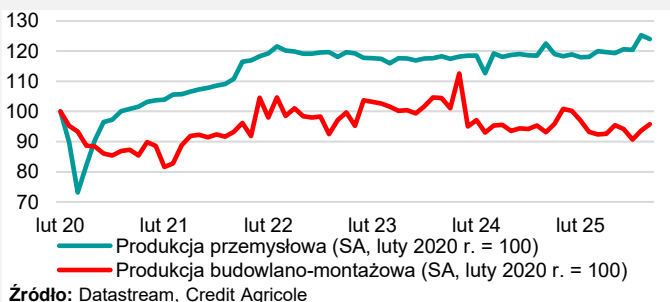


W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie czwartkowa publikacja danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej.

Prognozujemy, że pomimo poprawy koniunktury w przetwórstwie dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do

1,5% r/r w listopadzie wobec 3,2% w październiku z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych. Ponadto oczekujemy, że wspomniane efekty statystyczne w połączeniu z efektem wysokiej bazy przyczynią się do spadku produkcji budowlano-montażowej o 2,0% r/r w listopadzie wobec wzrostu o 4,2% w październiku. Materializacja naszych, niższych od konsensusu prognoz będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Innym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.

Oczekujemy, że bank centralny utrzyma parametry polityki pieniężnej bez zmian. W naszym scenariuszu bazowym nie przewidujemy dalszego łagodzenia w najbliższych kwartałach, a kolejną decyzją EBC będzie naszym zdaniem decyzja o podwyższeniu stóp procentowych o 25pb w I kw. 2027 r. (por. MAKROMapa z 8.12.2025). Wydzwięk konferencji będzie naszym zdaniem wyważony i nie dostarczy informacji istotnie zmieniających prognozowaną przez nas ścieżkę stóp procentowych. Równolegle EBC zaktualizuje projekcje makroekonomiczne. Nie spodziewamy się znaczących rewizji w latach 2026-2027 względem wrześniowej projekcji. Po raz pierwszy przedstawione zostaną projekcje na 2028 r. Uważamy, że inflacja ogółem w 2028 r. wyniesie 2,0% r/r przy inflacji bazowej na poziomie 1,9%. Naszym zdaniem prezes Ch. Lagarde podtrzyma tezę o powrocie zarówno inflacji ogółem, jak i bazowej w okolice celu w średnim okresie. Pomimo korzystnych perspektyw gospodarczych, uważamy, że kwestia przyszłego zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro nie zostanie poruszona w trakcie posiedzenia i konferencji prasowej. Oczekujemy, że posiedzenie EBC będzie miało ograniczony wpływ na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie jutrzejsza publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI).

Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w grudniu do 53,0 pkt. wobec 52,8 pkt. w listopadzie. Wyniki badań koniunktury zasygnalizują utrzymujące się ożywienie w sektorze usług i stagnację aktywności w przetwórstwie przemysłowym. W przypadku indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa rynek oczekuje, że wzrośnie on w grudniu do 49,9 pkt. wobec 49,6 w listopadzie. Dodatkowych informacji o koniunkturze w Niemczech dostarczy opublikowany w środę indeks Ifo, obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Rynek oczekuje, że wartość indeksu zmniejszyła się do 88,3 pkt. w grudniu z 88,1 pkt. w listopadzie. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

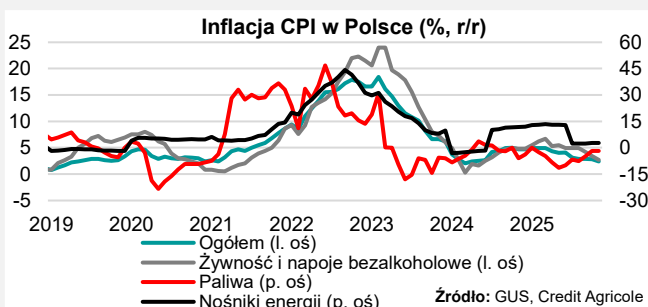
W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.

Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 65 tys. w listopadzie wobec spadku o 80 tys. w październiku. Spadek zatrudnienia w październiku wynikał z wcześniejszej redukcji liczby pracowników rządowych w ramach działań podjętych przez Departament Efektywności Rządu (*Department of Government Efficiency*). Stopa bezrobocia nie zmieniła się naszym zdaniem w listopadzie w porównaniu do września i wyniosła 4,4%. Stopa bezrobocia za październik nie zostanie opublikowana gdyż ze względu na *government shutdown* (tj. czasowe wstrzymanie finansowania administracji

federalnej) zwyczajowe badania ankietowe dotyczące rynku pracy nie zostały przeprowadzone. Warto też zwrócić uwagę, że *government shutdown* nie znajdzie odzwierciedlenia w spadku zatrudnienia w październiku i listopadzie. Zgodnie z metodyką badania, pracownicy rządowi, którzy otrzymali z opóźnieniem (tj. po zakończeniu *government shutdown*) swoje wynagrodzenie są uwzględniani jako osoby zatrudnione. Prognozujemy, że inflacja CPI ogółem nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do września i wyniosła 3,0% r/r (dane za październik nie zostaną opublikowane). Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,15 mln w listopadzie wobec 4,15 mln w październiku) wskażą na utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan (54,5 pkt. w grudniu wobec 51,0 pkt. w listopadzie), który potwierdzi poprawę nastrojów wśród amerykańskich konsumentów wspieraną przez zakończenie *government shutdown*. We wtorek opublikowane zostaną również zaległe dane o sprzedaży detalicznej. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w październiku o 0,3% m/m wobec wzrostu 0,2% we wrześniu. Publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

➤ **W czwartek opublikowane zostaną listopadowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia w listopadzie spadła do -0,9% r/r wobec -0,8% w październiku. Uważamy, że w kierunku jej spadku oddziaływały procesy restrukturyzacyjne w przetwórstwie oraz odejścia pracowników związane z osiągnięciem wieku emerytalnego. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się naszym zdaniem do 6,3% r/r w listopadzie wobec 6,6% w październiku. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

➤ **Dzisiaj opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 2,4% r/r w listopadzie wobec 2,8% w październiku. Zgodnie ze wstępnymi danymi do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”



oraz niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się do 2,7% r/r w listopadzie z 3,0% w październiku. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

➤ **Dzisiaj poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego.** Prognozujemy, że saldo na rachunku obrotów bieżących zwiększyło się do 196 mln EUR w październiku z -725 mln EUR we wrześniu do czego przyczynił się mniejszy deficyt na rachunku obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się do 5,9% r/r w październiku wobec 5,8% we wrześniu, a dynamika importu do 7,6% wobec 7,3%. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

➤ **Dzisiaj rano opublikowane zostały istotne dane z Chin, które wskazują na spowolnienie aktywności gospodarczej.** Sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie o 1,3% r/r wobec 2,9% w październiku (wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego równego 2,8%). Jednocześnie było to najniższe tempo wzrostu sprzedaży od trzech lat. Dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 4,8% r/r w listopadzie wobec 4,9% w październiku, pozostając poniżej oczekiwań rynku (5,0%). Szczególnie słabe okazały się dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich. Nakłady na środki trwałe obniżyły się o 2,6% r/r wobec spadku 1,7%. Już trzeci miesiąc z rzędu inwestycje notowały dynamikę poniżej zera, sygnalizując słabą sytuację w sektorze nieruchomości i w ramach inwestycji infrastrukturalnych. Warto przypomnieć, że w ciągu ostatnich dwóch miesięcy Chiny wprowadziły dodatkowe 1 bln RMB w ramach działań fiskalnych i quasi-

