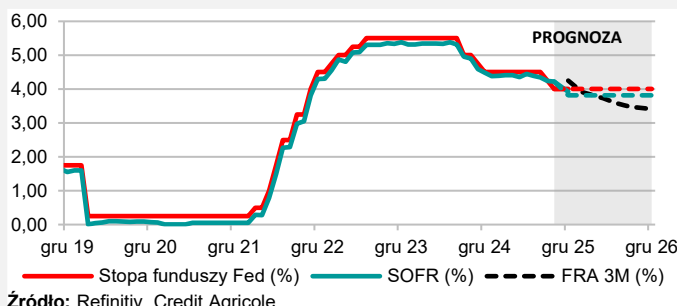


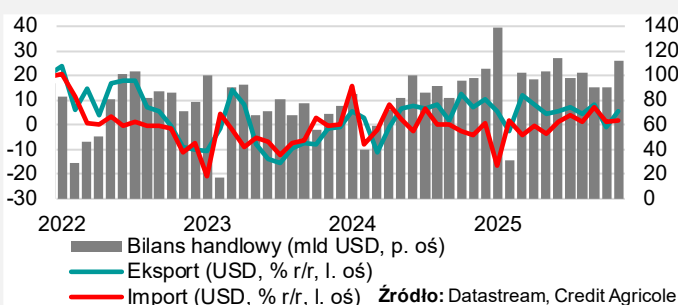
## W tym tygodniu

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Naszą oficjalną prognozą pozostaje brak zmian docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy federalnych choć dostrzegamy znaczące ryzyko, że Fed zdecyduje się na obniżkę stóp o 25pb. Scenariusz łagodzenia byłby spójny z wyceną kontraktów terminowych oraz konsensusem rynkowym. Jeśli obniżka stóp zmaterializowałaby się w tym tygodniu, uważamy, że zostanie ona zakomunikowana przez prezesa Fed w sposób jastrzębi – czyli tak, aby ostudzić oczekiwania rynkowe na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Najnowsze prognozy inflacji i stopy bezrobocia prawdopodobnie nie ulegną znaczącym rewizjom względem września. Naszym zdaniem oczekiwany przez członków FOMC poziom stóp procentowych na koniec 2026 r. pozostanie bez zmian implikując jeszcze jedną obniżkę, wobec dwóch wycenianych obecnie przez rynek. W efekcie, projekcja może ostudzić oczekiwania inwestorów na głębokie łagodzenie polityki pieniężnej, co byłoby negatywne dla kursu złotego i cen polskich obligacji.



**Dzisiaj opublikowane zostały dane o produkcji przemysłowej w Niemczech.** Zwiększyła się ona w październiku o 1,8% m/m wobec wzrostu o 1,1% we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (+0,4%). Wzrost produkcji przemysłowej wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki w budownictwie, podczas gdy dynamika produkcji w przetwórstwie nieznacznie się obniżyła. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika zmniejszyła się do 1,5% m/m w październiku wobec 2,0% we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Na jej spadek złożyły się niższe zamówienia zagraniczne oraz wyższe zamówienia krajowe. Warto odnotować, że źródłem obniżenia zamówień zagranicznych były niższe zamówienia spoza strefy euro, podczas gdy zamówienia ze strefy euro odnotowały niewielki wzrost. Zgodnie z komunikatem, przyczyną silnego, wyższego od oczekiwań, wzrostu zamówień były większe zamówienia w kategorii „pozostały sprzęt transportowy” (+87,1 % m/m), obejmującą m.in. samoloty, statki, pociągi oraz pojazdy wojskowe. Należy jednak zwrócić uwagę, że kategoria ta, ze względu na istotny udział dużych jednorazowych zamówień charakteryzuje się relatywnie wysoką zmiennością, stąd do październikowych danych o zamówieniach ogółem należy podchodzić z ostrożnością. We wtorek opublikowane zostaną także dane o niemieckim handlu zagranicznym. Zgodnie z konsensusem jego saldo zmniejszyło się w październiku do 15,2 mld EUR wobec 15,3 mld EUR we wrześniu. Publikacje danych z Niemiec są naszym zdaniem neutralne dla rynków finansowych.

**Dzisiaj poznaliśmy dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.** Saldo bilansu handlowego zwiększyło się w listopadzie do 111,7 mld USD wobec 90,1 mld USD w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (100,2 mld USD). Silnemu zwiększeniu chińskiego eksportu sprzyjała jego postępująca reorientacja geograficzna, m.in. do UE w warunkach utrzymujących się napięć w relacjach handlowych na linii USA-Chiny. Prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach nie zmieni się w 2025 r. w porównaniu do 2024 r. i wyniesie 5,0%.



