

## Inflacyjne rozterki w strefie euro

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Amerykańskie giełdy rosły wczoraj w oczekiwaniu na wyniki Nvidii. Ostatecznie dane opublikowane przez spółkę ponownie zaskoczyły pozytywnie, co zmniejszyło obawy o trwałość pozytywnych trendów rynkowych związanych ze stosowaniem AI. Rentowności amerykańskich obligacji były wczoraj stabilne, a dolar aprecjonował. Jednocześnie wg CME FedWatch rynkowe prawdopodobieństwo pozostawienia stóp Fedu bez zmian w grudniu wzrosło do ok. 70%. Kurs EURUSD zbliżył się do 1,15, po raz pierwszy od półtora tygodnia. Po dniu przerwy złoty ponownie umocnił się względem głównych walut – EURPLN obniżył się poniżej 4,23, a USDPLN po przejściowym spadku do 3,65 zakończył sesję powyżej 3,66. Rentowności krajowych obligacji lekko wzrosły na długim końcu krzywej.
- **Wydarzeniem dnia będzie opóźniony raport z amerykańskiego rynku pracy za wrzesień** (pierwotny termin publikacji 3.10). **Konsensus zakłada nieco większy wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym niż w sierpniu (50 tys. vs 22 tys.) i stabilizację stopy bezrobocia na poziomie 4,3%**. Jednocześnie znane już są dane alternatywne, zwiększające posiadany zakres wiedzy – np. [nowcast stopy bezrobocia Fedu](#) z Chicago wskazuje na jej nieznaczny wzrost do 4,35% we wrześniu wobec 4,32% w sierpniu, a raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (np. ADP) wskazał na spadek o 29 tys. we wrześniu, ale wzrost o 42 tys. w październiku. **BLS poinformował, że raport z rynku pracy za październik nie zostanie opublikowany** – dane NFP za miniony miesiąc poznamy przy okazji publikacji za listopad, natomiast dane z badania gospodarstw domowych, które służy do kalkulacji stopy bezrobocia, nie były zbierane. W USA opublikowane zostaną też dziś dane o **sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym**. Dane pochodzą z sektora prywatnego, a więc publikacja jest pewna, w przeciwieństwie do zaplanowanych na wczoraj publicznych danych o pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach, które się nie ukazały.
- **Dziś poznamy też dane o koniunkturze konsumenckiej za listopad z Polski i UE**. Wskaźnik GUS dla Polski powinien wg nas pokazać nieznaczną poprawę po zaskakującym spadku w październiku. W przypadku publikowanego przez Komisję Europejską wskaźnika dla strefy euro oczekiwana jest minimalna poprawa.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

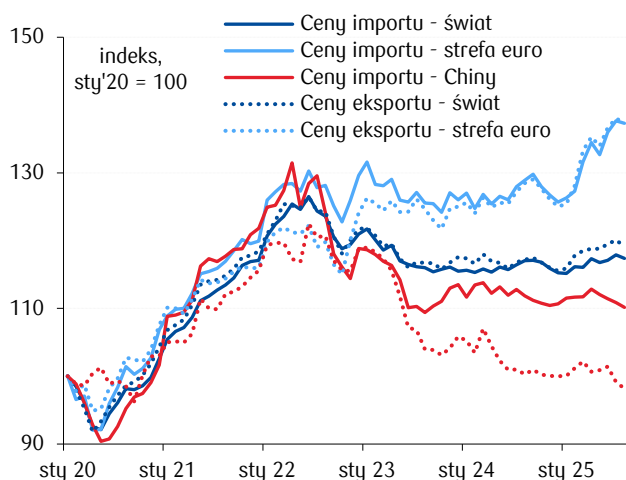
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