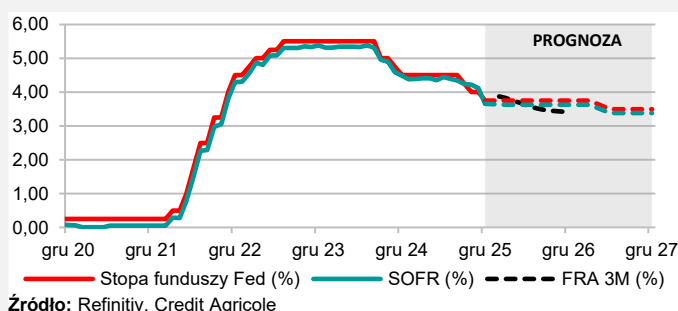
fiskalnych, aby finansować kluczowe projekty krajowe oraz wspierać projekty lokalne i potrzeby refinansowania w głównych prowincjach. Dzisiejsze dane za listopad sugerują, że dotychczasowe działania władz nie przełożyły się jeszcze na trwałe ożywienie popytu wewnętrznego. Jednocześnie oczekujemy, że dzisiejsze dane zwiększają prawdopodobieństwo dalszego luzowania polityki fiskalnej i monetarnej. Uważamy, że dzisiejsze dane z Chin są neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Na **ubiegłotygodniowym** **posiedzeniu Fed obniżył docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25pb do poziomu [3,50%; 3,75%], co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Zgodnie z komunikatem, podejmując decyzje dotyczące „skali i momentu” kolejnych dostosowań**

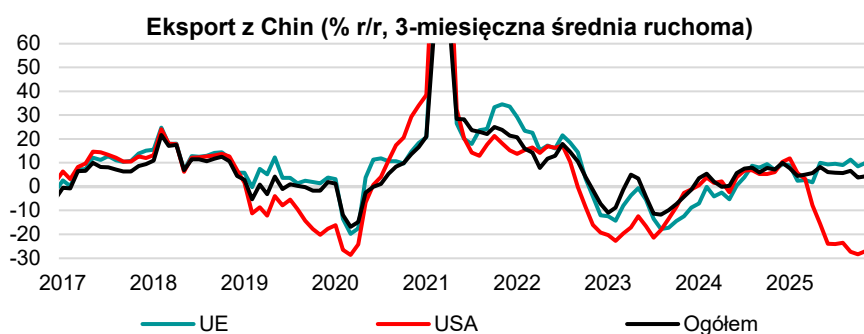
w polityce pieniężnej FOMC będzie uważnie analizował napływające dane, oceniał perspektywę i ważył czynniki ryzyka. Powrót do sformułowania „skali i momentu” sugeruje bardziej ostrożne, lekko jastrzębie nastawienie Fed i sygnalizuje rosnącą gotowość do przejścia w fazę pauzy w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Sformułowanie to zostało bowiem wprowadzone do komunikatu w grudniu 2024 r. kiedy Fed wstrzymał obniżki stop procentowych i zostało z niego ponownie usunięte we wrześniu 2025 r., kiedy cykl obniżek został wznowiony. Taką interpretację potwierdziły wypowiedzi szefa Fed J. Powella na konferencji prasowej po posiedzeniu, który kilkakrotnie podkreślał, że FOMC jest obecnie „dobrze przygotowany, by poczekać i obserwować” napływające dane, a stopa procentowa znajduje się już w przedziale wiarygodnych szacunków stopy neutralnej, czyli takiego poziomu oprocentowania, który nie pobudza ani nie ogranicza aktywności gospodarczej. Jednocześnie J. Powell zwracał na wagę na narastające ryzyko po stronie rynku pracy, w szczególności możliwość dalszego osłabienia dynamiki zatrudnienia i wzrostu bezrobocia, a presję inflacyjną w dużej mierze wiązał z czynnikami podażowymi, w tym z taryfami celnymi. W ubiegłym tygodniu opublikowana została również grudniowa projekcja członków FOMC. Mediany ścieżki stóp procentowych nie uległy zmianie względem września i implikują jedną obniżkę stóp w 2026 r. o 25pb, kolejną obniżkę o 25pb w 2027 r. oraz brak dalszych zmian w 2028 r. Mediana dla docelowego poziomu stopy funduszy Rezerwy Federalnej w długim okresie wyniosła 3,00%, co potwierdza przekonanie FOMC, że obecny poziom stóp znajduje się blisko poziomu równowagi. Jednocześnie rozkład indywidualnych projekcji wskazuje na istotną niepewność oraz wyraźny podział opinii członków Fed co do dalszej ścieżki polityki pieniężnej. Jastrzębio-gołębi wydzwięk komunikatu i konferencji jest spójny z naszym scenariuszem zakładającym, że Fed wejdzie w 2026 r. z nastawieniem „wait-and-see”, utrzymując stopy procentowe bez zmian, a powrót do obniżek stóp – prowadzących do ich docelowego przedziału równego [3,50%; 3,75%] – nastąpi dopiero w 2027 r. Dostrzegamy ryzyko, że obniżki stóp mogą zmaterializować się wcześniej w przypadku silniejszego od naszych oczekiwań pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

W zeszłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB). SNB podjął decyzję o utrzymaniu głównej stopy procentowej na poziomie 0,00%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Uzasadniając swoją decyzję, SNB zwrócił uwagę, że prowadzona polityka pieniężna pomaga utrzymać inflację w przedziale spójnym ze stabilnością cen i wspiera wzrost gospodarczy. SNB ponownie zakomunikował również swoją gotowość do dalszych interwencji na rynku walutowym, jeśli wystąpiłaby taka konieczność. W ubiegłym tygodniu opublikowana



została także najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Ścieżka inflacji została obniżona względem wrześniowej projekcji. SNB prognozuje, że inflacja wyniesie 0,2% w 2025 r. (bez zmian względem wrześniowej prognozy), 0,3% w 2026 r. (wobec 0,5%) oraz 0,7% w 2027 r. (0,6%). Prognoza wzrostu PKB na 2025 r. została podniesiona (do „nieznacznie poniżej 1,5%” wobec 1,0%-1,5% we wrześniowej projekcji, co uzasadniono niższymi od oczekiwań cłami w USA oraz lepszym globalnym otoczeniem gospodarczym. Podtrzymana została natomiast prognoza dynamiki PKB na 2026 r. („ok. 1,0%”). Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą (por. MAKROMapa z 8.12.2025) oczekujemy, że kurs EURCHF wyniesie 0,94 na koniec 2025 r., 0,96 na koniec 2026 r. oraz 0,98 na koniec 2027 r. W konsekwencji, kurs CHFPLN wyniesie 4,55 na koniec 2025 r., 4,42 na koniec 2026 r. oraz 4,28 na koniec 2027 r.

Czy import z Chin zagraża gospodarce Unii Europejskiej?



Źródło: General Administration of Customs of PRC, Credit Agricole

geograficznej swojego eksportu. Mniejszy eksport do USA jest rekompensowany przez większy handel z innymi rynkami. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że w listopadzie eksport z Chin do UE wzrósł o 14,8% r/r wobec 0,9% w październiku (por. wykres. Poniżej analizujemy, które branże w UE są w największym stopniu zagrożone przez zwiększony napływ towarów z Chin.

W kwietniu br. Komisja powołała specjalną grupę zadaniową ds. nadzoru nad importem (*import surveillance task force*), która opracowała zautomatyzowane narzędzie oparte o dane celne, pozwalające śledzić trendy w imporcie do UE i szybko identyfikować kody CN (*Combined Nomenclature* - ośmiocyfrowy system klasyfikacji towarów), dla których od 1 stycznia 2025 r. obserwuje się potencjalnie szkodliwe nasilenie napływu towarów. Celem tego systemu nie jest zastąpienie klasycznych działań ochronnych na unijnym rynku, lecz stworzenie wczesnego systemu ostrzegania. Punktem wyjścia było narastające ryzyko przekierowywania strumieni towarów – zwłaszcza z rynków objętych cłami ochronnymi lub innymi restrykcjami – na rynek unijny, co mogłoby prowadzić do gwałtownego wzrostu importu po obniżonych cenach i podważać konkurencyjność producentów z UE.

Identyfikacja branż (kodów CN) potencjalnie zagrożonych przekierowaniem handlu opiera się na zestawie precyzyjnych kryteriów, które mają wychwycić nietypowe zmiany w napływie towarów do UE. Kod CN uznaje się za zagrożony wtedy, gdy łącznie spełnionej jest pięć warunków: po pierwsze, w danych z 2025 r. musi pojawić się odchylenie ilości importu od wzorców obserwowanych od 2023 r.; po drugie, wolumen importu w 2025 r. musi być co najmniej o 5% wyższy niż w analogicznym okresie 2024 r.; po trzecie, ceny importowe muszą spaść o minimum 5% względem ubiegłego roku; po czwarte, średnia tygodniowa wartość importu danego produktu musi przekraczać 200 tys. euro; oraz w UE musi istnieć produkcja takiego wyrobu na poziomie sektorowym. Tak zdefiniowane progi mają zapewnić równowagę między wychwytywaniem faktycznie istotnych zmian handlowych a unikaniem nadmiaru przypadków, które

Pomimo wojny handlowej na linii USA-Chiny, w 2025 r. skumulowana (za cały rok) nadwyżka w bilansie handlowym Chin po raz pierwszy w historii ukształtuje się powyżej 1 biliona dolarów. Ta granica została już przekroczona w listopadzie (por. MAKROMapa z 8.12.2025), a w grudniu ta nadwyżka jeszcze się powiększy. Chiny dokonują bowiem skutecznej reorientacji

mogłyby mieć charakter przypadkowy lub sezonowy. Komisja zastrzega jednocześnie, że metodyka może być modyfikowana w przyszłości, jeśli zgłoszenia branż wskazywałyby na potrzebę jej udoskonalenia.

Wyniki monitoringu prezentowane są przede wszystkim w formie „mapy cieplnej” (*heatmap*), która pozwala szybko ocenić natężenie potencjalnych sygnałów przekierowania handlowego. Narzędzie to wizualizuje, w ramach jakich branż i kierunków geograficznych najczęściej kody CN klasyfikowane są jako zagrożone. Zastosowana skala barw dzieli obserwacje na cztery kategorie w zależności od częstości występowania takich sygnałów: najciemniejsze odcienie odpowiadają kombinacjom sektora i kraju pochodzenia, dla których liczba zagrożonych kodów CN jest najwyższa, jaśniejsze wskazują na częstość powyżej średniej lub poniżej niej, natomiast brak zabarwienia oznacza obszary, w których nie odnotowano żadnych sygnałów. Dzięki temu decydenci i przedstawiciele branż mogą szybciej zorientować się, gdzie potencjalne zakłócenia mogą wymagać dalszej analizy lub działań ochronnych, a gdzie zmiany w handlu mają charakter bardziej rozproszony lub krótkotrwały.

	ASEAN	Kanada	Chiny	EFTA	Indie	Japonia	Korea Płd.	Mercosur	Meksyk	Rosja	Tajwan	Turcja	UK	USA
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo														
Górnictwo i wydobywanie														
Produkcja artykułów spożywczych, napojów oraz wyrobów tytoniowych														
Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych														
Produkcja wyrobów z drewna oraz z papieru; poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji														
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych														
Produkcja wyrobów farmaceutycznych, substancji chemicznych i produktów pochodzenia roślinnego stosowanych w lecznictwie														
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz pozostałych wyrobów z mineralnych surowców niemetalicznych														
Produkcja metali oraz wyrobów z metali, z wyłączeniem maszyn i urządzeń														
Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych														
Produkcja urządzeń elektrycznych														
Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana														
Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep oraz pozostałego sprzętu transportowego														
Pozostała produkcja oraz naprawa i instalowanie maszyn i urządzeń														
Dostarczanie wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją														

Najwyższe 10% pod względem częstości występowania
Częstość występowania powyżej średniej