## W zeszłym tygodniu

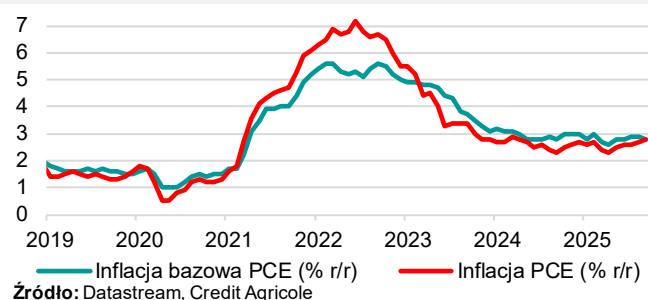
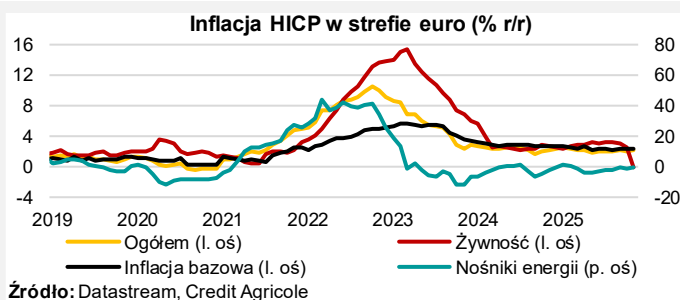
- ✓ **Zgodnie z finalnym szacunkiem dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 3,8% r/r w III kw. br. wobec 3,3% r/r w II kw., kształtując się nieznacznie powyżej wstępnego szacunku (3,7%) i poniżej naszej prognozy (4,0%).** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych PKB wzrósł w III kw. w porównaniu z II kw. o 0,9% wobec wzrostu o 0,8% w II kw. W konsekwencji, poziom PKB w III kw. był najwyższy w historii. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja, wspierana przez szybki wzrost funduszu płac i spadek inflacji (por. MAKROpuls z 01.12.2025). W kolejnych kwartałach oczekujemy kontynuacji ożywienia gospodarczego w Polsce, wspieranego przez spodziewane ożywienie aktywności w strefie euro i rosnącą absorpcję środków unijnych napływających do Polski w ramach KPO i Funduszu Spójności. Oczekujemy, że popyt krajowy, wzmacniany przez stabilny wzrost konsumpcji realizujący się w warunkach niższej od naszych wcześniejszych oczekiwań inflacji (por. MAKROmapa z 01.12.2025) oraz ożywienie inwestycji, dynamizowane przez spadek stóp procentowych, pozostanie głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. W konsekwencji, ożywienie gospodarcze znajdzie odzwierciedlenie w dalszym wzroście aktywności w trzech głównych sektorach – usługach (por. MAKROmapa z 10.11.2025), przemyśle i budownictwie. Tym samym podnieśliśmy naszą prognozę wzrostu PKB w 2026 r. do 3,6% r/r (3,3% przed rewizją) wobec 3,6% w 2025 r. (bez zmian).
- ✓ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w listopadzie do 49,1 pkt. (najwyżej od kwietnia br.) wobec 48,8 pkt. w październiku, a tym samym ukształtował się on nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.) i nieznacznie poniżej naszej prognozy (49,4 pkt.).** Do wzrostu indeksu przyczyniły się wyższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych zamówień i zapasów. Naszym zdaniem sygnałami kontynuacji ożywienia w polskim przetwórstwie płynącymi z raportu PMI są odnotowany w listopadzie i pierwszy od marca br. wzrost nowych zamówień w eksporcie, drugi z rzędu wzrost zakupów dóbr pośrednich oraz utrzymujący się wysoki poziom indeksu produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy. Ponadto, ankietowane firmy wskazywały w listopadzie na „ekspansję rynkową, nowe produkty, zwiększony popyt, optymalizację firmy oraz poprawę efektywności produkcji” jako czynniki wzrostu sprzedaży w horyzoncie rocznym (por. MAKROpuls z 01.12.2025).
- ✓ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 25pb (stopa referencyjna NBP wynosi 4,00%).** Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi i naszą prognozą. Jako uzasadnienie dla swojej decyzji wskazała obecne kształtowanie się inflacji oraz jej perspektywy (por. MAKROpuls z 02.12.2025). Naszym zdaniem przestrzeń do obniżek stóp procentowych w najbliższych kwartałach pozostaje ograniczona, na co wskazuje nasza średnioterminowa prognoza inflacji, zgodnie z którą dynamika cen, podbijana przez efekty niskiej bazy dla cen żywności i paliw, wzrośnie powyżej 3% r/r w IV kw. 2026 r. Naszym zdaniem docelowy poziom stopy referencyjnej NBP, spójny z równowagą makroekonomiczną, wynosi 3,75%. W konsekwencji, kolejnej i ostatniej w cyklu obniżki stóp procentowych o 25 pb oczekujemy w I kw. 2026 r. Wsparciem dla tego scenariusza jest oczekiwany przez nas spadek inflacji do lokalnego minimum wynoszącego 2,1% r/r w lutym 2026 r. Spójny z naszym scenariuszem jest również wydźwięk czwartkowej konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego. Dał on do zrozumienia, że byłby zadowolony z utrzymania stopy referencyjnej przez dłuższy czas na obecnym „doskonałym” w ocenie Prezesa) poziomie. Niemniej jednocześnie zwrócił uwagę, że ewentualne dalsze obniżki stóp procentowych zależeć będą od innych członków RPP, którzy mogą preferować ich niższy poziom.

✓ Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w listopadzie do 2,2% r/r wobec 2,1% w październiku, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i powyżej oczekiwań rynku (2,1%). Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii. Inflacja bazowa nie zmieniła

się i wyniosła 2,4% r/r. W danych na uwagę zasługuje utrzymująca się relatywnie wysoka dynamika cen usług. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego spadku inflacji bazowej, jednak proces ten będzie powolny i osiągnie ona poziom 2,0% dopiero w II kw. 2026 r. Uwzględniając naszą ścieżkę inflacji zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych EBC. Obecnie uważamy, że EBC dokona pierwszej podwyżki stóp procentowych o 25pb w marcu 2027 r. (wcześniej oczekiwaliśmy, że będzie to grudzień 2026 r.), a następnie podwyższy stopy procentowe o kolejne 25pb we wrześniu 2027 r. W konsekwencji główna stopa procentowa osiągnie poziom 2,50% na koniec 2027 r. Jest to spójne z naszym scenariuszem zakładającym ponowny wzrost inflacji na początku 2027 r.

✓ W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA. Inflacja PCE zwiększyła się we wrześniu do 2,8% r/r wobec 2,7% w sierpniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa obniżyła się do 2,8% wobec 2,9%. Odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych nie zmieniła się we

wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 0,2%, co może sugerować, że presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce w ostatnich miesiącach pozostaje ograniczona. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wrześniu do 0,1% m/m wobec -0,3% w sierpniu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (0,0%). Jej zwiększenie wynikało z wyższej dynamiki produkcji w sektorze użyteczności publicznej, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika produkcji w górnictwie i przetwórstwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych nie zmieniło się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosło 75,9%. Tym samym pozostaje ono w ostatnich kwartałach na relatywnie stabilnym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się w listopadzie do 48,2 pkt. wobec 48,7 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku. Spadek indeksu wynikał niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla bieżącej produkcji oraz zapasów. Dane potwierdzają tym samym utrzymujące się spowolnienie aktywności w amerykańskim przetwórstwie. Z kolei indeks ISM dla usług zwiększył się w listopadzie do 52,6 pkt. wobec 52,4 pkt. w październiku, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (52,1 pkt.). Jego wzrost wynikał ze zwiększenia 3 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej, zatrudnienia, czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla nowych zamówień. Z kolei wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększył się w grudniu do 53,3 pkt. wobec 51,0 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (52,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Poprawę oczekiwań amerykańskich konsumentów można łączyć z zakończeniem *government shutdown* w USA. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku obniżyła się w grudniu do 4,1% wobec 4,5% w listopadzie (w okresie styczeń-listopad średnia wartość tej mediany wyniosła

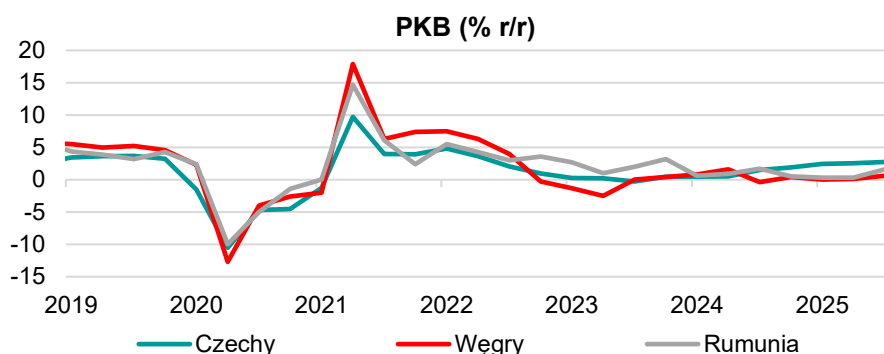


4,9%, a w całym 2024 r. 2,9%). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA obniży się w IV kw. do 0,8% wobec 2,5% w III kw., a w całym 2025 r. tempo wzrostu PKB zmniejszy się do 1,9% wobec 2,8% w 2024 r.