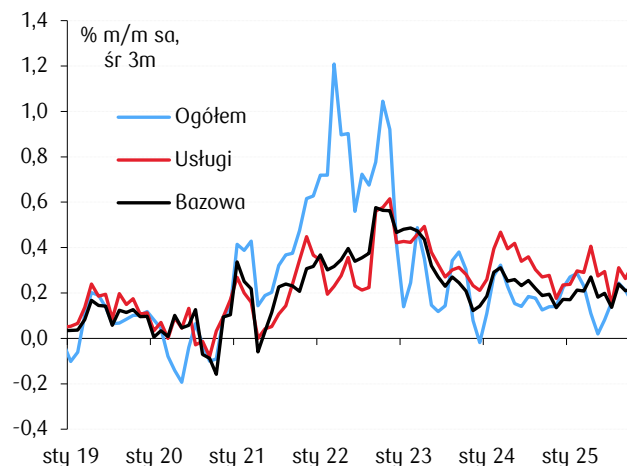
	Wartość 2025-11-19	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2270	-0,4
USDPLN	3,6607	-0,1
CHFPLN	4,5500	-0,8
GBPPLN	4,7864	-0,5
EURUSD	1,1547	-0,3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,13	-9
PL5Y	4,75	1
PL10Y	5,38	4
DE10Y	2,71	0
US10Y	4,13	1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	110 230,9	1,7
DAX	23 162,9	-0,1
S&P500	6 642,2	0,4
Nikkej**	49 823,9	2,3
Shanghai Comp.**	3 931,1	-0,2
<b>Surowce:</b>		
Złoto	4094,88	1,1
Ropa Brent	63,51	-2,1

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.

### Zmiana cen importu i eksportu względem stycznia 2020



### Miara impetu\* inflacji HICP w strefie euro

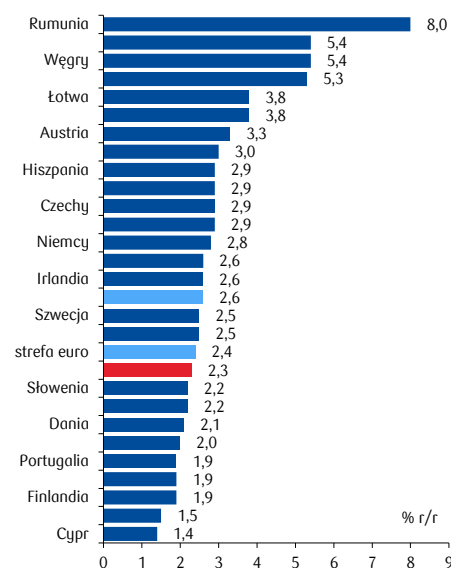


Źródło: CPB, Macrobond, PKO Bank Polski, \* miara impetu = średnia trzymiesięczna zmiana odsezonowanego poziomu cen

## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

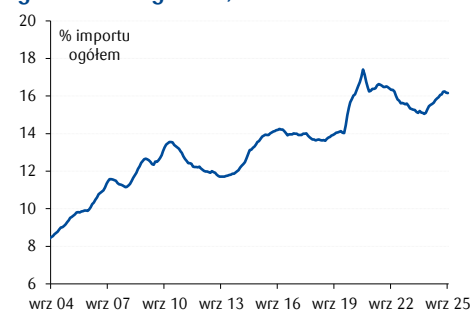
- EUR: Inflacja HICP w październiku obniżyła się do 2,1% r/r z 2,2% r/r we wrześniu, a dane finalne były zgodne ze wstępnym szacunkiem.** Zgodna ze wstępnym odczytem była też inflacja bazowa, która ustabilizowała się na poziomie 2,4% r/r. Spadek inflacji HICP to przede wszystkim wynik efektu bazy statystycznej na cenach energii (choć efekt ten był nieco słabszy niż można było oczekiwać). Jastrzębio nastawieni członkowie EBC (ale również sama prezes Ch.Lagarde) zwracają natomiast uwagę na podwyższoną inflację usługową. Ta w październiku wzrosła do 3,4% r/r z 3,2% r/r we wrześniu, a w ujęciu miesięcznym (po odsezonowaniu) ceny usług zwiększyły się o 0,4% m/m, czyli najsilniej od kwietnia 2025 (kiedy dynamika była podbijana przez ceny usług transportowych ze względu na Wielkanoc), a wcześniej od lipca 2024. Jednocześnie hamowała inflacja towarowa - nieenergetyczne towary przemysłowe drożały tylko o 0,6% r/r vs 0,8% r/r we wrześniu - a jej miesięczny impet wyzerował się. Również ceny żywności przestały rosnąć (impet w okolicach 0,0% m/m), a inflacja roczna w tej kategorii wyhamowała do 2,5% r/r z 3,0% r/r. **Mimo pewnego gorzkiego posmaku (ceny usług), ogólny wydźwięk danych wskazuje na zrównoważony obraz procesów cenowych.** Bardziej jastrzębi członkowie EBC mogą zwracać uwagę właśnie na uporczywość inflacji usługowej oraz poprawę perspektyw gospodarczych dla strefy euro (m.in. wzrost konsensusu prognoz PKB). **Z kolei gołębi członkowie mogą sygnalizować ryzyko związane z deflacyjnym wpływem chińskiego importu** (o czym ostatnio pisał EBC w [Economic Bulletin](#)). Ceny chińskiego eksportu od szczytu w połowie 2022 spadły o ok. 20%. Dodatkowo widoczne jest rozszerzanie się „nożyc cenowych” - ceny chińskiego eksportu istotnie spadały, podczas gdy ceny chińskiego importu od 2023 pozostają bez większych zmian. Z kolei w strefie euro ceny importu i eksportu zmieniają się w zbliżonej do siebie skali, a od początku 2025 obserwowany jest ich wzrost, co może być też sygnałem słabnącej konkurencyjności strefy euro. Jednocześnie od ok. 2021 w Chinach obserwuje się istotny wzrost sprzedaży eksportowej przy zdecydowanie wolniejszym wzroście sprzedaży krajowej. W szczególności udział Chin w imporcie strefy euro systematycznie rośnie i odrabia straty po tym jak przejściowo spadł w 2022 (efekt m.in. kryzysu energetycznego). Ekonomiści EBC [szacowali](#) w lipcu 2025, że **zwiększony import z Chin w wyniku nadprodukcji i amerykańskich ceł może obniżyć w 2026 ceny nieenergetycznych towarów przemysłowych w strefie euro o 0,5pp, a inflację HICP ogółem o 0,15pp, w mniejszej skali mechanizm ten będzie działał również w 2027.**
- POL: Inflacja HICP w Polsce w październiku pozostała bez zmian na poziomie 2,9% r/r, a inflacja bazowa HICP obniżyła się do 2,3% r/r z 2,5% r/r.** W przypadku inflacji HICP Polska plasuje się nieznacznie powyżej średniej UE, a w przypadku inflacji bazowej HICP poniżej.
- USA: [Minutes](#) z październikowego posiedzenia FOMC sugerują, że obniżka stóp procentowych na posiedzeniu w grudniu może nie uzyskać poparcia większości członków Komitetu.** Kilku uczestników posiedzenia oceniło, że dalsze obniżenie docelowego przedziału stopy funduszy federalnych mogłoby być właściwe w grudniu, jeśli gospodarka rozwijałaby się mniej więcej zgodnie z ich oczekiwaniami w nadchodzącym okresie między posiedzeniami. Jednocześnie wielu uczestników posiedzenia zasugerowało, że biorąc pod uwagę ich perspektywę gospodarcze, prawdopodobnie właściwe byłoby utrzymanie docelowego przedziału bez zmian przez resztę roku. Opinie członków FOMC w kwestii oceny restrykcyjności obecnej polityki pieniężnej są rozbieżne. Niektórzy uczestnicy ocenili, że nastawienie Komitetu będzie restrykcyjne nawet po potencjalnej redukcji stopy referencyjnej o 0,5 pp, inni ocenili, że nastawienie polityki pieniężnej nie jest wyraźnie restrykcyjne.
- USA: Prezydent D.Trump przekazał, że chętnie zwolniłby prezesa Fedu J.Powella, ale powstrzymuje go przed tym sekretarz skarbu S.Bessent, który**

## Inflacja bazowa HICP w państwach UE w październiku 2025



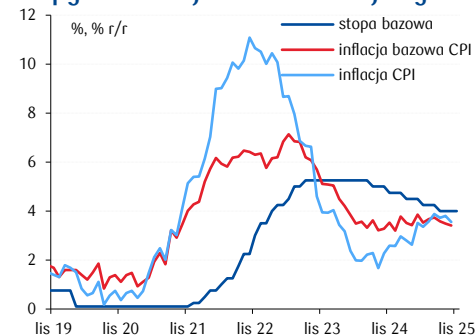
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Udział importu z Chin w imporcie ogółem strefy euro, suma 12-mies.



