

„Doskonały” poziom stóp procentowych

- Czwartkowa sesja na globalnych rynkach akcji charakteryzowała się niską zmiennością, a indeks S&P500 wzrósł jedynie marginalnie. **Reakcja krajowych aktywów na wyważony przekaz płynący z konferencji NBP była stonowana** – złoty nieznacznie się osłabił, a rentowności SPW lekko wzrosły. Na globalnych rynkach rentowności UST podniosły się o ok. 3-5pb, a dolar lekko się umocnił. Piątkowa sesja nie powinna przynieść istotnych zmian na obserwowanych przez nas instrumentach finansowych, a na rynkach może już rozpocząć się pozycjonowanie pod przyszłotygodniowe posiedzenie Fed.
- Dziś opublikowane zostaną dane o dochodach i wydatkach Amerykanów we wrześniu, które według konsensusu wzrosły po 0,3% m/m. Integralną częścią raportu publikowanego przez BEA są dane o inflacji PCE – konsensus zarówno dla PCE jak i bazowej inflacji PCE za wrzesień to 2,8% r/r wobec odpowiednio 2,7% r/r i 2,9% r/r w sierpniu.
- W Europie w centrum uwagi znajdują się kolejny szacunek PKB ze strefy euro za 3q25 (wg wstępnych danych 1,4% r/r wobec 1,5% r/r w 2q25) oraz dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle za październik, które zapewne pozostawały wciąż niższe niż przed rokiem (kons.: -2,4% r/r wobec -4,3% r/r we wrześniu).

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

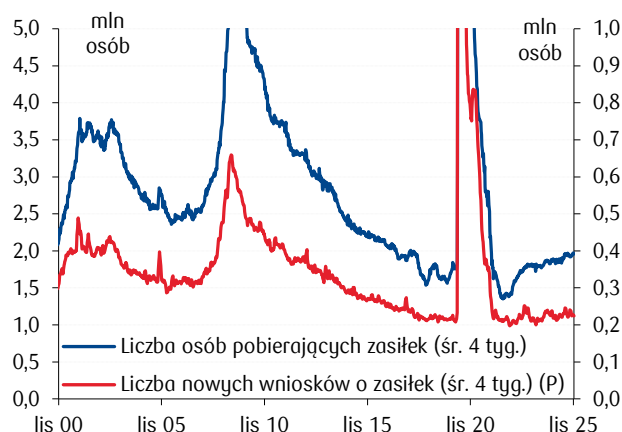
	Wartość 2025-12-04	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	110 072	0,1
STOXX Europe 600	579	0,5
S&P500	6 857	0,1
Waluty:		
EURPLN	4,23	0,2
USDPLN	3,63	0,4
CHFPLN	4,52	-0,1
EURUSD	1,16	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	3,97	0
PL5Y	4,57	3
PL10Y	5,17	2
DE10Y	2,77	2
US10Y	4,11	5
Surowce:		
Ropa Brent	63	0,9
Złoto	4208	0,0

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

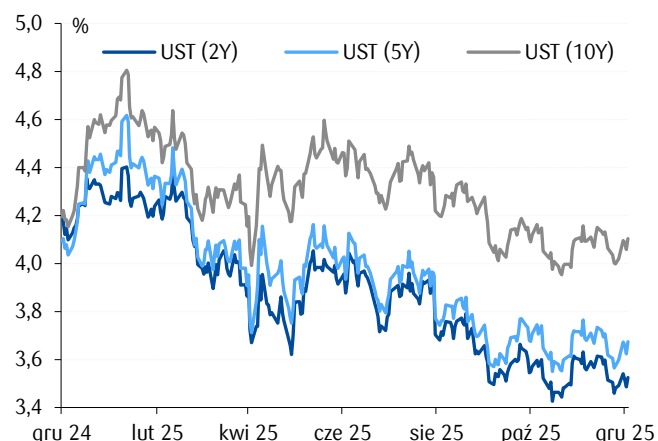
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- USA:** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu obniżyła się do 191 tys. (kons.: 220 tys.) z 218 tys. poprzednio. Spadek do najniższego poziomu od ponad trzech lat sugeruje, że pracodawcy wciąż w dużej mierze zatrzymują pracowników, pomimo fali zapowiedzi zwolnień. Liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku również się obniżyła. Trzeba jednak podkreślić, że dane mogą być zaburzone w związku z przypadającym na analizowany tydzień Świętem Dziękczynienia. Mniej zmienna czterotygodniowa średnia krocząca nowych wniosków spadła w ubiegłym tygodniu do 215 tys. – poziomu najniższego od stycznia. Alternatywne dane firmy Challenger, Gray & Christmas także pokazały w listopadzie ograniczenie liczby ogłaszanych zwolnień w ujęciu miesięcznym, choć ich liczba była wyższa