Częstość występowania poniżej średniej

Brak zagrożonych kodów CN

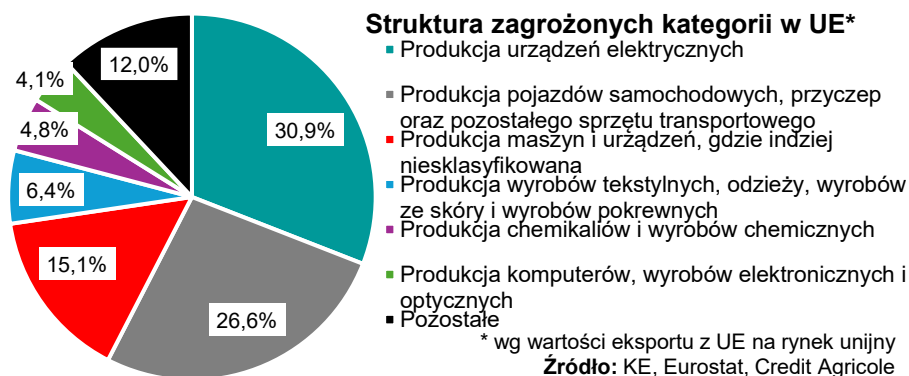
Źródło: KE, Credit Agricole

Mapa jednoznacznie wskazuje, że największa koncentracja sygnałów ostrzegawczych dotyczy importu z Chin, które wyraźnie wyróżniają się na tle pozostałych kierunków geograficznych. Spośród 15 analizowanych branż w ramach importu tego kraju, tylko dla jednej z nich (gospodarka wodna, ścieki, odpady i rekultywacja) nie odnotowano zagrożonych kodów CN, podczas gdy pozostałe 14 sektorów wykazuje przynajmniej pojedyncze sygnały ostrzegawcze. W pięciu przypadkach branże te znajdują się w najwyższej kategorii pod względem częstości występowania zagrożonych grup towarowych, a kolejne pięć kategorii plasuje się w grupie o częstości występowania sygnałów ostrzegawczych powyżej średniej. Taka struktura potwierdza, że obserwowane zjawisko przekierowania handlu z Chin do UE ma szeroki zakres.

Jednocześnie należy podkreślić, że mapa cieplna obrazuje wyłącznie częstość występowania zagrożonych kodów, a nie ich istotność mierzona wartością importu czy potencjalnym wpływem na produkcję i

zatrudnienie w UE. Narzędzie to pozwala więc zidentyfikować, w których sektorach i kierunkach geograficznych szoki handlowe pojawiają się najczęściej, ale nie przesądza o skali ich oddziaływania na gospodarkę unijną. Z tego względu mapa stanowi punkt wyjścia do dalszej, pogłębionej analizy, a nie samodzielną ocenę dotkliwości potencjalnego przekierowania handlowego.

Oprócz mapy, KE publikuje również spis kodów CN, które zostały zakwalifikowane jako zagrożone. Obecnie jest to 126 grup produktowych zidentyfikowanych na podstawie danych dla okresu styczeń-wrzesień 2025 r. W przypadku spisu pojedynczych kodów CN nie jest już podawana informacja z jakiego kierunku geograficznego pochodzi zwiększony import. Tym samym zagrożenia przekierowaniem handlowym nie można w każdym przypadku przypisywać bezpośrednio Chinom. Biorąc jednak pod uwagę sektorową powszechność importu z tego państwa w ramach zagrożonych kategorii, ilustrowaną przez mapę, można przyjąć, że większość kodów CN jest powiązana właśnie z przekierowaniem handlowym z Chin. Należy też zwrócić uwagę, że identyfikacja zagrożonych kodów następuje na poziomie odchyień importu w ramach całego rynku UE, a nie poszczególnych krajów członkowskich.

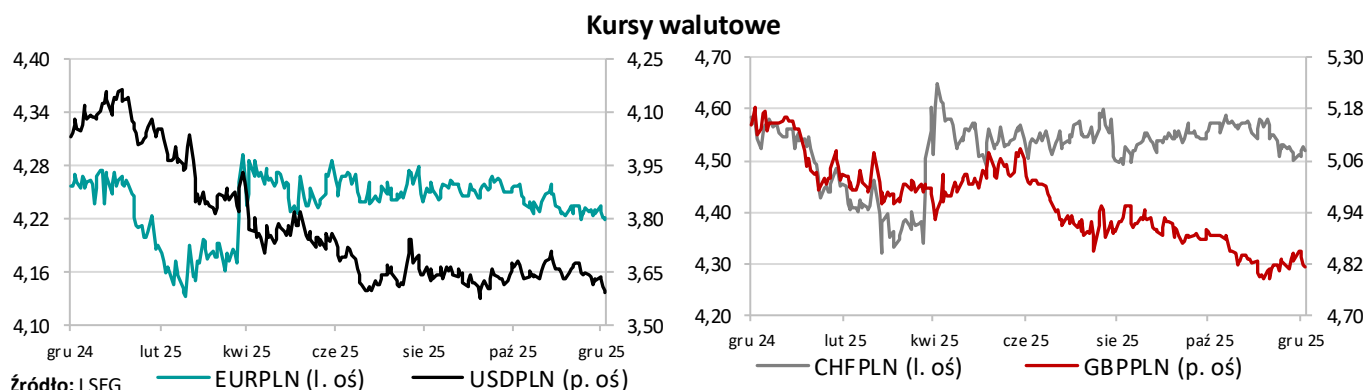


Przekierowanie tańszego importu z Chin i innych kierunków geograficznych stanowi bezpośrednią konkurencję dla eksporterów z krajów członkowskich UE, którzy sprzedają swoje produkty w innych krajach UE. Dlatego aby pokazać jaka jest struktura strumienia importu w ramach zagrożonych kategorii skorzystaliśmy z wartości eksportu

towarów z krajów UE na rynek unijny. W przypadku całej UE, najwięcej (pod względem wartości eksportu) zagrożonych kodów CN należy do kategorii „Produkcja urządzeń elektrycznych” (30,1%) oraz „Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep oraz pozostałego sprzętu transportowego” (26,6%) i „Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana” (15,1%). Mniej znaczące, jednak nadal istotne działy PKD, do których można zaliczyć zagrożone kody CN to „Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych” (6,4%), „Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych” (4,8%) i „Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” (4,1%).

Relacja eksportu z krajów członkowskich na rynek UE w ramach zagrożonych kodów CN do globalnego eksportu EU na cały świat wynosi 1,4% (w skali całego roku, na podstawie danych za 2024 r.). Oznacza to, że gdyby chińscy eksporterzy w pełni przejęli zamówienia składane przez odbiorców w krajach UE w ramach zagrożonych kategorii, to całkowity eksport towarów z krajów UE obniżyłby się o 1,4%. Szacujemy, że w takim przypadku PKB UE spadłby o ok. 0,5%. Tematykę ekspozycji Polski na przekierowania handlowe z Chin omówimy w kolejnej MAKROmapie.

