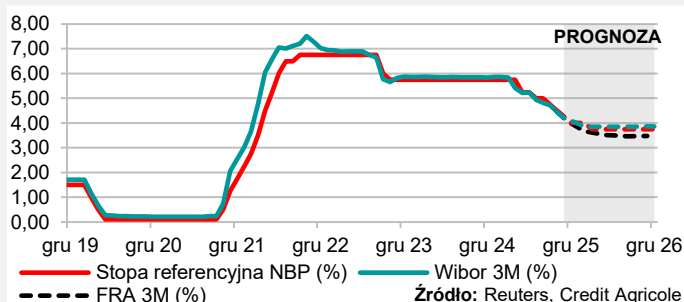


W tym tygodniu

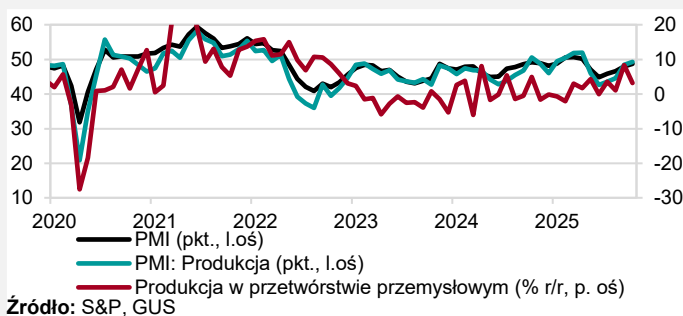
- 
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Biorąc pod uwagę silniejszy od oczekiwań spadek inflacji w listopadzie (patrz poniżej) oraz spowolnienie wzrostu płac w październiku (por. MAKROPuls z 24.11.2025) zrewidowaliśmy nasz scenariusz dotyczący polityki pieniężnej. Oczekujemy, że w tym tygodniu RPP obniży procentowe o 25pb, w tym stopę referencyjną NBP do 4,00%. Taki scenariusz będzie spójny z ostatnimi wypowiedziami niektórych członków RPP, którzy dostrzegają przestrzeń do dalszego, niewielkiego łagodzenia polityki pieniężnej (por. MAKROMapa z 24.11.2025). Rynek oczekuje, że stopy procentowe zostaną obniżone o 25pb w tym tygodniu, a tym samym materializacja naszej prognozy będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Podtrzymujemy naszą prognozę, że stopa referencyjna zostanie obniżona o kolejne 25pb w I kw. 2026 r., a tym samym zrewidowaliśmy w dół prognozę jej docelowego poziomu z 4,00% do 3,75%. W czwartek odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- 
Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja finalnego szacunku PKB w Polsce w III kw. Dostrzegamy ryzyko, że dynamika PKB zostanie zrewidowana nieznacznie w górę względem wstępnego szacunku (3,7% r/r wobec 3,3% w II kw.). Uważamy, że głównym źródłem przyspieszenia wzrostu gospodarczego w III kw. było zwiększenie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Oczekujemy, że publikacja finalnych danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- 
We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w listopadzie do 2,2% r/r wobec 2,1% w październiku, co wynikało z wyższej dynamiki cen nośników energii i wzrostu inflacji bazowej (2,5% r/r wobec 2,4% w październiku). Publikacja danych o inflacji w strefie euro będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- 
Ze względu na trwający w ostatnich kilku tygodniach *government shutdown* zwyczajowe badania ankietowe dotyczące rynku pracy nie zostały przeprowadzone. Tym samym dane o stopie bezrobocia w październiku nie zostaną opublikowane, a dane o zatrudnieniu poza rolnictwem za listopad poznamy z opóźnieniem (tj. dopiero 16 grudnia). Dlatego uwaga rynków w tym tygodniu będzie skupiona na raporcie ADP, który zgodnie z konsensem zakłada niewielki wzrost zatrudnienia w listopadzie (o 13 tys. osób wobec 42 tys. w październiku). Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM dla przetwórstwa, który naszym zdaniem zwiększył się do 49,0 pkt. w listopadzie wobec 48,7 pkt. w październiku, co będzie z wynikami regionalnych badań koniunktury. W piątek poznamy wstępny indeks Uniwersytetu Michigan. Prognozujemy, że zwiększył się on nieznacznie do 52,0 pkt. w grudniu z 51,0 pkt. w listopadzie. W tym tygodniu poznamy również zaległe dane o inflacji PCE, która naszym zdaniem zwiększyła się do 2,8% we wrześniu z 2,7% w sierpniu, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 2,8% r/r z 2,9%. Z kolei zaległe dane o produkcji zasygnalizują jej wzrost o 0,1% m/m we wrześniu wobec spadku o 0,1% w sierpniu. Uważamy, że publikacje danych z USA będą neutralne dla rynków finansowych.
- 
W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z gospodarki Niemiec. W piątek opublikowane zostaną dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensem rynkowym,



zwiększyły się one w październiku o 0,5% m/m wobec wzrostu o 1,1% we wrześniu. Październikowe dane będą spójne ze stagnacją napływu nowych zamówień się niekorzystną sytuacją w niemieckim przemyśle i pesymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