Nowe wnioski o zasiłek w USA utrzymują się na niskim poziomie, a liczba bezrobotnych przestała rosnąć



Rentowności amerykańskich obligacji konsolidują się w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC w przyszłą środę.

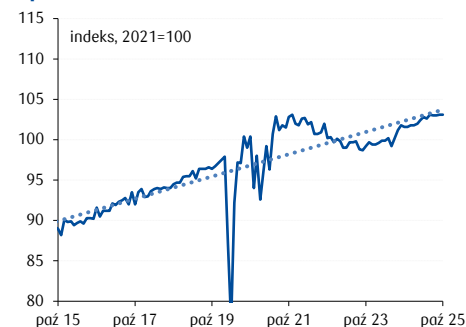


Źródło: GUS, NBP, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

niż przed rokiem. Zakładamy, że lepsze od oczekiwań tygodniowe dane z rynku pracy nie ograniczą skłonności Fed do obniżki stóp na posiedzeniu 10 grudnia.

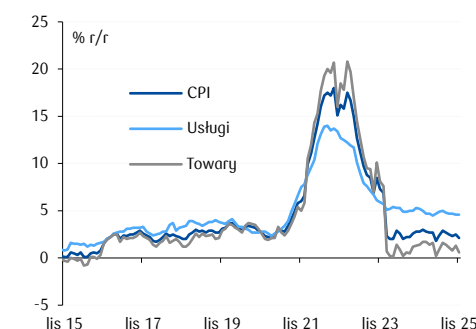
- **EUR: Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 1,5% r/r**, minimalnie przewyższając oczekiwania (1,3% r/r). W ujęciu m/m poziom sprzedaży nie zmienił się (sa), a stabilizacja była wypadkową wzrostu sprzedaży w sklepach żywnościowych i na stacjach paliw oraz spadku w przypadku pozostałych towarów nieżywnościowych. Spośród większych gospodarek najwyższe dynamiki sprzedaży obserwowaliśmy w Hiszpanii i Holandii, a najniższe we Francji i Niemczech.
- **EUR: P.Cipollone (EBC)** powiedział, że ceny konsumpcyjne w strefie euro nie budzą większych obaw EBC. Oceniał, że „gospodarka UE poradziła sobie lepiej, niż oczekiwano, a inflacja jest zasadniczo pod kontrolą”. Komentarz, reprezentującego gołębie skrzydło EBC, P.Cipollone jest w naszej ocenie dość zachowawczy i wskazuje na brak presji na obniżę stóp procentowych.
- **CZE: Inflacja CPI w listopadzie spadła do 2,1% r/r z 2,5% r/r w październiku**, wbrew oczekiwaniom na stabilizację. Za niespodzianką stały głównie ceny żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych, których wzrost spowolnił z 3,9% r/r w październiku do 2,8% r/r w listopadzie. Dane nie wskazują na to, by strukturalne czynniki stojące za podwyższoną inflacją bazową miały zniknąć. Spowolnienie inflacji ogółem jest efektem niższej dynamiki cen dóbr, wspieranej przez silną koronę. Jednocześnie rynek pracy pozostaje napięty, a nominalne płace nadal rosną znacząco powyżej oczekiwań CNB. Zakładamy, że CNB utrzyma stopę referencyjną na poziomie 3,50% jeszcze przez jakiś czas.
- **HUN: Wzrost sprzedaży detalicznej w październiku przyspieszył do 3,1% r/r**, z 3,0% r/r we wrześniu. Choć dynamika sprzedaży pozostaje umiarkowana, to potwierdza ogólnie stabilną trajektorię wzrostu zakupów i sygnalizuje solidny wzrost konsumpcji gospodarstw domowych w 4q25.
- **UE: EBI i KE podpisały porozumienie, w ramach którego zamierzają przyspieszyć budowę w UE dużych centrów danych i mocy obliczeniowych.** Ośrodki te mają być kluczowe dla rozwoju najbardziej zaawansowanych modeli sztucznej inteligencji. Celem inicjatywy jest zwiększenie europejskich mocy obliczeniowych i wzmocnienie konkurencyjności technologicznej UE. Każda z planowanych „gigafabryk” ma wykorzystywać ok. 100 tys. najnowocześniejszych układów AI – czterokrotnie więcej niż obecne instalacje tego typu. KE przeznaczyła na przedsięwzięcie 20 mld EUR z funduszu InvestAI, a EBI ma rozważyć możliwość wykorzystania pożyczek na ten cel, aby zwiększyć zaangażowanie kapitału prywatnego.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Struktura CPI w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