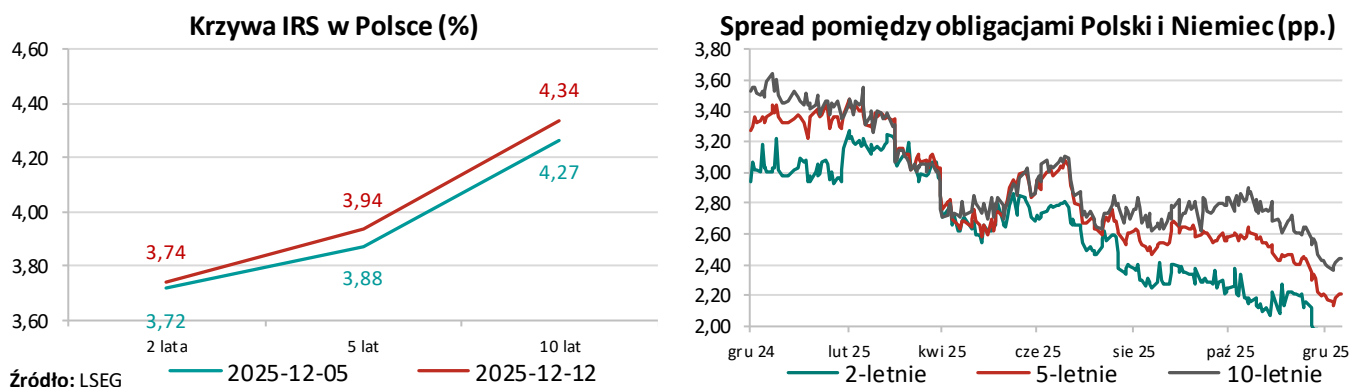
Publikacja danych o krajowej produkcji może osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2201 (umocnienie złotego o 0,1%). W poniedziałek, złoty podobnie jak inne waluty regionu osłabił się. We wtorek polska waluta odrobiła straty i do końca tygodnia kurs EURPLN kształtował się na relatywnie stabilnym poziomie, czemu sprzyjał ubogi kalendarz publikacji makroekonomicznych. Decyzja Fed nie miała istotnego wpływu na kształtowanie się kursu złotego. Jednocześnie wydźwięk konferencji po posiedzeniu Fed został zinterpretowany przez rynki jako nieznacznie bardziej gołębi od oczekiwań, co sprzyjało wzrostowi kursu EURUSD.

Uważamy, że publikacja krajowych danych o produkcji będzie oddziaływać w kierunku wzrostu kursu EURPLN. Ważna z punktu widzenia kształtowania się kursu złotego będzie również czwartkowa konferencja EBC. Niemniej jednak, w przypadku materializacji naszej i zgodnej z konsensusem prognozy zakładającej brak zmian w polityce pieniężnej, powinna być ona neutralna dla kursu złotego. Publikacje pozostałych danych makroekonomicznych w tym tygodniu nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Spadek stawek IRS po posiedzeniu FOMC



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 3,74 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 3,94 (wzrost o 6pb), a 10-letnie do 4,34 (wzrost o 7pb). W pierwszej tygodnia obserwowaliśmy znaczący wzrost stawek IRS w oczekiwaniu na posiedzenie FOMC, gdyż inwestorzy spodziewali się, że wydźwięk konferencji po posiedzeniu FOMC będzie dosyć jastrzębi. Ten scenariusz nie zmaterializował się i w czwartek doszło spadku stawek IRS na całej długości krzywej. W piątek stawki IRS pozostały relatywnie stabilne.

Oczekujemy, że publikacja danych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej będzie sprzyjała spadkowi stawek IRS. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe wydarzenia zarówno krajowe, jak i zagraniczne, będą miały ograniczony wpływ na krzywą dochodowości.

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	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 15.12.2025 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Listopad	2,9	2,8	
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Listopad	-1,7	-2,3	
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	4,9	5,0	
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Listopad	2,8	2,4	2,4
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Październik	-725	196	130
Wtorek 16.12.2025 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	48,2	48,5	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Grudzień	53,6	53,3	
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Grudzień	49,6	49,9	
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Grudzień	52,8	53,0	
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Listopad	3,0	2,7	2,7
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	4,4	4,4	4,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Listopad	-80	65	40
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,2	-0,3	0,1
Środa 17.12.2025 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Grudzień	88,1	88,2	
Czwartek 18.12.2025 r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Listopad	3,2	1,5	2,9
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-2,2	-2,4	-2,4
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	6,6	6,3	6,3
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Listopad	-0,8	-0,9	-0,9
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Listopad	4,2	-2,0	2,5
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Grudzień	2,15	2,15	2,15
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	236		
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Listopad	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Listopad	0,3	0,3	0,3
Piątek 19.12.2025 r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Listopad	4,10	4,15	4,13
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Grudzień	53,3	54,5	53,5

* 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


Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822

krystian.jaworski@credit-agricole.pl
Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMapa” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: aarutyunyan@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.