**Zrewidowaliśmy nasze prognozy kursu EURCHF.** Uważamy, że z jednej strony łagodna polityka pieniężna prowadzona przez SNB w połączeniu z obniżoną awersją do ryzyka będzie sprzyjać nasileniu transakcji *carry trade* finansowanych we franku szwajcarskim i wzrostowi kursu EURCHF. Efekt ten będzie jednak z nawiązką kompensowany przez różnice w poziomach inflacji pomiędzy Szwajcarią a strefą euro, sprzyjające spadkowi kursu EURCHF. W konsekwencji oczekujemy, że na koniec 2025 r. kurs EURCHF wyniesie 0,94 (0,95 przed rewizją), 0,96 na koniec 2026 r. (0,98 przed rewizją) oraz 0,98 na koniec 2027 r. W konsekwencji, kurs CHFPLN na koniec 2025 r. wyniesie 4,55 (4,51 przed rewizją), 4,42 na koniec 2026 r. (4,33 przed rewizją) oraz 4,28 na koniec 2027 r.

## Prognozy dla krajów EŚW-3

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2025-2027 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-3): Czech, Węgry i Rumunii.



W Czechach, w latach 2025–2027 oczekujemy wzrostu gospodarczego na poziomie odpowiednio 2,4%, 2,3% oraz 2,4%. Wzrost PKB będzie napędzany głównie przez spożycie prywatne, wspierane dynamicznym wzrostem realnych wynagrodzeń w warunkach niskiej inflacji. Oczekujemy, że dynamika konsumpcji utrzyma się na poziomie około 3% r/r w latach 2025-2026,

niewiele spowalniając w 2027 r., pozostając jednak kluczowym czynnikiem wzrostu PKB. Oczekujemy wyraźnego przyspieszenia inwestycji w latach 2026-2027 w związku ze zwiększoną absorpcją środków unijnych, w szczególności w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Czechy już złożyły wnioski o wypłatę połowy alokacji w ramach dotacji. W 2025 r. uruchomiono tzw. Czeskie Centrum Półprzewodników, które ma na celu wspieranie rozwoju tej gałęzi przemysłu i współpracę z zagranicznymi inwestorami; w naszym scenariuszu jego wpływ na tempo wzrostu w średnim okresie pozostaje na razie ograniczony i trudny do precyzyjnej oceny. Niemniej jednak, wraz z ożywieniem inwestycji publicznych spodziewamy się również przyspieszenia wzrostu nakładów firm na środki trwałe. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie ujemny w 2025 r. oraz w 2026 r. ponieważ silny popyt krajowy przyczyni się do szybszego wzrostu importu niż eksportu. Dopiero w 2027 r. oczekujemy dodatniego wkładu eksportu netto w związku z wyraźniejszym ożywieniem u głównych partnerów handlowych Czech. Kluczowymi czynnikami ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w Czechach pozostają tempo ożywienia gospodarczego w Niemczech (gdzie istnieje ryzyko dłuższej stagnacji), polityka handlowa USA i potencjalne nowe cła, oraz niepewność co do kształtu krajowej polityki fiskalnej po wyborach.

Wyniki wyborów parlamentarnych z października 2025 r. przyniosły zwycięstwo ruchu ANO, który wraz z SPD i partią AUTO sformował nową koalicję rządową. Sytuacja ta generuje istotną niepewność w zakresie polityki fiskalnej, której bezpośrednim przejawem jest konflikt wokół projektu budżetu na 2026 rok. Pod koniec listopada nowa większość parlamentarna odrzuciła projekt przygotowany przez ustępujący rząd P.

Fiali, domagając się jego rewizji i zwiększenia wydatków na inwestycje oraz cele socjalne. W szczególności koalicja zapowiedziała większe nakłady na infrastrukturę transportową i energetyczną, wsparcie projektów regionalnych oraz rozbudowę programów prorodzinnych i świadczeń mieszkaniowych. Żądania te istotnie zwiększają ryzyko rozpoczęcia 2026 r. w trybie prowizorium budżetowego. Trudno jednak ocenić determinację nowego rządu w realizacji wszystkich postulatów wyborczych. Warto zwrócić uwagę, że w przeciwieństwie do Rumunii i Węgier (patrz poniżej), w Czechach nie oczekujemy wyraźnego przyspieszenia wzrostu PKB w 2026 r. Uważamy, że Czechy w większym stopniu niż pozostałe kraje regionu zderzają się z barierami podażowymi powiązanych z niskim bezrobociem. Oprócz tego, w przeciwieństwie do Czech, wzrost PKB w Rumunii i na Węgrzech będzie wspierany przez efekty niskiej bazy z br.

Po przejściowym wzroście w połowie 2025 r. do poziomu 2,9%, inflacja w Czechach obniżyła się do 2,1% w listopadzie. Głównym czynnikiem podbijającym inflację ogółem pozostaje podwyższona inflacja bazowa (3,0% r/r w listopadzie) napędzana przez ceny usług (4,6%) w tym tzw. czynsze imputowane (tj. szacunkowy koszt użytkowania mieszkania przez właściciela, liczony tak, jak gdyby płacił on rynkowy czynsz). W 2026 r. oczekujemy lekkiego spadku dynamiki cen konsumpcyjnych do poziomu 2,2% wobec 2,5% w 2025 r., co będzie wypadkową dezinflacyjnego wpływu niższych cen energii oraz proinflacyjnego oddziaływania wciąż silnego, choć spowalniającego wzrostu wynagrodzeń oraz zaplanowanych na styczeń podwyżek akcyzy na alkohol i wyroby tytoniowe (o 5%). W 2027 r. oczekujemy stabilizacji inflacji w okolicach 2,3%.