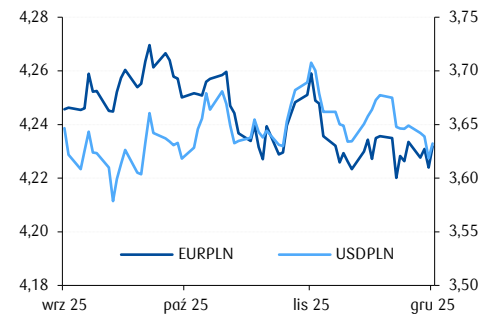
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Prezes NBP powiedział podczas konferencji prasowej, że „jeśli się nic nie zmieni w parametrach, to niewykluczone, że członkowie Rady jeszcze nieznacznie obniżą główną stopę procentową”.** Jednocześnie zwrócił uwagę, że poziom 4,0% jest w jego ocenie obecnie doskonały i mógłby utrzymać się przez dłuższy czas. Ewentualna obniżka nastąpi, jeśli „przemówi za nią siła argumentów, a przede wszystkim siła danych”. A.Głapiński powtórzył, że RPP nie znajduje się w żadnym cyklu i nie przyjmuje żadnych określonych punktów widzenia. Dodał, że wyklucza gwałtowne ruchy i stwierdził, że w najbliższym czasie RPP może chcieć przejść w stan *wait and see* i zobaczyć, jak działają dokonane obniżki stóp. Obecnie celem dla Rady jest utrwalenie osiągniętej niskiej inflacji. Prezes uzasadnił grudniową obniżkę o 25pb tym, że inflacja w listopadzie spadła silniej od oczekiwań, a prognozy, także zewnętrzne, wskazują na utrzymywanie się inflacji w pobliżu celu (2,5% ± 1pp) w kolejnych latach. Dodał, że krótkookresowe projekcje NBP dopuszczają niewielki wzrost CPI w tym i przyszłym roku, ale wciąż w granicach dopuszczalnych odchyień od celu. **Podtrzymujemy prognozę, że na początku 2026 RPP w dwóch krokach sprowadzi stopę referencyjną do poziomu 3,50% i na tym poziomie zatrzyma się na dłużej.**