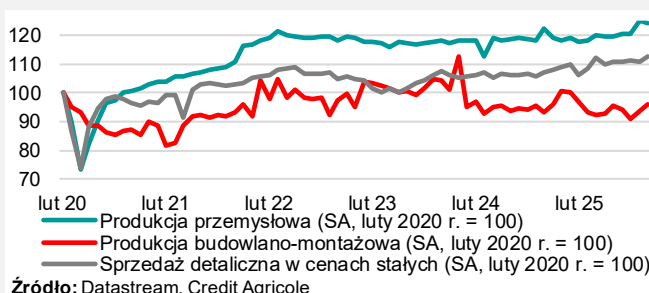
➤ **Dzisiaj rano poznaliśmy indeks RatingDog PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył się do 49,9 pkt. w listopadzie wobec 50,6 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.).** Tym samym, po raz pierwszy od lipca br. indeks ukształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku obniżenia indeksu oddziaływały niższe wkłady czterech z pięciu jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów), podczas gdy składowa dla czasu dostaw miała odwrotny wpływ. W danych na szczególną uwagę zasługuje wyhamowanie napływu nowych zamówień ogółem, któremu towarzyszył znaczący wzrost (powyżej 50 pkt.) składowej dla nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że głównym źródłem słabości w chińskim przetwórstwie jest niższy popyt wewnętrzny, podczas gdy popyt zagraniczny uległ ożywieniu. Taką ocenę potwierdzają również dodatkowe informacje od ankietowanych firm zawarte w raporcie towarzyszącym danym. W niedzielę opublikowany został z kolei wskaźnik NBS PMI, który zwiększył się w listopadzie do 49,2 pkt. wobec 49,0 pkt. w październiku, kształtując się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (49,3 pkt.). Wyniki badań koniunktury potwierdzają konieczność dalszego łagodzenia polityki makroekonomicznej. Dane o aktywności za listopad prawdopodobnie również okażą się dość słabe, ponieważ pozytywny wpływ bodźców fiskalnych słabnie, a efekty statystycznej bazy odniesienia stają się mniej korzystne. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy Chiny wprowadziły dodatkowe 1 bln RMB w ramach działań fiskalnych i quasi-fiskalnych, aby finansować kluczowe projekty krajowe oraz wspierać projekty lokalne i potrzeby refinansowania w głównych prowincjach. Na pozytywne efekty tych działań może być jednak potrzebne nieco więcej czasu. Uważamy, że dzisiejsze dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

➤ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zwiększył się naszym zdaniem do 49,4 pkt. w listopadzie wobec 48,8 pkt. w październiku.** Oczekiwany przez nas wzrost indeksu będzie spójny z poprawą koniunktury wg badania GUS. Nasza prognoza jest wyższa od konsensusu (49,1 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie w naszej ocenie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W zeszłym tygodniu

➤ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w październiku o 3,2% r/r wobec wzrostu o 7,6% we wrześniu (rewizja w górę z 7,4%), kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (2,5%) i naszej prognozy (1,8%).** Lepszy od konsensusu wynik został osiągnięty pomimo oddziaływania efektów wysokiej bazy i niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych (por. MAKROpuls z 24.11.2025). Po oczyszczeniu z



wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w październiku o 1,0% m/m. Z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się we wszystkich trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (2,2% r/r w październiku wobec 8,8% we wrześniu), w branżach powiązanych z budownictwem (5,3% wobec 10,5%) oraz w pozostałych branżach (3,3% wobec 6,0%). Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w październiku do 4,1% r/r wobec 0,2% we wrześniu, kształtując się znacząco powyżej naszej prognozy (1,0%) i konsensusu rynkowego (2,2%). Ważnym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi dynamiki produkcji budowlano-montażowej był efekt niskiej bazy sprzed roku, co skompensowało niekorzystny wpływ wspomnianych wyżej efektów kalendarzowych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w październiku o 2,3% m/m. Sygnalizuje to ożywienie aktywności w budownictwie, choć jej poziom pozostaje niski (por. MAKROpuls z 24.11.2025). Dane o produkcji przemysłowej oraz produkcji budowlano-montażowej nie zmieniają naszej prognozy wzrostu gospodarczego w IV kw. (3,8% r/r wobec 3,7% w III kw.) oraz w całym 2025 r. (3,6% wobec 3,0% w 2024 r.).

