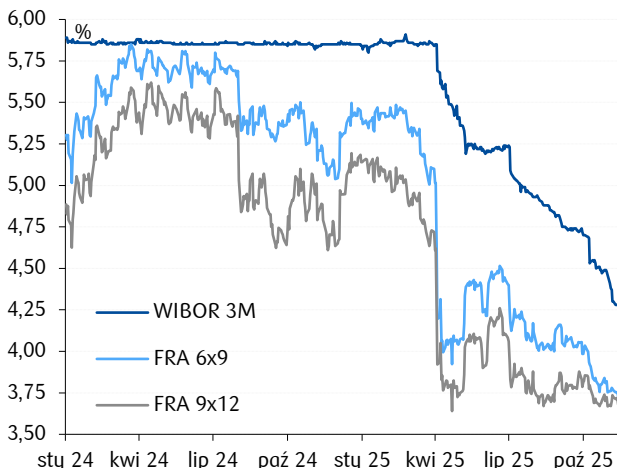
Rentowności polskich obligacji skarbowych



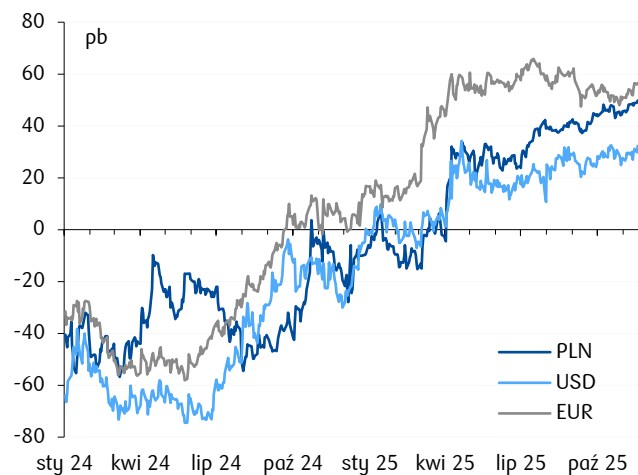
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



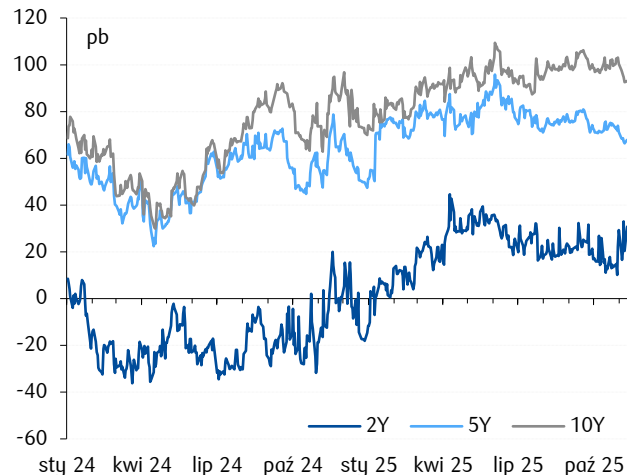
Krótkoterminowe stopy procentowe



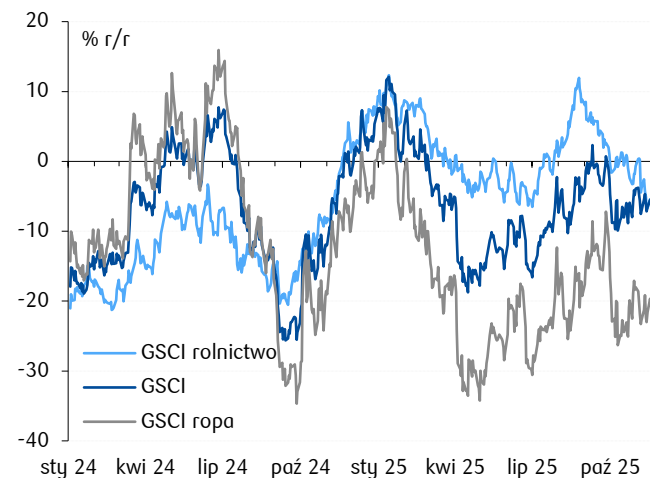
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



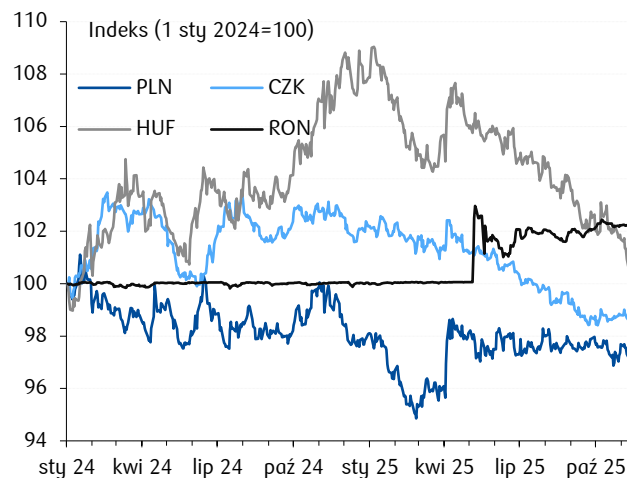
Spread asset swap dla PLN



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.