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Inflacja CPI i inflacja bazowa CPI na tle stopy bankowej BoE w Wielkiej Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

zdaniem prezydenta jest jego „głosem rozsądku”. Jednocześnie wg D.Trumpa za zwolnieniem J.Powella jest sekretarz handlu H.Lutnick. We wtorek D.Trump powiedział, że w zasadzie dokonał już wyboru nowego prezesa Fed, ale odmówił podania nazwiska. Wcześniej S.Bessent mówił, że na krótkiej liście znajduje się pięciu kandydatów: Ch.Waller, M.Bowman (oboje Fed), K.Warsh (były członek zarządu Fed), K.Hassett (szef Narodowej Rady Ekonomicznej) i R.Rieder (CIO, dyrektor BlackRock).

- **UK: Inflacja CPI w październiku obniżyła się do 3,6% r/r z 3,8% r/r we wrześniu.** Spadek był oczekiwany, choć okazał się słabszy od prognoz, co może wskazywać na uporczywość inflacji. Przyczyną wolniejszego od oczekiwań hamowania inflacji było m.in. lekkie przyspieszenie wzrostu cen żywności (do 4,9% r/r). **Inflacja bazowa CPI obniżyła się do 3,4% r/r z 3,5% r/r we wrześniu, a inflacja usługowa do 4,5% r/r z 4,7% r/r.** Ceny usług rosną coraz wolniej, ale tempo tego hamowania pozostaje zbyt niskie by umożliwić dalsze obniżki stóp BoE. W połączeniu z oczekiwaniami na publikację przyszłorocznego budżetu (26.11) i presją rynkową, szanse na powrót do obniżek stóp pozostają ograniczone, choć w sprzyjających warunkach (dalszy spadek inflacji) mogą się wg nas pojawić w 1q26.
- **USA/UKR/RUS: Amerykańscy i rosyjscy urzędnicy opracowali nowy plan zakończenia wojny Rosji w Ukrainie,** wynika z informacji Financial Times. Umowa zakłada przyznanie Rosji części wschodniej Ukrainy, nad którą obecnie nie ma kontroli i zmniejszenie o połowę liczebności ukraińskiej armii, w zamian za amerykańskie gwarancje bezpieczeństwa dla Ukrainy i Europy. Według źródeł dziennika, Rosja i USA wezwały prezydenta Ukrainy W.Zełenskiego do przyjęcia planu. Jednak w ocenie ukraińskich urzędników, plan jest ściśle zgodny z maksymalistycznymi żądaniami Kremla i bez wprowadzenia znaczących zmian jest on nie do przyjęcia dla Ukrainy.
- **CHN: Ludowy Bank Chin podał, że chińscy pożyczkodawcy zgodnie z oczekiwaniami utrzymali stopy procentowe bez zmian** (1Y LPR 3,0% i 5Y LPR 3,5%). Poprzedni raz stopy zmieniane były w maju 2025 (obniżka o 10pb) i październiku 2024 (obniżka o 25pb).
- **GER: Deflacja PPI w październiku pogłębiła się do 1,8% r/r wobec 1,7% r/r we wrześniu.** To ósmy miesiąc deflacji w ujęciu rocznym. Wskaźnik PPI po wyłączeniu cen energii wskazuje z kolei na wzrost cen o 0,8% r/r wobec 0,9% r/r we wrześniu.
- **POL: NBP nie widzi zagrożeń dla realizacji reformy wskaźników referencyjnych w Polsce** w zakładanym terminie (do końca 2027) – oceniła dyrektor O.Szczepańska. Z kolei wiceprezes NBP M.Kightley stwierdziła, że **NBP nie rozważa aktywnej sprzedaży zakupionych podczas pandemii obligacji skarbowych**, gdyż byłoby to działanie zacieśniające politykę pieniężną i kolidowałoby z prowadzonym obecnie luzowaniem.
- **POL: Rynek zamówień publicznych w Polsce wynosi co najmniej 587 mld PLN,** z czego 260 mld PLN odbywa się w ramach postępowań, które nie muszą być raportowane do Urzędu Zamówień Publicznych (UZP) – powiedziała prezes UZP A.Olszewska. Według pani prezes toczą się prace w MAP by ustalić rekomendacje i wytyczne, tak by również w postępowaniach wyłączonych z Prawa zamówień publicznych można było zadbać o tzw. *local content*.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 14 listopada</b>						
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,3	0,6	--	1,6
<b>POL: Inflacja CPI (paż., rew.)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
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	--	--	--	--
<b>Poniedziałek, 17 listopada</b>						
<b>POL: Inflacja bazowa (paż.)</b>	<b>14:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Wtorek, 18 listopada</b>						
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: Produkcja przemysłowa (paż.)	15:15	% m/m	--	0,0	--	--
<b>Środa, 19 listopada</b>						
EUR: Inflacja HICP (paż., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,1	--	2,1
EUR: Inflacja bazowa (paż., rew.)	11:00	% r/r	2,4	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	--	--	--	--	--
<b>Czwartek, 20 listopada</b>						
GER: Inflacja PPI (paż.)	8:00	% r/r	-1,7	-1,7	--	-1,8
<b>POL: Koniunktura konsumencka (lis.)</b>	<b>10:00</b>	<b>pkt.</b>	<b>-10,9</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,5</b>	<b>--</b>
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	--	--
<b>Piątek, 21 listopada</b>						
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	--	--

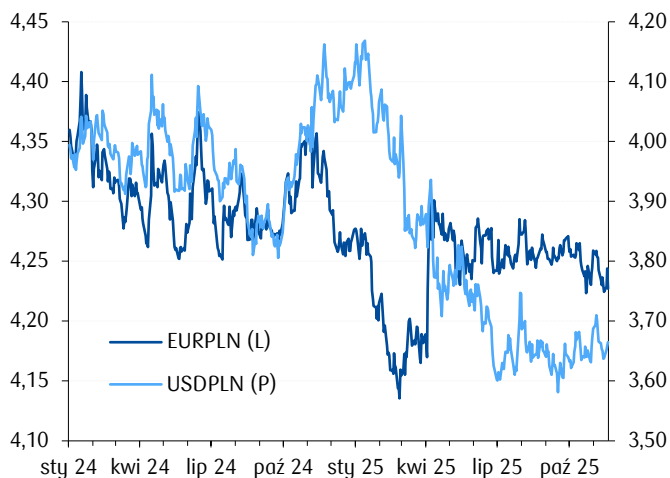
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

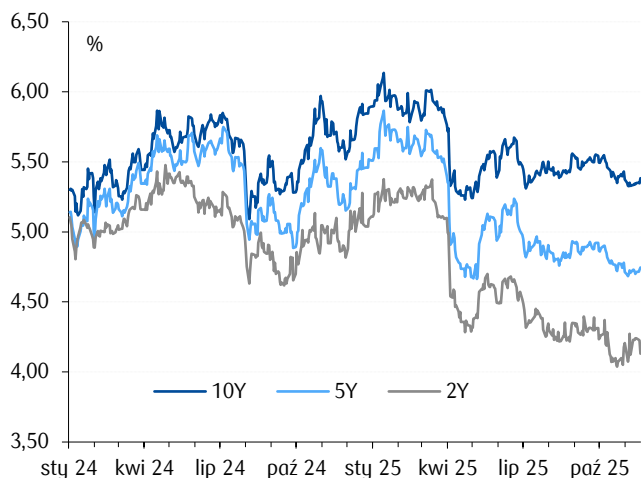
		Wartość 2025-11-19	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2270	-0,4	-0,2	0,1	-2,5	-10,1
	USDPLN	3,6607	-0,1	0,2	0,6	-11,2	-19,0
	CHFPLN	4,5500	-0,8	-0,7	-0,5	-2,3	-5,0
	GBPPLN	4,7864	-0,5	-0,2	-1,7	-8,0	-11,1
	EURUSD	1,1547	-0,3	-0,4	-0,6	9,8	11,0
	EURCHF	0,9291	0,5	0,5	0,6	-0,3	-5,3
	GBPUSD	1,3080	-0,5	-0,4	-2,1	3,4	10,0
	USDJPY	156,52	0,8	1,1	3,0	0,6	12,3
	EURCZK	24,17	-0,1	-0,3	-0,6	-4,4	-0,9
	EURHUF	381,55	-0,7	-0,9	-1,9	-6,8	-7,1
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,13	-9	-10	9	-80	-300
	PL5Y	4,75	1	3	3	-50	-253
	PL10Y	5,38	4	4	4	-24	-165
	DE2Y	2,02	-1	1	10	-11	-10
	DE5Y	2,29	0	4	13	12	32
	DE10Y	2,71	0	6	15	37	71
	US2Y	3,59	1	3	14	-73	-78
	US5Y	3,70	1	4	15	-58	-15
	US10Y	4,13	1	6	17	-28	44
<b>Akcje</b>	WIG	110 230,9	1,7	-2,2	-0,6	41,5	98,2
	WIG20	2 956,8	1,8	-2,2	-0,1	37,9	69,8
	S&P500	6 642,2	0,4	-3,0	-0,9	12,3	67,8
	NASDAQ100	24 640,5	0,6	-3,4	-1,0	19,2	110,6
	Shanghai Composite**	3 931,1	-0,2	-1,7	0,4	16,7	26,0
	Nikkei**	49 823,9	2,3	-2,4	1,0	29,9	77,8
	DAX	23 162,9	-0,1	-5,0	-4,1	21,9	62,7
	VIX	21,23	-2,5	9,4	10,0	25,2	-15,3
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	63,5	-2,1	1,3	1,5	-12,8	-31,6
	Ropa WTI	60,3	-2,0	1,6	1,6	-13,0	-29,6
	Złoto	4094,9	1,1	-2,1	1,4	54,7	130,7

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

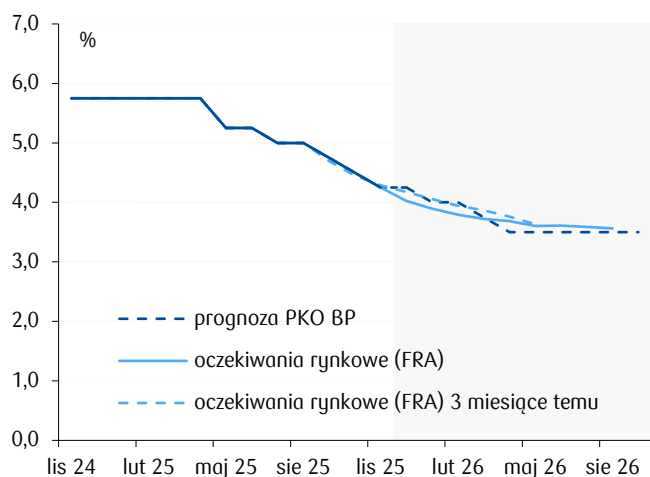
## Notowania złotego wobec głównych walut



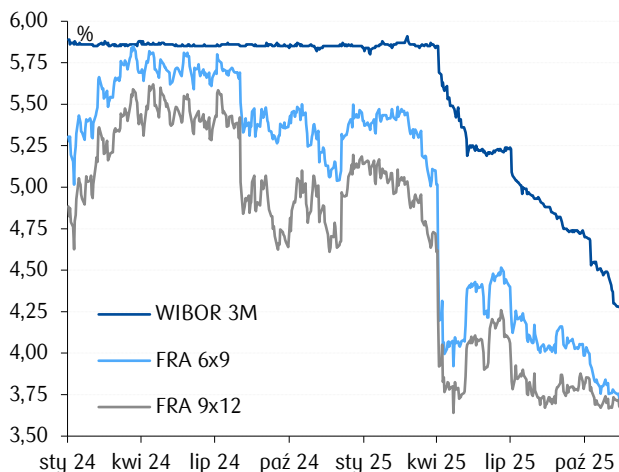
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