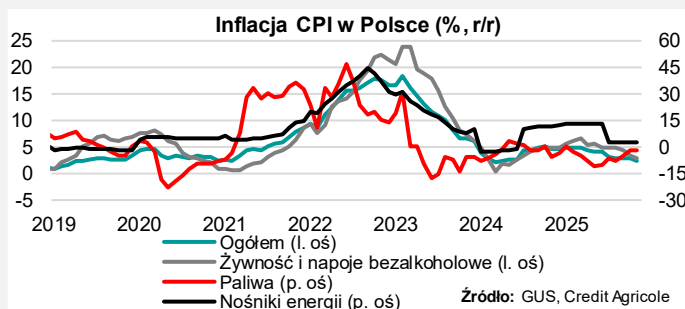
✓ **Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,8% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie.** W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w październiku o 5,4 tys. osób. Spadek zatrudnienia skoncentrowany był w dwóch kategoriach: „przetwórstwo przemysłowe” (-2,9 tys.) oraz „zakwaterowanie i gastronomia” (-1,2 tys.). Zatrudnienie w polskim sektorze przedsiębiorstw jest ograniczane przez niekorzystne czynniki podażowe związane ze zmniejszającym się zasobem siły roboczej ze względu na osiąganą wiek emerytalny przez roczniki z wyżu demograficznego (por. MAKROpuls z 24.11.2025). Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w październiku do 6,6% r/r wobec 7,5% we wrześniu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (7,2%) i naszej prognozy (7,4%). W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zmniejszyło się do 3,7% r/r w październiku wobec 4,5% we wrześniu. Spadek dynamiki był prawie w pełni spowodowany przez spowolnienie wzrostu płac w kategorii „transport i gospodarka magazynowa” do 2,4% r/r w październiku z 8,7% we wrześniu, które obniżyło dynamikę wynagrodzeń ogółem o ok. 0,6 pkt. proc. Wolniejszy wzrost wynagrodzeń jest najprawdopodobniej powiązany ze słabą sytuacją finansową (wysokie zadłużenie, spadająca liczba przewozów i wysokie koszty operacyjne) w branży TSL (Transport, Spedycja i Logistyka), a tym samym może mieć charakter trwały. W efekcie, realna dynamika funduszu płac zmniejszyła się do 2,8% r/r w październiku wobec 3,6% we wrześniu i 3,4% przeciętnie w III kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zmniejszyła się w IV kw. do 3,5% r/r wobec 4,0% w III kw.

✓ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się w październiku do 5,5% r/r wobec 6,6% we wrześniu, kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (4,0%) zgodnego z naszą prognozą.** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w październiku do 5,4% r/r wobec 6,4% we wrześniu i była wyraźnie wyższa od konsensusu rynkowego (3,7%) i naszej prognozy (3,6%). Głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku spadku dynamiki sprzedaży detalicznej były niekorzystne efekty kalendarzowe oraz wysoka ubiegłoroczna baza. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w październiku o 1,9% m/m. Tym samym październikowa sprzedaż ukształtowała się na poziomie najwyższym w historii (por. MAKROpuls z 25.11.2025). Jednocześnie 6-miesięczna średnia ruchoma dla dynamiki tzw. sprzedaży bazowej (czyli sprzedaży po wyłączeniu samochodów, paliw i żywności) utrzymała się w październiku na wysokim na tle historycznym poziomie (5,4% r/r wobec 5,5% we wrześniu). Sygnalizuje to, że ożywienie popytu konsumpcyjnego ma charakter trwały. Dane o październikowej sprzedaży sygnalizują jednocześnie ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w IV kw. (3,5% r/r wobec 4,0% w III kw.).

✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również istotne dane z Niemiec.** Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększyła się w III kw. do 0,0% kw/kw wobec -0,3% w II kw., kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem. W ujęciu rocznym dynamika PKB zwiększyła się w III kw. do 0,3% r/r wobec -0,2% w II kw. Zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB w Niemczech wynikało z wyższych wkładów inwestycji, eksportu netto oraz wydatków rządowych, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady konsumpcji prywatnej i zapasów. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w III kw. były ex aequo wydatki rządowe i zapasy, podczas gdy w II kw. były to zapasy. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który zmniejszył się w listopadzie do 88,1 pkt. wobec 88,4 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (88,5 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze obniżenia składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w przetwórstwie, handlu i budownictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miała poprawa koniunktury w usługach. Prognozujemy, że kwartalne tempo wzrostu PKB zwiększy się w IV kw. do 0,1% wobec 0,0% w III kw., a w całym 2025 r. zwiększy się o 0,1% wobec spadku o 0,5% w 2024 r.