Uważamy, że przy inflacji CPI kształtującej się w pobliżu celu Narodowego Banku Czech (CNB), lecz przy utrzymującej się podwyższonej inflacji bazowej, bank centralny będzie naszym zdaniem utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 3,50% do końca 2027 r. Po listopadowym posiedzeniu, CNB jasno zakomunikował, że obecna sytuacja makroekonomiczna wyklucza dalsze obniżki stóp. Argumentacja banku centralnego opiera się na utrzymujących się napięciach rynku pracy i dynamicznym wzroście płac, które generują uporczywą presję cenową w sektorze usług. Dodatkowym czynnikiem proinflacyjnym jest ożywienie na rynku nieruchomości i rosnące ceny mieszkań, co przekłada się na wzrost imputowanych czynszów i podbija inflację bazową. Członkowie CNB wskazują również na przyspieszenie akcji kredytowej oraz wzrost podaży pieniądza jako sygnały ostrzegawcze, wymagające restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej. Ponadto, prognoza CNB zakłada stabilizację stóp w najbliższych kwartałach, co stanowi wsparcie dla naszego scenariusza w polityce pieniężnej. W takich warunkach oczekujemy lekkiej aprecjacji korony względem euro.

| Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych w Czechach |        |        |        |                      |        |        |        |        |        |
|-------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                             | 2025   | 2026   | 2027   |                      |        |        | 2024   | 2025   | 2026   |
| Tempo wzrostu PKB (% r/r)                                   | 2,4    | 2,3    | 2,4    | Inflacja CPI (% r/r) |        |        | 2,5    | 2,2    | 2,3    |
|                                                             | gru 25 | mar 26 | cze 26 | wrz 26               | gru 26 | mar 27 | cze 27 | wrz 27 | gru 27 |
| 2-tyg. stopa REPO CNB (%)                                   | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 3,50                 | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 3,50   | 3,50   |
| EURCZK                                                      | 24,2   | 24,0   | 23,8   | 23,6                 | 23,4   | 23,2   | 23,0   | 22,8   | 22,6   |

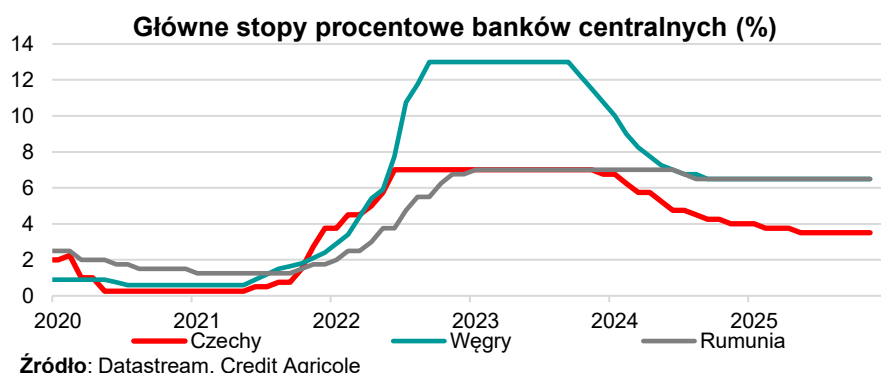
Źródło: Datastream, Credit Agricole

W 2026 r. oczekujemy znaczącego przyspieszenia wzrostu gospodarczego Węgier do 2,3% wobec 0,4% w 2025 r., napędzanego przez jednoczesne ożywienie popytu wewnętrznego i zewnętrznego. Fundamentem tego odbicia są wdrożone w 2025 r. szeroko zakrojone działania stymulacyjne rządu, w tym dwuetapowe podwojenie ulgi podatkowej na dzieci (pierwsza transza od lipca 2025 r., druga od stycznia 2026 r.) oraz wprowadzenie od października 2025 r. całkowitego zwolnienia z podatku dochodowego dla matek z trojgiem dzieci. Dodatkowym impulsem popytowym jest uruchomiony we wrześniu 2025 r. program „Home Start”, oferujący preferencyjne kredyty hipoteczne, który według szacunków banku centralnego ma wygenerować dwucyfrowy wzrost akcji kredytowej i pobudzić inwestycje mieszkaniowe. Konsumpcję prywatną wspierać będzie również dynamiczny wzrost dochodu rozporządzalnego, wynikający z m.in. z

podwyżkę płacy minimalnej (o 9% w 2025 r. i planowane 11% w 2026 r.), wypłaty 14. Emerytury oraz podwyżkę wynagrodzeń w sektorze publicznym, w tym dla nauczycieli. Szacujemy, że łączny wpływ wskazanych wyżej działań przyczyni się do podbicia dynamiki PKB o ok. 1 pkt. proc. PKB. Pakiet ten uzupełnia program wsparcia dla małych i średnich przedsiębiorstw mający pobudzić inwestycje firm. W 2027 r. tempo wzrostu gospodarczego utrzyma się naszym zdaniem na podwyższonym poziomie (2,5%).

Kluczowe dla perspektyw gospodarczych Węgier pozostają środki unijne – część puli została w ostatnich kwartałach warunkowo odmrożona w wąskich segmentach, ale dominująca część funduszy (zarówno z polityki spójności, jak i Instrumentu Odbudowy i Zwiększania Odporności) pozostaje zablokowana do czasu wykonania kamieni milowych w obszarze praworządności. Sytuacja na węgierskiej scenie politycznej uległa w ostatnich miesiącach zauważalnej zmianie, co stanowi istotny czynnik ryzyka dla naszych prognoz. Chociaż jeszcze wiosną i latem 2025 r. partia Tisza P. Magyara notowała znaczącą przewagę w sondażach, końcówka roku przyniosła odwrócenie trendu i ponowne przejęcie prowadzenia w sondażach przez Fidesz (przeciętnie 47% wobec 39% dla Tiszy w grudniowych ankietach). Premier V. Orbán zdołał przejąć inicjatywę dzięki wdrożeniu szerokiego pakietu stymulacyjnego, celującego w kluczowe grupy wyborców. Te działania pozwoliły Fideszowi skonsolidować elektorat wiejski i starszy, podczas gdy Tisza dominuje głównie w dużych miastach i wśród młodszych wyborców. Biorąc pod uwagę specyfikę węgierskiej ordynacji wyborczej, która w jednomandatowych okręgach wyborczych silnie premiuje największe ugrupowanie, obecne sondaże sugerują, że Fidesz pozostaje faworytem do utrzymania władzy w 2026 r., choć wyścig wyborczy będzie znacznie bardziej wyrównany niż w latach poprzednich. W tym scenariuszu, zakładającym prawdopodobne utrzymanie status quo politycznego, szybkie odblokowanie zamrożonych funduszy unijnych pozostaje obciążone znacznym ryzykiem.