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W czwartek złoty nieznacznie się osłabił**, podchodząc w pobliże poziomów 4,2350 na EURPLN oraz 3,63 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD zszedł w pobliże 1,1640.
- **Ostrożna w przekazie retoryka prezesa NBP nie miała istotnego wpływu na notowania złotego** a rynek dość sceptycznie podszedł do sygnalizacji przez A.Głapińskiego możliwego przejścia RPP w tryb „wait and see”. Większej zmienności na polskiej walucie nie sprzyjała również neutralna sesja na globalnych rynkach akcji. Na bazowych rynkach FX brakowało nowych wyraźnych impulsów kierunkowych dla dolara, który lekko się umocnił w reakcji na lepsze od oczekiwań tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych. **Amerykańska waluta pozostała jednak pod umiarkowaną presją w stosunku do japońskiego jena**, w związku z rosnącymi oczekiwaniami rynkowymi na podwyżkę stóp procentowych podczas grudniowego posiedzenia Banku Japonii, które to szanse rynek ocenia obecnie na ponad 70%.
- W piątek krajowy kalendarz makroekonomiczny jest pusty, co oznacza, że **złoty będzie podatny na impulsy z globalnego otoczenia rynkowego**. Zmienność na światowym rynku walutowym mogą podbić wrześniowe dane o inflacji PCE z USA oraz wstępny odczyt Indeksu Uniwersytetu Michigan za grudzień – dobrego wskaźnika bieżących nastrojów amerykańskich konsumentów. W przypadku braku istotnych zaskoczeń ze strony tych publikacji spodziewamy się zakończenia tygodniowych notowań EURUSD nieznacznie poniżej 1,17, w związku z prawdopodobnym rozpoczęciem pozycjonowania uczestników rynku pod gołębi przekaz z grudniowego posiedzenia FOMC. **Złoty powinien pozostać relatywnie mocny, a kursy EURPLN i USDPLN mogą zakończyć piątkowe notowania w pobliżu poziomów odpowiednio 4,23 oraz 3,62.**
- Najważniejszym wydarzeniem na krajowym rynku stopy procentowej była konferencja prasowa Prezesa A.Głapińskiego po środowej decyzji RPP o obniżeniu stopy referencyjnej do 4% z 4,25%. **Reakcja rynkowa była stonowana – w wypowiedziach Prezesa rynek nie znalazł impulsów do dalszych spadków rentowności**. Zarówno w sektorze 2-, jak i 10-letnim SPW, a także na rynku IRS, obserwowaliśmy nieznaczne wzrosty rentowności.
- **Rynek odnotował ton konferencji: wskazanie potencjału do dalszych, umiarkowanych obniżek stóp, ale też uzasadnienie przerwy po łącznej redukcji o 175pb w tym roku przed kolejnym ruchem w dół**. W efekcie przekaz konferencji nie dał podstaw do wyceny terminalnej stopy referencyjnej poniżej 3,5%, a wynik styczniowego posiedzenia pozostaje – w oczach rynku – otwarty, z symetrycznym rozkładem scenariuszy między cięciem a pauzą. Marginalne wzrosty rentowności na rynku krajowym wpisały się w charakter handlu na rynkach bazowych. W przypadku Bundów utrzymuje się presja na lekkie wyżki rentowności – w czwartek impulsem były lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej w strefie euro. Rynek amerykański, po realizacji zysków na początku tygodnia w okolicach poziomu 4%, pozostaje odporny na dalsze spadki rentowności przed przyszytą tygodniowym posiedzeniem FOMC.
- Po czwartkowej konferencji Prezesa NBP na krajowym rynku stopy procentowej oczekujemy stabilizacji. **Rynek pozostanie w trybie oceny napływających danych makro, kalibrując prawdopodobieństwo przerwy w cyklu łagodzenia polityki NBP**. Spokojnego zamknięcia tygodnia spodziewamy się również na rynkach bazowych.

Waluty



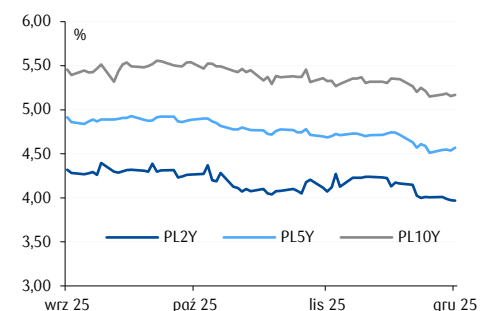
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Tenor	4q25	1q26
EURPLN	4,24	4,22
USDPLN	3,56	3,49
CHFPLN	4,46	4,40
EURUSD	1,19	1,21
EURCHF	0,95	0,96

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



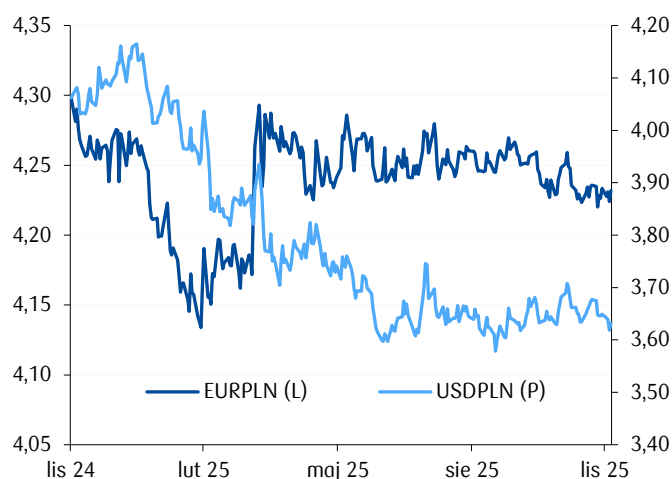
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

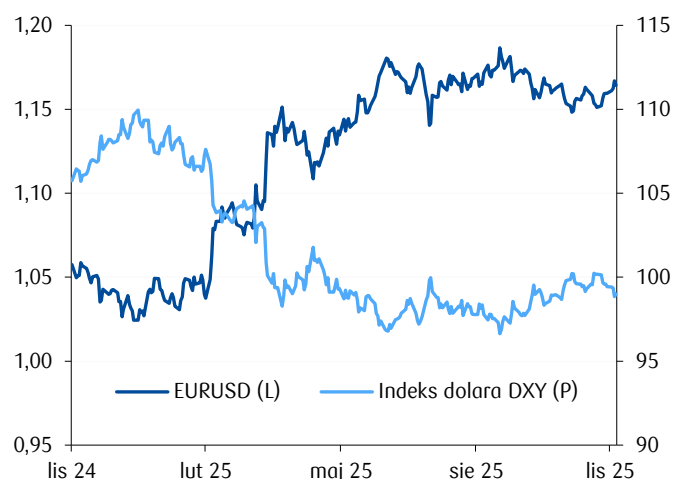
Tenor	4q25	1q26
PL1Y	3,62	3,40
PL2Y	4,10	3,83
PL5Y	4,75	4,60
PL10Y	5,40	5,15

Źródło: PKO Bank Polski.