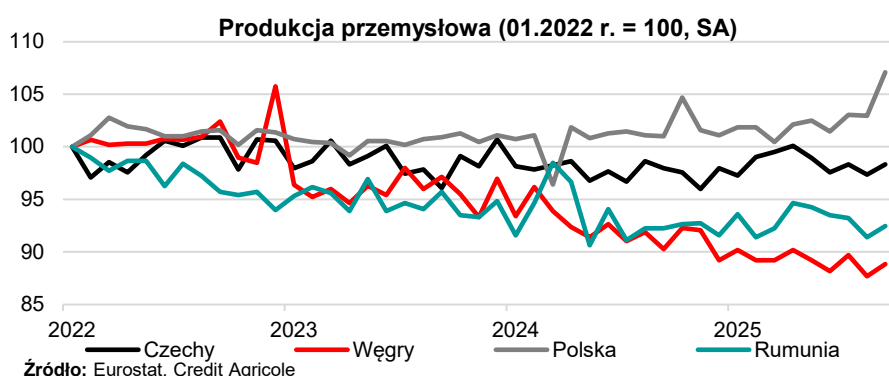
✓ **Nominalna dynamika inwestycji w firmach 50+ w Polsce zwiększyła się w III kw. do 2,3% r/r wobec 1,5% w II kw.** W ujęciu realnym dynamika inwestycji zwiększyła się do 2,9% r/r w III kw. wobec 0,8% w II kw. Do zwiększenia dynamiki inwestycji przyczyniły się wyższe wkłady inwestycji w przetwórstwie i górnictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady inwestycji w usługach, budownictwie i energetyce. Jednocześnie głównym źródłem wzrostu inwestycji w III kw. były inwestycje w usługach. W ujęciu rodzajowym do zwiększenia dynamiki inwestycji przyczyniły się wyższe wkłady inwestycji w budynki i budowlę oraz maszyny i urządzenia, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład inwestycji w środki transportu. Inwestycje w maszyny i urządzenia, podobnie jak II kw., pozostały w III kw. głównym źródłem wzrostu inwestycji. Prognozujemy, że w IV kw. realna dynamika inwestycji przedsiębiorstw 50+ zwiększy się do 3,5%. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2025 r. dynamika inwestycji ogółem wzrośnie do 5,0% r/r wobec -0,9% w 2024 r.

✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się do 2,4% r/r w listopadzie wobec 2,8% w październiku, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (2,6%) i naszej prognozy (2,7%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (2,7% r/r w listopadzie wobec 3,4% w październiku) oraz niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się do 2,7% r/r w listopadzie wobec 3,0% w październiku. Jednocześnie szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe obniżyły się o 0,1%, a tym samym ukształtowały się ok. 10pb poniżej ich wzorca sezonowego. Wskazuje to na osłabienie presji inflacyjnej w porównaniu do poprzednich miesięcy, kiedy to wskaźnik ten kształtował się powyżej swojego wzorca sezonowego. Listopadowe, wyraźnie niższe od naszych oczekiwań, dane o inflacji (w szczególności w zakresie cen żywności i inflacji bazowej) skłoniły nas do rewizji naszego scenariusza inflacji. Oczekujemy, że inflacja wyniesie przeciętnie 3,6% r/r w 2025 r. i 2,7% w 2026 r. (por. tabela kwartalna). Prognozujemy, że minimum lokalne dla inflacji ogółem zostanie osiągnięte przy poziomie 2,1% r/r w lutym 2026 r., a pod koniec przyszłego roku tempo wzrostu cen wyniesie 3,4% r/r.



- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna nominalna dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się we wrześniu do 0,2% m/m wobec 0,6% w sierpniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,4%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się we wrześniu do 0,3% wobec 0,6% w sierpniu. Dane wskazują, że popyt konsumpcyjny pozostaje relatywnie silny mimo wyraźnego pogorszenia koniunktury konsumenckiej w ostatnich miesiącach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach na dobra trwałe, których miesięczna dynamika obniżyła się we wrześniu do 0,5% wobec 3,0% w sierpniu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się we wrześniu do 0,6% wobec 0,5%. Tym samym głównym źródłem zmniejszenia dynamiki zamówień na dobra trwałe były niższe zamówienia na samoloty w firmie Boeing. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się we wrześniu do 4,0% wobec 4,2%. Jej 3-miesięczna średnia ruchoma zwiększyła się natomiast do 4,0% wobec 3,6%, wskazując na poprawiające się perspektywy inwestycji w USA. Z kolei na pogorszenie koniunktury konsumenckiej wskazał indeks Conference Board, który zmniejszył się w listopadzie do 88,7 pkt. wobec 95,5 pkt w październiku. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zgodnie z komunikatem istotnym źródłem pogorszenia nastrojów konsumenckich były słabsze oceny dotyczące sytuacji na rynku pracy. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w całym 2025 r. tempo wzrostu PKB w USA spowolni do 1,9% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. przyspieszy do 2,1%.
- **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu złotego.** Gołębie wypowiedzi niektórych członków Fed sygnalizują znaczące prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w USA w grudniu i rosnące ryzyko dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w 2026 r. Materializacja takiego scenariusza oddziaływałaby w kierunku umocnienia złotego względem euro. Tym samym obniżyliśmy naszą prognozę EURPLN do 4,23 na koniec br. i 4,18 na koniec 2026 r.