Na inflację na Węgrzech obecnie silnie wpływają działania administracyjne, których łączny wpływ na obniżenie wskaźnika CPI szacujemy na około 1,5 pkt proc. Oczekujemy, że obowiązujące limity marż na żywność i artykuły higieniczne oraz nieformalne zamrożenia cen usług zostaną utrzymane co najmniej do połowy 2026 r. ze względu na cykl wyborczy. Mimo tych działań, w 2026 r. proces dezinflacji ulegnie wyraźnemu spowolnieniu, a średnioroczna inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie ok. 3,8%. Głównym czynnikiem proinflacyjnym w 2026 r. będzie presja popytowa wynikająca z silnego wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Dodatkowo, w drugiej połowie roku, wraz z prawdopodobnym stopniowym wygaszaniem środków administracyjnych po wyborach, może dojść do korekty cen, która podbije dynamikę CPI. Dopiero w 2027 r., wraz z wygaśnięciem efektów szoków kosztowych i stabilizacją popytu, oczekujemy powrotu inflacji do średniorocznego poziomu 3,2%.



Narodowy Bank Węgier (MNB) w listopadzie 2025 r. utrzymał główną stopę procentową na poziomie 6,50%, podtrzymując strategię „ostrożnego i cierpliwego” podejścia w obliczu utrzymującej się niepewności. MNB ocenił, że inflacja i inflacja bazowa wciąż kształtują się na zbyt wysokich poziomach. W komunikacji banku dominują obawy o kształtowanie się procesów

inflacyjnych w średnim okresie, w tym ryzyko odnotowania oczekiwań inflacyjnych, co uzasadnia konieczność utrzymywania restrykcyjnej polityki pieniężnej. W tym kontekście bank centralny podkreślał również, że stabilność rynku walutowego jest kluczowa dla dezinflacji, a przy podejmowaniu decyzji MNB bierze pod uwagę czynniki ryzyka związane z rosnącym deficytem budżetowym i oceną wiarygodności kredytowej kraju. Biorąc pod uwagę powyższe tendencje, zakładamy stabilizację stóp na poziomie 6,50% w grudniu 2025 r. W 2026 r. widzimy ograniczoną przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej, w łącznej

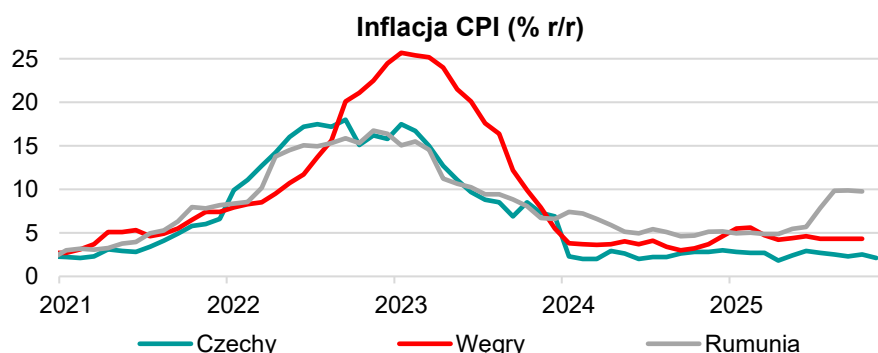
skali 50 pb (do poziomu 6,00%). Pierwsza obniżka może nastąpić już w I kw., wspierając otoczenie gospodarcze w okresie przedwyborczym, a druga w IV kw., w warunkach postępującej dezinflacji i umocnienia forinta. Oczekujemy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej będzie kontynuowany w 2027 r., kiedy to inflacja trwale powróci do celu 3,0%, co pozwoli MNB na dalsze stopniowe obniżanie stóp procentowych w kierunku 4,00%. W kolejnych kwartałach oczekujemy stopniowego umocnienia forinta, wspieranego przez utrzymującą się atrakcyjność transakcji typu carry trade oraz jastrzębi przekaz banku centralnego. W średnim horyzoncie dodatkowym czynnikiem wspierającym walutę może być perspektywa zmiany władzy oraz odblokowania środków unijnych, mimo że prawdopodobieństwo wygranej Tiszy znacząco zmniejszyło się w ostatnich tygodniach. Tym samym spodziewamy się, że EUR/HUF będzie stopniowo przesuwiał się w kierunku niższych poziomów, choć niepewność polityczna pozostanie czynnikiem ograniczającym skalę aprecjacji.

| Prognozy wybranych wskaźników makroekonomicznych na Węgrzech |             |             |             |                             |             |             |             |             |             |
|--------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                              | 2025        | 2026        | 2027        |                             | 2025        | 2026        | 2027        |             |             |
| <b>Tempo wzrostu PKB (% r/r)</b>                             | <b>0,4</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,5</b>  | <b>Inflacja CPI (% r/r)</b> | <b>4,5</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,2</b>  |             |             |
|                                                              | gru 25      | mar 26      | cze 26      | wrz 26                      | gru 26      | mar 27      | cze 27      | wrz 27      | gru 27      |
| <b>Stopa procentowa MNB (%)</b>                              | <b>6,50</b> | <b>6,25</b> | <b>6,25</b> | <b>6,25</b>                 | <b>6,00</b> | <b>5,50</b> | <b>5,00</b> | <b>4,50</b> | <b>4,00</b> |
| <b>EURHUF</b>                                                | <b>380</b>  | <b>375</b>  | <b>365</b>  | <b>363</b>                  | <b>360</b>  | <b>357</b>  | <b>355</b>  | <b>352</b>  | <b>350</b>  |

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Po wyraźnym osłabieniu wzrostu gospodarczego w Rumunii w I poł. 2025 r. (0,3% r/r), jego dynamika zwiększyła się znacząco w III kw. (1,6% r/r). Wynikało to przede wszystkim z ożywienia inwestycji, powiązanego naszym zdaniem z podwyższoną absorpcją środków unijnych. Jednocześnie konsumpcja dalej wyhamowała z uwagi na podwyższoną inflację, obniżającą realne dochody gospodarstw domowych oraz efekty wysokiej bazy. Oczekujemy, że niekorzystny wpływ pakietu fiskalnego (zarówno po stronie podatków pośrednich, jak i wydatków rządowych, por. MAKROmapa z 7.07.2025) stanie się jeszcze bardziej widoczny w IV kw. br., prowadząc do dalszego osłabienia konsumpcji i zahamowania części publicznych projektów inwestycyjnych. Uważamy, że większość konsolidacji fiskalnej zmaterializowała się wraz z decyzjami rządu podjętymi w 2025 r., jednak dalsze – choć znacznie bardziej umiarkowane – zacieśnienie pozostaje naszym zdaniem prawdopodobne. Zakładamy, że presja ze strony instytucji europejskich oraz agencji ratingowych będzie wymuszać stopniowe działania korygujące, nawet jeśli ich skala będzie ograniczona przez czynniki polityczne i społeczne. W rezultacie oczekujemy, że deficyt strukturalny zmniejszy się z ok. 8% PKB w 2025 r. do ok. 5,5% PKB w 2026 r., a w kolejnych latach będzie obniżał się jedynie stopniowo, pozostając na relatywnie wysokim, lecz lekko malejącym trendzie. Prognozujemy, że tempo wzrostu gospodarczego wyniesie 1,0% r/r w br. i 1,5% w 2026 r. Czynniki ryzyka dla perspektyw wzrostu pozostają wyraźnie asymetryczne i skierowane w dół – ich źródłem są przede wszystkim opóźnienia w absorpcji funduszy unijnych (wynikające m.in. z przeciążenia administracyjnego, wolnego tempa procedur przetargowych oraz ograniczonej dostępności krajowych środków na współfinansowanie projektów w warunkach konsolidacji fiskalnej), a także dalsze zaostrzenie konsolidacji fiskalnej. W 2027 r. spodziewamy się wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego do poziomu 2,3%. Ożywienie to będzie wspierane przez wygasanie negatywnych efektów konsolidacji fiskalnej, spadek inflacji umożliwiający poluzowanie polityki pieniężnej oraz przyspieszenie inwestycji.