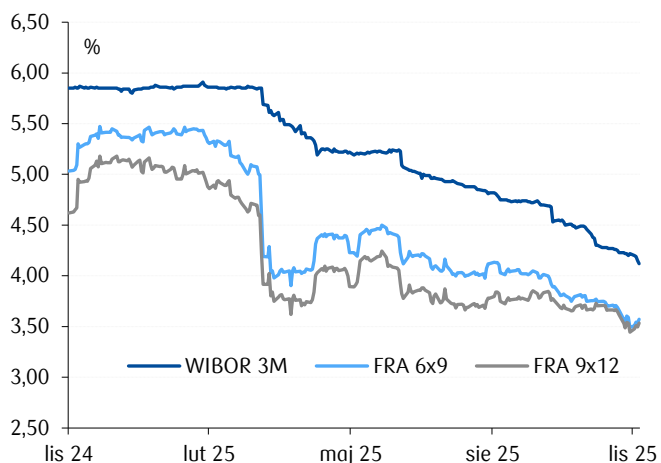
PLN vs główne waluty



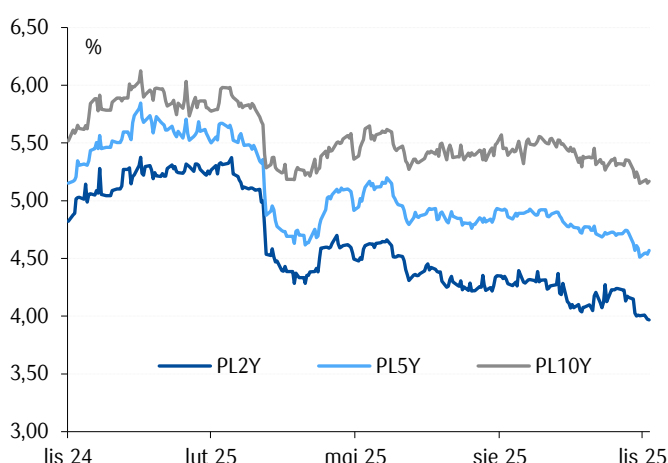
Notowania USD



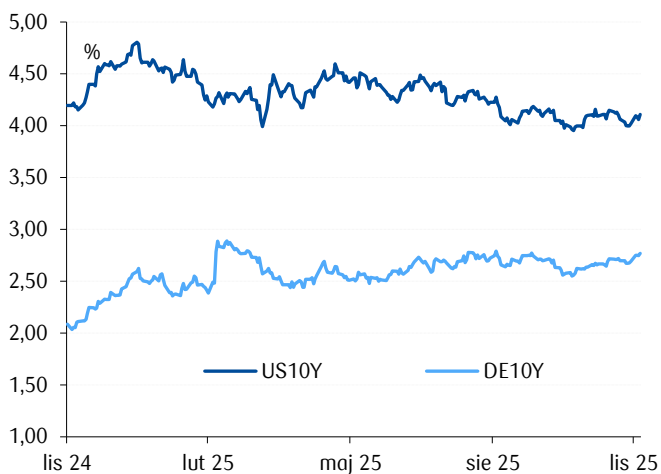
Krótkoterminowe stopy procentowe



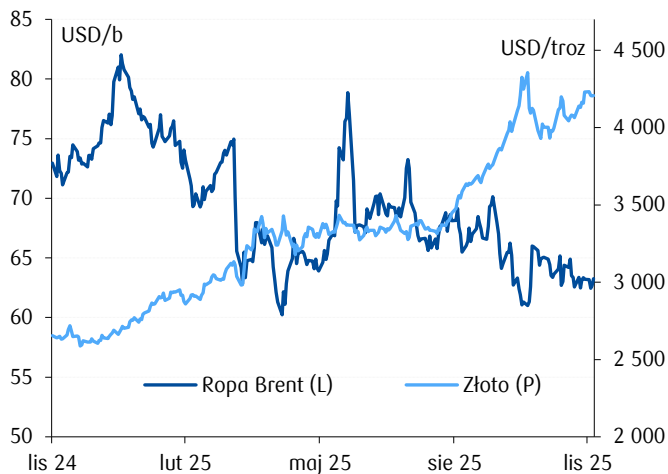
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 listopada						
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	2,6	2,7	--	2,8
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
POL: Inflacja CPI (lis., wst.)	10:00	% r/r	2,8	2,6	2,6	2,4
GER: Inflacja CPI (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	2,3
Poniedziałek, 1 grudnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lis.)	2:45	pkt.	50,6	50,5	--	49,9
HUN: Saldo handlowe (paż.)	8:30	mln EUR	589	600	--	713
POL: PMI w przetwórstwie (lis.)	9:00	pkt.	48,8	49,0	48,9	49,1
GER: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	9:55	pkt.	49,6	48,4	--	48,2
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	3,3	3,7	3,7	3,8
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	10:00	pkt.	50,0	49,7	--	49,6
USA: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	15:45	pkt.	51,9	51,9	--	52,2
USA: ISM w przetwórstwie (lis.)	16:00	pkt.	48,7	49,0	--	48,2
Wtorek, 2 grudnia						
ROM: Stopa bezrobocia (paż.)	8:00	%	6,1	--	--	5,9
HUN: Wzrost PKB (3q)	8:30	% r/r	0,1	0,6	--	0,6
EUR: Inflacja HICP (lis., wst.)	11:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (lis., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	2,4
Środa, 3 grudnia						
GER: PMI w usługach (lis., rew.)	9:55	pkt.	54,6	52,7	--	53,1
EUR: PMI w usługach (lis., rew.)	10:00	pkt.	53,0	53,1	--	53,6
EUR: Inflacja PPI (paż.)	11:00	% r/r	-0,2	-0,5	--	-0,5
USA: Raport ADP (lis.)	14:15	tys.	42	10	--	-32
USA: Produkcja przemysłowa (wrz.)	15:15	% m/m	0,1	0,1	--	0,1
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,25	4,00	4,00	4,00
Czwartek, 4 grudnia						
HUN: Sprzedaż detaliczna (paż.)	8:30	% r/r	3,0	3,0	--	3,1
CZE: Inflacja CPI (lis., wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,5	2,5	2,1
EUR: Sprzedaż detaliczna (paż.)	11:00	% r/r	1,0	1,3	--	1,5
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	218	222	--	191
Piątek, 5 grudnia						
GER: Zamówienia fabryczne (paż.)	8:00	% m/m	1,1	0,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (paż.)	8:00	% r/r	-4,3	-2,4	--	--
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,3	1,6	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (paż.)	8:00	% r/r	-1,9	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (paż.)	8:30	% r/r	-1,5	-3,9	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	--
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	0,5	--	--	--
USA: Dochody Amerykanów (wrz.)	16:00	% m/m	--	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (wrz.)	16:00	% m/m	--	0,3	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

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

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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.