Dlaczego polski przemysł radzi sobie dobrze na tle regionu?

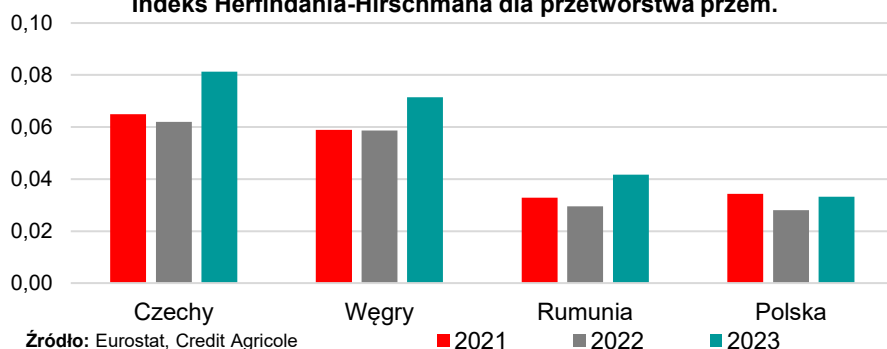


W ostatnich latach można było zaobserwować utrzymującą się stagnację w polskim przemyśle. Produkcja przemysłowa po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych była relatywnie stabilna od początku 2022 r. do połowy 2025 r. W drugiej połowie br. obserwowaliśmy lekkie ożywienie aktywności, lecz było ono wynikiem głównie skokowego wzrostu produkcji we wrześniu (o 4,1% m/m, por. MAKROpuls z 20.10.2025). Na tle pozostałych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej wspomniana stagnacja produkcji w Polsce była jednak dobrym wynikiem, gdyż w analogicznym okresie produkcja przemysłowa obniżyła się o 1,7% w Czechach, 7,6% w Rumunii i 11,2% na Węgrzech (por. wykres).

Warto zwrócić uwagę, że w analizowanym okresie wszystkie gospodarki regionu łączył silny spadek aktywności w trzech energochłonnych działach – „Produkcji wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych”, „Produkcji metali” oraz „Produkcji chemikaliów i wyrobów chemicznych”. Osłabienie aktywności w tych branżach wynikało z nałożenia się kilku niekorzystnych czynników.

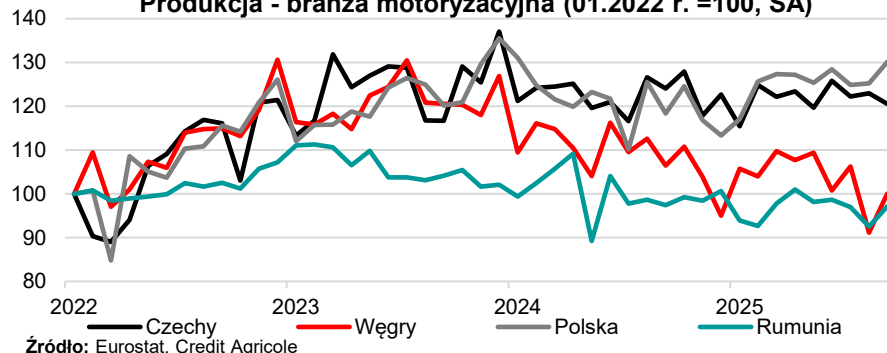
Najważniejszym z nich był gwałtowny wzrost cen energii i gazu po wybuchu kryzysu energetycznego, który znacząco podniósł koszty produkcji w branżach opartych na piecach hutniczych i procesach chemicznych wymagających wysokich temperatur, w wielu przypadkach prowadząc do ograniczeń mocy, przestojów lub okresowego wygaszania instalacji. Dodatkowym źródłem presji był spadek popytu ze strony przetwórstwa strefy euro (zwłaszcza z Niemiec) oraz budownictwa, co ograniczyło zapotrzebowanie na cement, szkło, metale i produkty chemiczne. Jednocześnie, rosnące ceny uprawnień do emisji CO₂ oraz zaostrzające się wymogi klimatyczne i środowiskowe oddziaływały w kierunku pogorszenia konkurencyjności producentów z regionu względem dostawców spoza UE.

Indeks Herfindahla-Hirschmana dla przetwórstwa przem.



W obliczu tego wspólnego szoku, źródłem relatywnej odporności polskiego przemysłu w ostatnich latach było wyraźnie większe (niż w pozostałych gospodarkach regionu) zróżnicowanie struktury produkcji. Dobrze ilustruje to indeks Herfindahla-Hirschmana (HHI), który mierzy stopień koncentracji sektorowej. HHI to suma kwadratów udziałów poszczególnych branż w produkcji przemysłowej. Indeks może przyjmować wartości w przedziale od 0 do 1. Im wartość HHI jest bliżej zera, tym bardziej rozproszona i zdyspersyfikowana jest struktura produkcji. Z kolei im bliżej jedności, tym większa koncentracja. W skrajnym przypadku, HHI = 1 oznacza dominację jednego sektora. Polska wyróżnia się najniższym poziomem HHI w regionie. Jego przeciętna wartość lat 2021-2023 wyniosła 0,032 podczas gdy w Czechach była ona równa 0,069, na Węgrzech 0,063 oraz 0,035 w Rumunii (por. wykres). Oznacza to, że produkcja przemysłowa w Polsce opiera się na aktywności w szerokim zakresie branż, co powoduje, że jest ona bardziej odporna na szoki w pojedynczych kategoriach (np. branży motoryzacyjnej) niż w pozostałych krajach regionu.

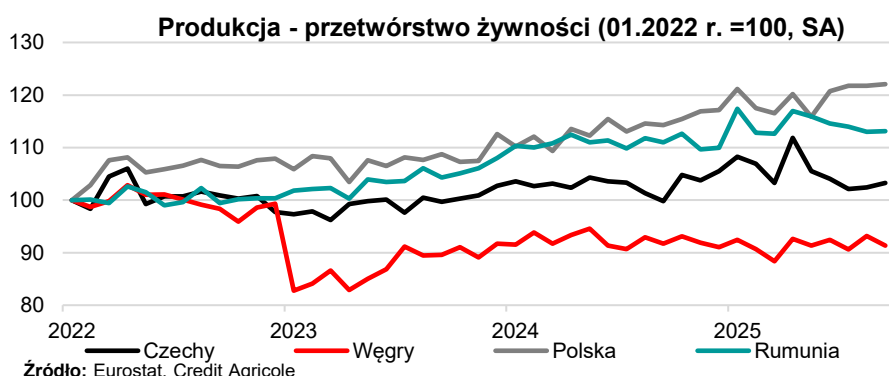
Produkcja - branża motoryzacyjna (01.2022 r. =100, SA)



Wyższa koncentracja produkcji w pozostałych krajach regionu wynika z większego znaczenia branży motoryzacyjnej. Udział kategorii „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” w przetwórstwie ogółem jest zdecydowanie wyższy w Czechach (25,6%), na Węgrzech (22,3%) i w Rumunii (19,7%) niż w Polsce (9,7%). Jednocześnie warto

podkreślić, że w latach 2022–2025 produkcja w branży motoryzacyjnej nie była źródłem stagnacji przemysłu w krajach CE4. Jej poziom we wrześniu 2025 r. był w Rumunii i na Węgrzech podobny jak w styczniu 2022 r. oraz wyraźnie wyższy w Czechach (+21%) i w Polsce (+30%). Od połowy 2023 r. widać jednak wyraźne rozbieżności w kształtowaniu się ścieżek produkcji: w Czechach i Polsce produkcja nadal utrzymuje się na podwyższonym poziomie, natomiast na Węgrzech i w Rumunii wykazuje wyraźny trend spadkowy. Zmniejszenie produkcji na Węgrzech i w Rumunii jest związane z wejściem tych krajów w fazę dostosowania strukturalnego w branży motoryzacyjnej. Węgierski sektor, silnie uzależniony od eksportu do Niemiec, odczuł wyraźne osłabienie popytu w zachodnioeuropejskich fabrykach. Jednocześnie realizacja nowych inwestycji związanych z elektromobilnością, które wciąż znajdują się w fazie budowy lub rozruchu, nie rekompensują w pełni spadków produkcji w zakresie pojazdów tradycyjnych. Podobnie Rumunia weszła w ostatnich latach w okres restrukturyzacji zakładów oraz przerw technologicznych u

głównych producentów samochodów. Z kolei czeski sektor motoryzacyjny opiera się na wciąż stosunkowo silnym popycie na samochody spalinowe i hybrydowe w Europie Zachodniej. Natomiast w Polsce coraz większą rolę odgrywa dynamiczny rozwój produkcji części, komponentów oraz baterii litowo-jonowych, co pozwoliło skompensować słabszy popyt na pojazdy. Tym samym branża motoryzacyjna była jedną z kategorii, która w największym stopniu przyczyniła się do wzrostu produkcji przemysłowej w Polsce w ostatnich latach.