Gwałtowny skok inflacji w ostatnich miesiącach (do przeciętnie 9,8% r/r w okresie wrzesień-październik) był efektem nałożenia się szoków podażyowych: zniesienia limitów cen energii elektrycznej w lipcu oraz podwyżek VAT i akcyzy na paliwa, alkohol, papierosy i napoje wysokocukrowe w sierpniu (w tym m.in. podniesienie podstawowej stawki VAT z 19% do 21%, podniesienie obniżonych stawek VAT – z 9% do 11% w przypadku żywności, leków, wody i usług kanalizacyjnych oraz z 5% do 11% dla książek, energii ciepłej i usług kulturalnych). Oczekujemy, że inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie do połowy 2026 r. Silna dezinflacja nastąpi dopiero w III kwartale 2026 r., kiedy zacznie oddziaływać efekt wysokiej bazy



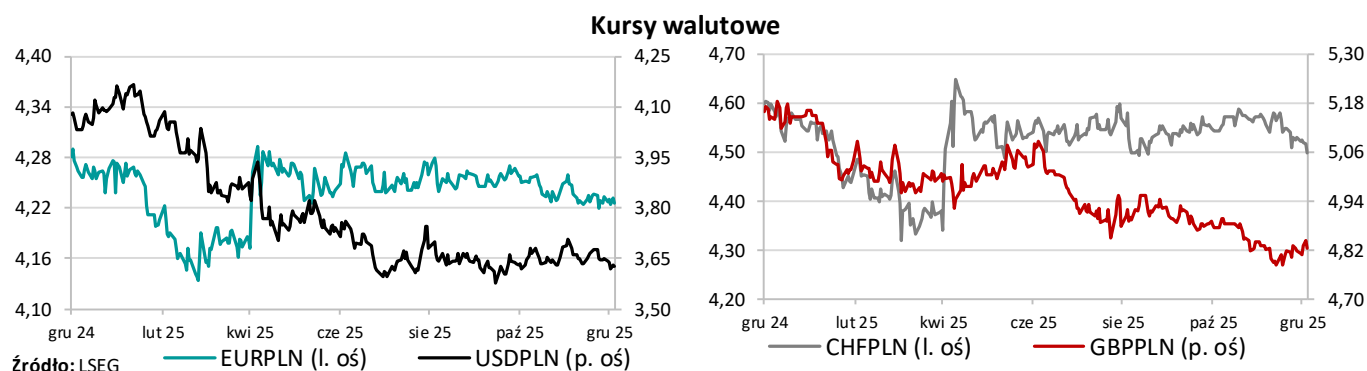
związany z tegorocznymi szokami podatkowo-energetycznymi, a restrykcyjna polityka fiskalna skutecznie ograniczy popyt wewnętrzny. W rezultacie prognozujemy spadek inflacji do 6,5% średniorocznie w 2026 r. wobec 7,3% w 2025 r. oraz jej trwały powrót do pasma odchyień od celu NBR (2,5%  $\pm$  1 pkt proc.) w I kwartale 2027 r., z perspektywą

osiągnięcia średniorocznego poziomu 3,4% w 2027 r. Istotnym czynnikiem ryzyka w krótkim terminie pozostaje planowana na kwiecień 2026 r. liberalizacja cen gazu ziemnego oraz zniesienie limitów marż na żywność. Obowiązujące obecnie limity obejmują podstawowe produkty pierwszej potrzeby – m.in. pieczywo, mleko i nabiał, mięso drobiowe oraz oleje jadalne – i ograniczają maksymalną marżę handlową zarówno producentów, jak i detalistów. Niepewność dotyczy również ostatecznego kształtu i harmonogramu zapowiadanej konsolidacji fiskalnej, w tym ewentualnych dodatkowych, celowanych podwyżek VAT, które mogłyby osłabić dezinflacyjny wpływ spowolnienia popytu krajowego.

Narodowy Bank Rumunii (NBR) utrzymał w listopadzie główną stopę procentową na poziomie 6,50%, podtrzymując strategię „wyżej na dłużej” w obliczu skoku inflacji do blisko 10%. Bank centralny ocenił, że obecny wzrost cen ma charakter w dużej mierze podażowy (zniesienie limitów cen energii, podwyżki podatków) i przejściowy, co nie uzasadnia dalszych podwyżek stóp procentowych, ale wymaga utrzymania restrykcyjnych warunków monetarnych do czasu wygaśnięcia tych szoków. W naszym scenariuszu stopy pozostaną na obecnym poziomie przez pierwszą połowę 2026 r., dopóki inflacja nie zacznie wyraźnie hamować. Przestrzeń do rozpoczęcia cyklu obniżek zwiększy się w III kwartale 2026 r., z chwilą silnego spadku dynamiki cen wynikającego z efektów bazy. Ważnym argumentem za przyszłym łagodzeniem polityki jest również prognozowane przez NBR pogłębianie się ujemnej luki popytowej, wynikające z silnej konsolidacji fiskalnej i spadku siły nabywczej gospodarstw domowych. Oczekujemy, że NBR rozpocznie wówczas ostrożne luzowanie (łącznie 100 pb w II połowie 2026 r.), kontynuując ten proces w 2027 r., wraz ze stopniowym i trwałym powrotem inflacji do pasma odchyień od celu. Uważamy, że główna stopa procentowa NBR zostanie obniżona o kolejne 150 pb w 2027 r. osiągając poziom 4,00% na koniec roku.