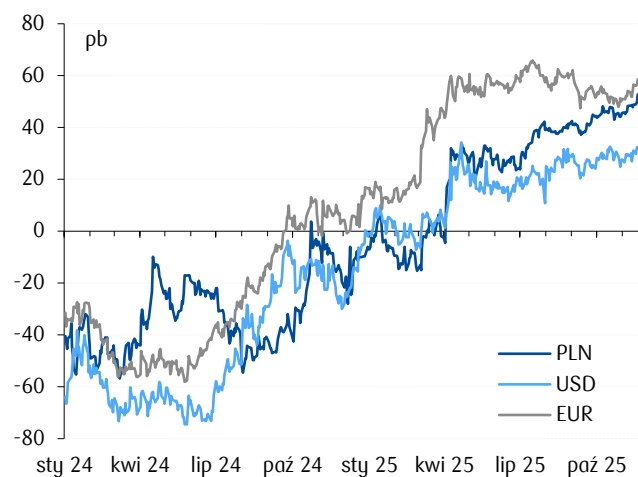
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



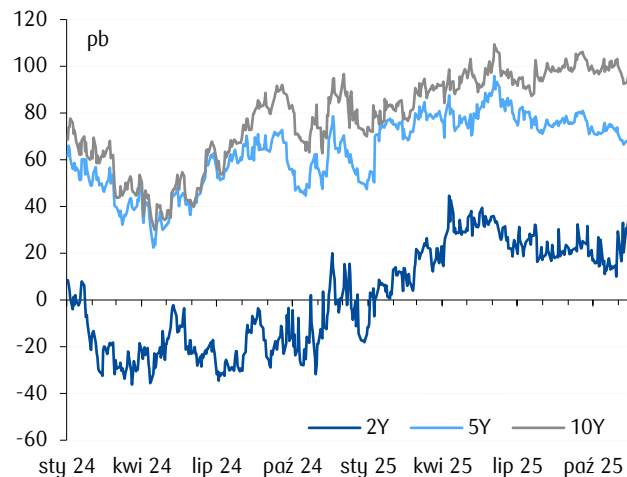
### Krótkoterminowe stopy procentowe



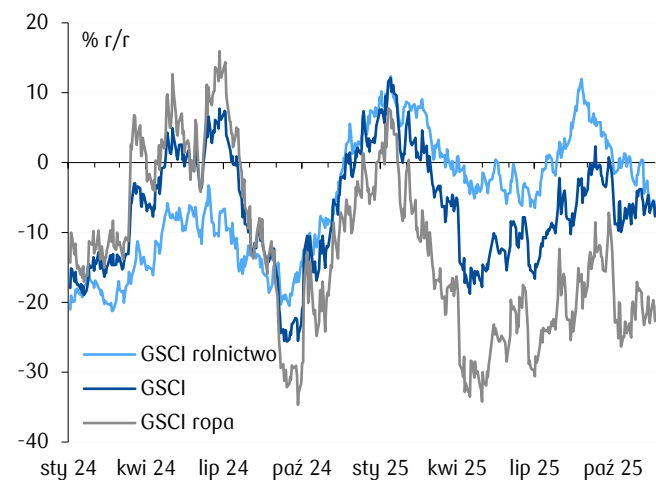
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



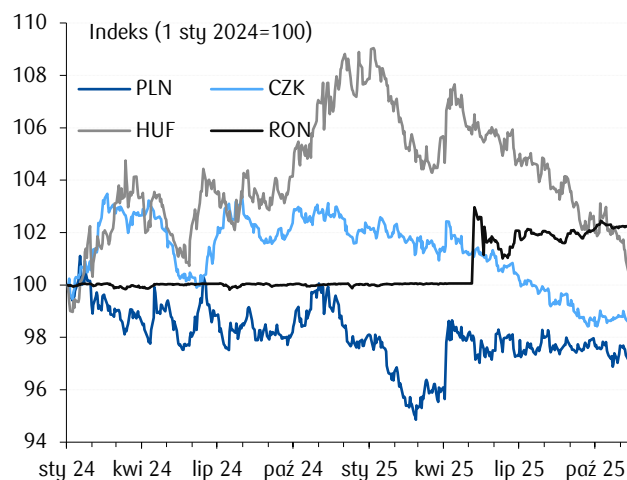
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