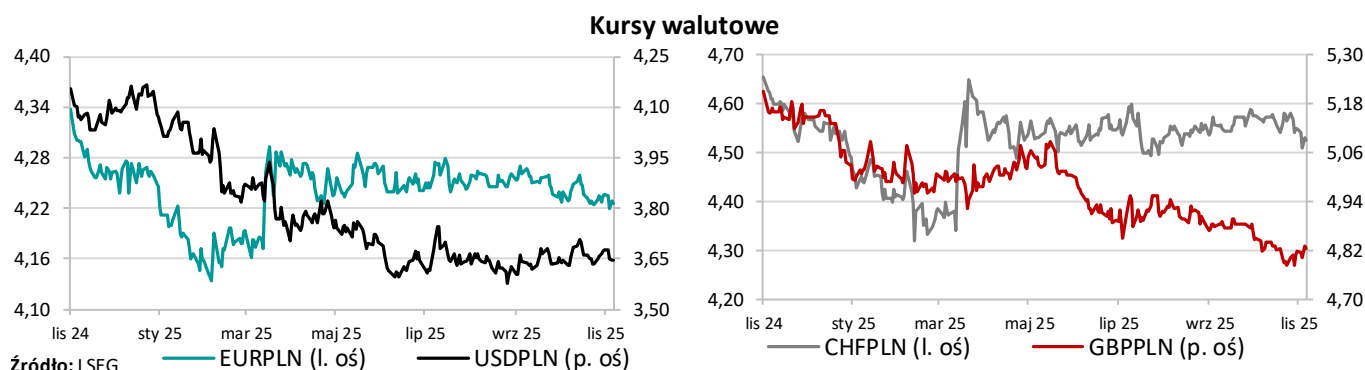
Inną branżą przetwórstwa przemysłowego, która pozytywnie wyróżniała się w Polsce na tle innych krajów regionu jest produkcja artykułów spożywczych. Od początku 2022 r. wzrosła ona w Polsce o 22% - zdecydowanie silniej niż w Rumunii (+13%), Czechach (+3%) i na Węgrzech (spadek o 9%). Jednocześnie waga tej kategorii w produkcji przetwórstwa ogółem jest

około dwukrotnie większa niż w pozostałych krajach regionu, co potęgowało pozytywny wpływ wzrostu aktywności na produkcję przemysłową ogółem. Wzrost produkcji w przetwórstwie artykułów spożywczych był powiązany z rosnącą bazą surowcową w polskim sektorze rolno-spożywczym wynikającą z rozwijającej się produkcji rolnej w Polsce. Szczególnie silny wzrost produkcji odnotowano w przypadku produkcji drobiu, mleka oraz owoców.

Ważnym czynnikiem stabilizującym aktywność w polskim przemyśle jest również duży krajowy rynek zbytu. Silny popyt krajowy częściowo kompensował negatywne wstrząsy płynące z otoczenia zewnętrznego. W przeciwieństwie do Polski, mniejsze gospodarki regionu są silniej uzależnione od wahań popytu zagranicznego. W rezultacie tendencje recesyjne obserwowane w ostatnich latach w] strefie euro były istotnym czynnikiem ograniczającym aktywność w przetwórstwie Węgier, Czech i Rumunii.

Uważamy, że w kolejnych miesiącach będziemy obserwowali dalszy wzrost aktywności w polskim przemyśle. Takim tendencjom będzie sprzyjało prognozowane przez nas ożywienie inwestycyjne, utrzymujący się relatywnie szybki wzrost konsumpcji, jak również spodziewana poprawa koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski.

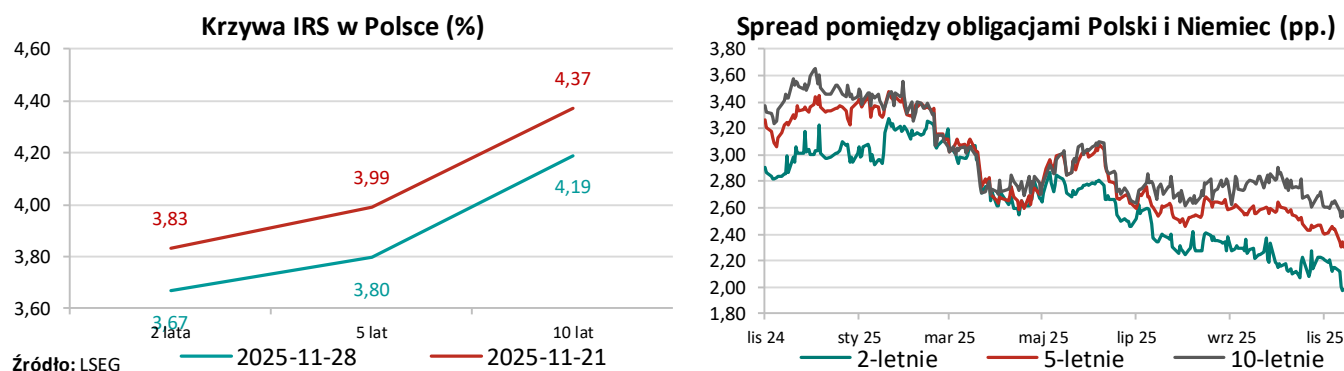
Konferencja prezesa NBP może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2263 (umocnienie złotego o 0,2%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był relatywnie stabilny i kształtował się na poziomie ok. 4,23. W piątek doszło do przejściowego osłabienia złotego w reakcji na publikację niższych od oczekiwań danych o inflacji w Polsce. Jednocześnie przez cały ubiegły tydzień kurs EURUSD kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA.

Uważamy, że dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa będzie lekko pozytywna dla kursu złotego. Z jego podwyższoną zmiennością możemy mieć natomiast do czynienia podczas zaplanowanej na czwartek zwyczajowej konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.

Znaczący spadek stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,67 (spadek o 16pb), 5-letnie do 3,80 (spadek o 19pb), a 10-letnie do 4,19 (spadek o 18pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej ze względu na rosnące oczekiwania na obniżkę stóp procentowych przez RPP na grudniowym posiedzeniu. W piątek oczekiwania te zostały dodatkowo wzmocnione przez publikację niższych od oczekiwań danych o inflacji. Zgodnie z oczekiwaniami rynku przybliżanymi kontraktami FRA, w horyzoncie najbliższych 6 miesięcy RPP dokona jeszcze obniżek o łącznej skali 75pb.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prezesa NBP A. Głapińskiego, która może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. W kierunku wzrostu stawek IRS może oddziaływać natomiast dzisiejsza publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. 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	4,52	4,45
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	2,7	
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	2,9	
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 (mIn 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				2024	2025	2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,2	3,3	4,0	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	3,6	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	4,0	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	2,9	3,6	3,0	
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	5,5	7,4	8,6	10,9	7,2	6,5	-0,9	5,0	7,9	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	1,9	2,2	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	2,0	2,3	5,4	
Import (ceny stałe, %, r/r)	4,3	3,4	2,9	2,8	5,0	6,1	6,5	6,1	4,5	3,3	6,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,3	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,1	1,7	
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	0,9	1,7	1,1	1,7	1,2	-0,2	0,8	1,3	
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-1,2	-0,4	-0,1	
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,6	5,4	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	5,4	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,7	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,2	6,0	
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,6	2,2	2,6	2,7	3,3	3,6	3,6	2,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	4,10	3,85	3,85	3,85	3,86	5,84	4,10	3,86	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	5,75	4,00	3,75	
EURPLN**	4,19	4,24	4,26	4,23	4,21	4,20	4,19	4,18	4,27	4,23	4,18	
USDPLN**	3,87	3,60	3,63	3,62	3,63	3,68	3,74	3,80	4,13	3,62	3,80	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 01.12.2025 r.						
2:45	Chiny	Indeks RatingDog PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	50,6		50,5
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	48,4	48,4	48,4
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	3,3	4,0	3,7
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	49,7	49,7	49,7
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	51,9		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	48,7	49,0	49,0
Wtorek 02.12.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Październik	6,3		6,3
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	2,1	2,2	2,1
Środa 03.12.2025 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Grudzień	4,25	4,00	4,00
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Listopad	53,1	53,1	53,1
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Listopad	52,4	52,4	52,4
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-0,2		
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Listopad	42		13
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Wrzesień	77,4		77,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,1	0,1	0,0
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Listopad	52,4	51,8	52,0
Czwartek 04.12.2025 r.						
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	-0,1		0,1
Piątek 05.12.2025 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	1,1		0,5
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	III kw.	0,5		
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	III kw.	1,4	1,4	1,4
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Listopad			
16:00	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Wrzesień	2,9	2,8	2,9
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,4		
16:00	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Wrzesień	2,7	2,8	2,8
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	1,4		0,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	51,0	52,0	52,0

* 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