Po okresie podwyższonej niepewności związanej z sytuacją finansów publicznych w miesiącach letnich, kurs EUR/RON ustabilizował wokół poziomu 5,09. Bank centralny konsekwentnie podkreśla priorytet stabilności kursu walutowego jako warunku kontroli oczekiwań inflacyjnych i traktuje ten kanał jako kluczowe narzędzie w okresie wzmożonych napięć fiskalnych i politycznych. W rezultacie oczekujemy, że kurs pozostanie zakotwiczony w okolicach bieżących poziomów do końca 2027 r.

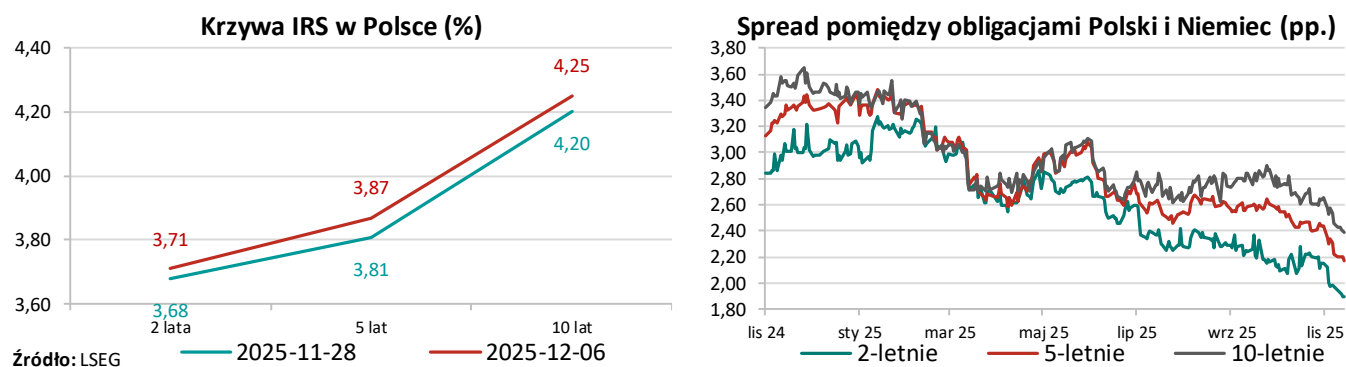
## Posiedzenie FOMC kluczowe dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2259 (umocnienie złotego o 0,2%). W pierwszej części tygodnia doszło do przejściowego osłabienia złotego względem euro w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. W dalszej części tygodnia kurs EURPLN był stabilny i kształtował się na poziomie ok. 4,23. Poprzedni tydzień przyniósł dalsze osłabienie dolara względem euro, któremu sprzyjają rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w ubiegłym tygodniu spadek kontraktów FRA w USA, przybliżających oczekiwania rynkowe dotyczące wysokości stóp procentowych.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych oraz jastrzębi wydźwięk grudniowej projekcji FOMC możemy mieć do czynienia z osłabieniem złotego. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.

## Wzrost stawek IRS ze względu na jastrzębi wydźwięk konferencji prezesa NBP



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 3,71 (wzrost o 3pb), 5-letnie do 3,87 (wzrost o 6pb), a 10-letnie do 4,25 (wzrost o 5pb). W środę doszło spadku stawek IRS na całej długości krzywej w reakcji na obniżkę stóp procentowych przez RPP. Jastrzębi wydźwięk czwartkowej konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego doprowadził jednak do korekty i ponownego wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego stabilizację stóp procentowych oraz jastrzębi wydźwięk grudniowej projekcji FOMC może dojść do wzrostu stawek IRS oraz rentowności obligacji. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

| Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wskaźnik                                                         | lis 24 | gru 24 | sty 25 | lut 25 | mar 25 | kwi 25 | maj 25 | cze 25 | lip 25 | sie 25 | wrz 25 | paź 25 | lis 25 | gru 25 |
| Stopa referencyjna NBP* (%)                                      | 5,75   | 5,75   | 5,75   | 5,75   | 5,75   | 5,75   | 5,25   | 5,25   | 5,00   | 5,00   | 4,75   | 4,50   | 4,25   | 4,00   |
| Kurs EURPLN*                                                     | 4,30   | 4,27   | 4,21   | 4,19   | 4,19   | 4,27   | 4,24   | 4,24   | 4,27   | 4,26   | 4,26   | 4,25   | 4,23   | 4,23   |
| Kurs USDPLN*                                                     | 4,06   | 4,13   | 4,06   | 4,04   | 3,87   | 3,77   | 3,74   | 3,60   | 3,74   | 3,64   | 3,63   | 3,68   | 3,65   | 3,62   |
| Kurs CHFPLN*                                                     | 4,60   | 4,54   | 4,46   | 4,46   | 4,38   | 4,56   | 4,54   | 4,53   | 4,60   | 4,55   | 4,56   | 4,57   | 4,53   | 4,50   |
| Inflacja CPI (r/r, %)                                            | 4,7    | 4,7    | 4,9    | 4,9    | 4,9    | 4,3    | 4,0    | 4,1    | 3,1    | 2,9    | 2,9    | 2,8    | 2,4    |        |
| Inflacja bazowa (r/r, %)                                         | 4,3    | 4,0    | 3,7    | 3,6    | 3,6    | 3,4    | 3,3    | 3,4    | 3,3    | 3,2    | 3,2    | 3,0    | 2,7    |        |
| Produkcja przemysłu (r/r, %)                                     | -1,3   | 0,3    | -0,9   | -1,8   | 2,5    | 1,3    | 4,0    | -0,4   | 3,0    | 0,7    | 7,6    | 3,2    | 1,5    |        |
| Produkcja bud-montaż. (r/r, %)                                   | -9,4   | -8,0   | 4,2    | -0,1   | -1,1   | -4,2   | -2,8   | 2,1    | 0,7    | -7,0   | 0,3    | 4,2    | -2,0   |        |
| Inflacja PPI (r/r, %)                                            | -3,8   | -2,7   | -1,0   | -1,3   | -1,0   | -1,6   | -1,5   | -1,5   | -1,3   | -1,3   | -1,4   | -2,2   | -2,4   |        |
| Sprzedaż detaliczna (r/r, %)                                     | 3,4    | 2,7    | 6,1    | 0,6    | 0,6    | 7,9    | 4,3    | 2,1    | 4,8    | 3,0    | 6,6    | 5,5    | 2,5    |        |
| Wynagrodzenie w SP (r/r, %)                                      | 10,5   | 9,8    | 9,2    | 7,9    | 7,7    | 9,3    | 8,4    | 9,0    | 7,6    | 7,1    | 7,5    | 6,6    | 6,3    |        |
| Zatrudnienie w SP (r/r, %)                                       | -0,5   | -0,6   | -0,9   | -0,9   | -0,9   | -0,8   | -0,8   | -0,8   | -0,9   | -0,8   | -0,8   | -0,8   | -0,9   |        |
| Stopa bezrobocia rej.* (%)                                       | 5,0    | 5,1    | 5,4    | 5,4    | 5,3    | 5,2    | 5,0    | 5,2    | 5,4    | 5,5    | 5,6    | 5,6    | 5,6    |        |
| Saldo ROB (mln EUR)                                              | -281   | -1427  | -35    | 115    | -1136  | -424   | -1004  | -194   | -1168  | -3042  | -725   | 196    |        |        |
| Eksport (r/r, %, EUR)                                            | -2,3   | 0,7    | 2,7    | 1,2    | 3,9    | -1,2   | 4,9    | 2,7    | 3,0    | -1,4   | 5,8    | 5,9    |        |        |
| Import (r/r, %, EUR)                                             | -0,4   | 3,9    | 10,4   | 4,0    | 10,5   | 6,3    | 6,1    | 0,6    | 2,6    | -1,1   | 7,3    | 7,6    |        |        |

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

| Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym |                                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-----------------------------------------------------------------|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Wskaźnik                                                        | 2025                               |      |      |      | 2026 |      |      |      | 2025 | 2026 | 2027 |      |
|                                                                 | Q1                                 | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |      |      |      |      |
| PKB (% r/r)                                                     | 3,2                                | 3,3  | 3,8  | 3,8  | 3,7  | 3,5  | 3,2  | 3,0  | 3,6  | 3,6  | 3,0  |      |
| Konsumpcja (% r/r)                                              | 2,6                                | 4,5  | 3,5  | 3,5  | 2,7  | 2,8  | 3,1  | 3,3  | 3,5  | 3,1  | 3,0  |      |
| Inwestycje (% r/r)                                              | 6,4                                | -0,7 | 7,1  | 7,4  | 8,6  | 10,9 | 7,2  | 6,5  | 5,8  | 8,5  | 6,6  |      |
| Eksport (ceny stałe, % r/r)                                     | 2,1                                | 1,9  | 6,1  | 2,8  | 4,5  | 5,8  | 5,8  | 5,3  | 4,1  | 5,5  | 5,0  |      |
| Import (ceny stałe, % r/r)                                      | 4,3                                | 3,4  | 5,9  | 2,8  | 5,0  | 6,1  | 6,5  | 6,1  | 4,8  | 6,0  | 5,5  |      |
| Wkłady do wzrostu PKB                                           | Spożycie prywatne (pp.)            | 1,6  | 2,6  | 2,0  | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 1,8  | 1,6  | 2,0  | 1,7  | 1,7  |
|                                                                 | Inwestycje (pp.)                   | 0,8  | -0,1 | 1,1  | 1,7  | 1,1  | 1,7  | 1,2  | 1,5  | 1,0  | 1,5  | 1,2  |
|                                                                 | Eksport netto (pp.)                | -0,9 | -0,7 | 0,2  | 0,1  | -0,1 | 0,0  | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 |
|                                                                 | Saldo obrotów bieżących (% PKB)*** | -0,4 | -0,7 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -0,9 | -1,0 | -1,0 |
| Stopa bezrobocia (%)**                                          | 5,3                                | 5,2  | 5,6  | 5,4  | 5,6  | 5,4  | 5,4  | 5,3  | 5,4  | 5,3  | 5,2  |      |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)                              | 0,0                                | 0,2  | 0,7  | 0,2  | -0,5 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 0,3  | -0,5 | -0,5 |      |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r)                                      | 10,0                               | 8,8  | 7,5  | 6,5  | 5,8  | 5,9  | 6,1  | 6,2  | 8,2  | 6,0  | 6,0  |      |
| Inflacja CPI (%)*                                               | 4,9                                | 4,1  | 3,0  | 2,6  | 2,2  | 2,6  | 2,7  | 3,3  | 3,6  | 2,7  | 3,0  |      |
| Wibor 3-miesięczny (%)**                                        | 5,84                               | 5,23 | 4,72 | 4,10 | 3,85 | 3,85 | 3,85 | 3,86 | 4,10 | 3,86 | 3,86 |      |
| Stopa referencyjna NBP (%)**                                    | 5,75                               | 5,25 | 4,75 | 4,00 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 4,00 | 3,75 | 3,75 |      |
| EURPLN**                                                        | 4,19                               | 4,24 | 4,26 | 4,23 | 4,21 | 4,20 | 4,19 | 4,18 | 4,23 | 4,18 | 4,15 |      |
| USDPLN**                                                        | 3,87                               | 3,60 | 3,63 | 3,62 | 3,63 | 3,68 | 3,74 | 3,80 | 3,62 | 3,80 | 3,55 |      |

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

**Kalendarz**

| KRAJ                       |             | WSKAŹNIK                               | OKRES       | POPZEDNIA<br>WARTOŚĆ | PROGNOZA* |         |
|----------------------------|-------------|----------------------------------------|-------------|----------------------|-----------|---------|
|                            |             |                                        |             |                      | CA        | RYNEK** |
| Poniedziałek 08.12.2025 r. |             |                                        |             |                      |           |         |
|                            | Chiny       | Bilans handlowy (mld USD)              | Listopad    | 90,1                 |           | 100,2   |
| 8:00                       | Niemcy      | Produkcja przemysłowa (% m/m)          | Październik | 1,3                  |           | 0,4     |
| 10:30                      | Strefa euro | Indeks Sentix (pkt.)                   | Grudzień    | -7,4                 |           | -7,0    |
| Wtorek 09.12.2025 r.       |             |                                        |             |                      |           |         |
| 8:00                       | Niemcy      | Bilans handlowy (mld €)                | Październik | 15,3                 |           | 15,2    |
| Środa 10.12.2025 r.        |             |                                        |             |                      |           |         |
| 2:30                       | Chiny       | Inflacja PPI (% r/r)                   | Listopad    | -2,1                 |           | -2,1    |
| 2:30                       | Chiny       | Inflacja CPI (% r/r)                   | Listopad    | 0,2                  |           | 0,9     |
| 20:00                      | USA         | Decyzja o stopach procentowych Fed (%) | Grudzień    | 4,00                 | 4,00      | 3,75    |
| Czwartek 11.12.2025 r.     |             |                                        |             |                      |           |         |
| 9:30                       | Szwajcaria  | Decyzja o stopach procentowych SNB (%) | IV kw.      | 0,00                 |           |         |
| 16:00                      | USA         | Zapasy w hurtowniach (% m/m)           | Wrzesień    | 0,0                  |           | 0,1     |
| 16:00                      | USA         | Sprzedaż hurtowa (% m/m)               | Wrzesień    | 0,1                  |           |         |

\* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

\*\* Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet