

Mocne dane o krajowej produkcji

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł kontynuację wzrostów na giełdzie w USA, dodatkowo podsycaną wczorajszą wypowiedzią Ch.Wallera zwiększającą oczekiwania na obniżki stóp FOMC w grudniu. Rentowności amerykańskich obligacji wczoraj marginalnie spadły, podczas gdy w Europie pozostawały stabilne. Krajowe dane z rynku pracy potwierdzające słabnącą presję płacową zwiększyły rynkowe oczekiwania na obniżkę stóp na grudniowym posiedzeniu RPP i sprzyjały spadkom rentowności polskich SPW, mimo lepszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej i budowlanej. Złoty marginalnie umocnił się wobec euro i dolara.
- Dziś globalnie najciekawsze będą publikacje z USA** – listopadowy wskaźnik koniunktury konsumenckiej wg Conference Board, wrześniowa sprzedaż detaliczna i PPI oraz dane z rynku nieruchomości. Choć żadna z publikacji nie ma naszym zdaniem dużego potencjału do zmiany nastawienia Fed, to każda z nich może przyciągnąć rynkowe zainteresowanie w związku z głębokim podziałem w FOMC co do tego, czy po obniżkach we wrześniu i październiku właściwa będzie kolejna redukcja stóp w grudniu. **W Polsce poznamy dane o sprzedaży detalicznej i podaży pieniądza za październik.**
- Indeks zaufania konsumentów Conference Board w listopadzie według oczekiwań po raz czwarty z rzędu spadł.** Podobne tendencje pokazał w ubiegłym tygodniu indeks nastrojów konsumenckich wg Uniwersytetu Michigan, który w listopadzie obniżył się do jednego z najniższych poziomów w historii. Konsumenci w USA pozostają zaniepokojeni utrzymującymi się wysokimi cenami i spadkiem dochodów, rosną także obawy o rynek pracy. **Opóźnione dane o sprzedaży detalicznej z USA powinny pokazać utrzymanie lekkiego wzrostu we wrześniu (kons.: 0,4% m/m wobec 0,6% r/r w sierpniu).**
- Amerykański wskaźnik inflacji PPI za wrzesień wg konsensusu utrzymał się na poziomie 2,6% r/r,** sygnalizując stabilną presję cenową w przemyśle. **Ceny nieruchomości we wrześniu rosły wg oczekiwań o 1,4% r/r,** spowalniając względem 1,6% r/r w sierpniu.
- Wzrost krajowej sprzedaży detalicznej spowolnił wg nas do 5,0% (kons.: 3,8% r/r) wobec 6,6% r/r we wrześniu,** mimo, że zakładamy lekkie odbicie

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

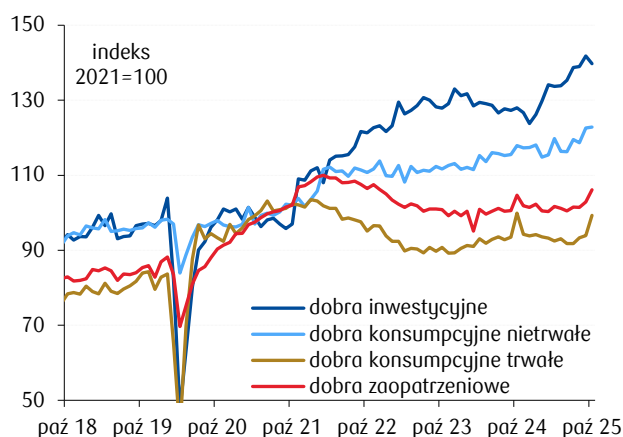
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

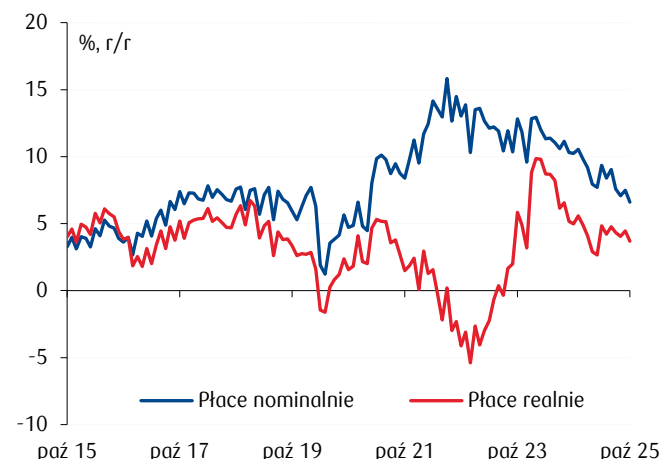
	Wartość 2025-11-24	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2355	-0,2
USDPLN	3,6736	-0,5
CHFPLN	4,5483	-0,4
GBPPLN	4,8190	0,0
EURUSD	1,1530	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,14	-2
PL5Y	4,63	-9
PL10Y	5,30	-8
DE10Y	2,70	0
US10Y	4,04	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	109 053,3	0,1
DAX	23 239,2	0,6
S&P500	6 705,1	1,5
Nikkej**	48 560,0	-0,1
Shanghai Comp.**	3 873,3	1,0
Surowce:		
Złoto	4095,14	0,7
Ropa Brent	63,37	1,3

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

Indeksy głównych kategorii produkcji w polskim przetwórstwie



Płace w ujęciu realnym i nominalnym w Polsce



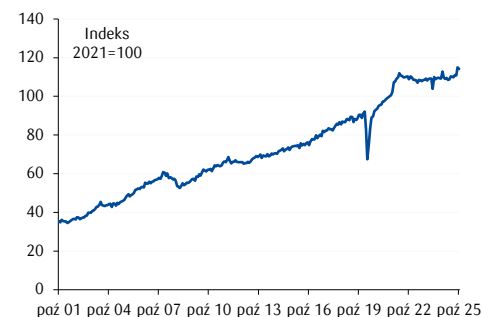
odsezonowanej sprzedaży w ujęciu m/m. To efekt mniej korzystnego niż przed miesiącem układu kalendarza (tyle samo, co we wrześniu dni handlowych, wobec 1 dnia więcej przed miesiącem) oraz relatywnie wysokiej bazy z ub.r.

- **Podaż pieniądza M3 w październiku w ujęciu r/r rosta zapewne wolniej niż przed miesiącem.** Konsensus zakłada spowolnienie dynamiki do 10,6% r/r (PKOe: 10,7% r/r) wobec 11,1% r/r we wrześniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

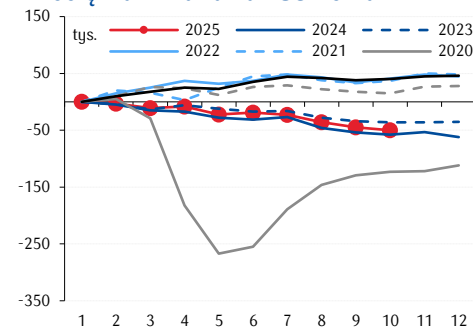
- **POL: Produkcja przemysłowa w październiku wzrosła o 3,2% r/r**, spowalniając względem poprzedniego miesiąca (7,6% r/r), ale jednocześnie przewyższając oczekiwania (kons.: 2,4% r/r, PKOe: 2,9% r/r). Odbicie w przemyśle pozostawało szerokie – wzrost odnotowano w 23 z 34 działów. W przetwórstwie ponownie najsilniej rosła produkcja dóbr inwestycyjnych, które pozostawały głównym motorem ożywienia. Produkcja w motoryzacji rosła słabiej, odzwierciedlając wahania koniunktury, głównie u zachodnich partnerów. Więcej w Makro Flashu: [Strona podażowa pozytywnie zaskakuje](#).
- **POL: Produkcja budowlano-montażowa w październiku pozytywnie zaskoczyła, rosnąc o 4,1% r/r** wobec 0,2% r/r poprzednio i oczekiwań na poziomie 1% r/r. Budownictwo osiągnęło dobry wynik dzięki wzrostowi w robotach specjalistycznych, a także wyjściu ze strefy spadków inżynierii lądowej i wodnej oraz wznoszenia budynków. Więcej w Makro Flashu: [Strona podażowa pozytywnie zaskakuje](#).
- **POL: Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w październiku wzrosło o 6,6% r/r** (vs 7,5% r/r we wrześniu), nieco wolniej od naszych i rynkowych oczekiwań (kons. i PKOe: 7,2% r/r). Dynamika nominalnych wynagrodzeń była najniższa od lutego 2021, a spadek zannualizowanego impetu płac (w ostatnich 4 miesiącach do ok. 7% saar z 8-9% saar na przełomie 2024/2025, utwierdza nas w przekonaniu, że spowolnienie jest trwałe. Płace w ujęciu realnym nadal rosły, jednak ich wzrost spowolnił do 3,7% r/r z 4,4% r/r przed miesiącem. Więcej w Makro Flashu: [Dalsze hamowanie wynagrodzeń](#).
- **POL: MFW przedstawił wstępne wnioski z misji w ramach konsultacji Art. IV w Polsce**, wskazując na utrzymanie silnego ożywienia gospodarczego, które plasuje Polskę wśród krajów o najwyższej dynamice wzrostu w Europie. Jednocześnie inflacja powróciła w okolice celu, co jest efektem restrykcyjnej polityki monetarnej oraz umocnienia złotego. W tym otoczeniu następuje jednak **gwałtowne pogorszenie stabilności fiskalnej**, deficyt sektora finansów publicznych w 2025 szacowany jest na około 7% PKB, co oznacza drugi najwyższy wynik w Europie. Fundusz ostrzega, że przy ograniczonym tempie konsolidacji fiskalnej **dług publiczny może wzrosnąć do 76% PKB do 2030**, a **ryzyko presji na finanse publiczne** - w postaci wyższych kosztów obsługi i pogorszenia dostępu do finansowania - **wzrosło z poziomu niskiego do średniego**. W krótkim okresie **perspektywy wzrostu gospodarczego pozostają solidne**, z prognozami na poziomie 3,2% w 2025 i 3,4% w 2026, jednak średnioterminowe ryzyka są wyraźnie spadkowe. Wśród głównych czynników ryzyka MFW wymienia niewystarczające inwestycje, presję na rentowności przy utrzymaniu głębokiego deficytu, możliwy powrót presji inflacyjnych oraz utratę konkurencyjności wynikającą z 20% aprecjacji REER w latach 2023-2024. W odpowiedzi na te wyzwania **Fundusz zaleca konsolidację fiskalną na poziomie 4% PKB do 2030, wolniejsze tempo dalszych obniżek stóp procentowych** (polityka pieniężna jest blisko poziomu neutralnego), a także **usunięcie barier dla kredytu**. Reformy powinny kierować się ku zwiększaniu innowacyjności gospodarki, podaży pracy, głębokości rynków kapitałowych oraz konkurencyjności energetycznej. W obszarze energetyki MFW sugeruje, aby Polska zabiegała w UE o opracowanie strategicznego planu dla zintegrowanego systemu

Poziom produkcji przemysłowej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Przeciętna zmiana zatrudnienia



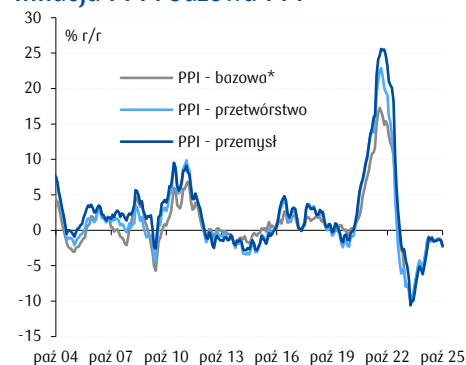
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zannualizowany impet płac



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI i bazowa PPI*



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski; obliczenia własne.

*przetwórstwo z wyłączeniem rafinerii ropy i produkcji koks

elektroenergetycznego, który lepiej równoważyłby podaż i popyt między krajami, ograniczałby zależność od kosztownych elektrowni rezerwowych i magazynów energii oraz łagodził wahania cen. Ponadto rząd może złagodzić wpływ ETS2 na gospodarstwa domowe poprzez wzmocnienie programu „Czyste Powietrze”, wspierającego poprawę efektywności energetycznej w budynkach mieszkalnych. Ogólny obraz przedstawiony przez MFW jest zbieżny z ostatnimi ocenami agencji ratingowych: **Polska pozostaje w fazie silnego wzrostu, ale stan finansów publicznych staje się kluczowym źródłem ryzyka.**

- **USA:** Ch.Waller (zarząd Fed) powiedział, że opowiada się za obniżką stóp procentowych w grudniu z uwagi na obawy dotyczące rynku pracy. Dodał, że amerykański bank centralny prawdopodobnie będzie podejmował decyzje „z posiedzenia na posiedzenie” od stycznia, kiedy napłynie fala danych z gospodarki. M.Daly (San Francisco Fed, bez prawa głosu w FOMC) oceniła, że obniżka stóp na posiedzeniu w grudniu jest uzasadniona, bo ryzyko nagłego pogorszenia sytuacji na rynku pracy jest dziś większe i trudniejsze do opanowania niż ryzyko ponownego wzrostu inflacji. Jej zdaniem inflacja nie wykazuje objawów kolejnej fali inflacji, a wcześniejsze podwyżki cel okazały się mniej wpływać na inflację, niż oczekiwano.
- **EUR:** J.Nagel (EBC i Budnesbank) stwierdził, że inflacja w strefie euro pozostaje pod presją cen żywności i usług, które wciąż rosną szybciej niż 3% r/r. Zaznaczył, że CPI ogółem utrzymuje się blisko celu 2% i w średnim terminie powinien tam pozostać, choć obawy gospodarstw domowych o dalszy wzrost cen pozostają istotne, co jego zdaniem uzasadnia ostrożność EBC. Podkreślił, że bank jest „w dobrej pozycji” i powinien prowadzić politykę w sposób elastyczny, opierając decyzje na danych, a grudniowe posiedzenie - z nowymi projekcjami, po raz pierwszy także na 2028 - pokaże, czy obecny poziom restrykcyjności jest właściwy.
- **POL:** Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w październiku spadło o 0,8% r/r, zgodnie z powszechnie formułowanymi oczekiwaniami (PKOe i kons.: -0,8% r/r). Miesięczny spadek zatrudnienia wyniósł 5 tys. etatów (-0,1% m/m) i był najsilniejszym październikowym spadkiem od 20 lat. Skumulowana redukcja zatrudnienia w 2025 jest nieco płytsza niż w ubiegłym roku, wciąż jednak brak oznak ożywienia popytu na pracę. Więcej w Makro Flashu: [Dalsze hamowanie wynagrodzeń](#).
- **POL:** Ceny producentów (PPI) w październiku pogłębiły spadki do -2,2% r/r wobec -1,4% r/r poprzednio, a ich dynamika była niższa od oczekiwań. Dane potwierdziły silną presję deflacyjną w przetwórstwie i spadek kosztów produkcji w większości działów (z wyjątkiem górnictwa).
- **GER:** Indeks Ifo nastrojów wśród przedsiębiorców obniżył się w listopadzie do 88,1 pkt. wobec 88,4 pkt. w październiku. Dane rozczarowały – konsensus zakładał marginalny wzrost do 88,5 pkt. Spadek dotyczył głównie oczekiwań i wynikał przede wszystkim z pogorszenia nastrojów firm przemysłowych (spójnie z opublikowanym w ubiegłym tygodniu przetwórczym PMI, który spadł w listopadzie do najniższego poziomu od pół roku). Dane są kolejnym sygnałem, że przezwyciężenie stagnacji w niemieckiej gospodarce pozostaje wyzwaniem, mimo stymulujących pakietów fiskalnych.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 21 listopada						
GER: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	9:30	pkt.	49,6	49,8	--	48,4
GER: PMI w usługach (lis., wst.)	9:30	pkt.	54,6	54,0	--	52,7
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	10:00	pkt.	50,0	50,2	--	49,7
EUR: PMI w usługach (lis., wst.)	10:00	pkt.	53,0	52,8	--	53,1
USA: PMI w przetwórstwie (lis., wst.)	15:45	pkt.	52,5	52,0	--	51,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lis., rew.)	16:00	pkt.	53,6	50,3	--	51,0
Poniedziałek, 24 listopada						
GER: Indeks Ifo (lis.)	10:00	pkt.	88,4	88,5	--	88,1
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (paż.)	10:00	% r/r	7,5	7,2	7,2	6,6
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paż.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
POL: Produkcja przemysłowa (paż.)	10:00	% r/r	7,4	1,6	2,9	3,2
POL: Inflacja PPI (paż.)	10:00	% r/r	-1,2	-1,8	-1,8	-2,2
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paż.)	10:00	% r/r	0,2	1,0	-0,4	4,1
Wtorek, 25 listopada						
GER: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	-0,2	0,3	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (paż.)	10:00	% r/r	6,4	3,8	5,0	--
POL: Podaż pieniądza M3 (paż.)	14:00	% r/r	11,1	10,6	10,7	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz.)	14:30	%, m/m	--	0,3	--	--
USA: Inflacja PPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	--
USA: Ceny nieruchomości (wrz.)	15:00	% r/r	1,58	1,40	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lis.)	16:00	pkt.	94,6	93,4	--	--
Środa, 26 listopada						
POL: Stopa bezrobocia (paż.)	10:00	%	5,6	5,6	5,6	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	220	226	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	14:30	% m/m	2,9	0,5	--	--
Czwartek, 27 listopada						
EUR: Podaż pieniądza M3 (paż.)	10:00	% r/r	2,8	2,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., rew.)	11:00	pkt.	-14,2	-14,2	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lis.)	11:00	pkt.	96,8	97,0	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
Piątek, 28 listopada						
HUN: Stopa bezrobocia (paż.)	8:30	%	4,5	4,5	--	--
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	2,6	2,7	--	--
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
POL: Inflacja CPI (lis., wst.)	10:00	% r/r	2,8	2,6	2,6	--
GER: Inflacja CPI (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	--
GER: Inflacja HICP (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	--

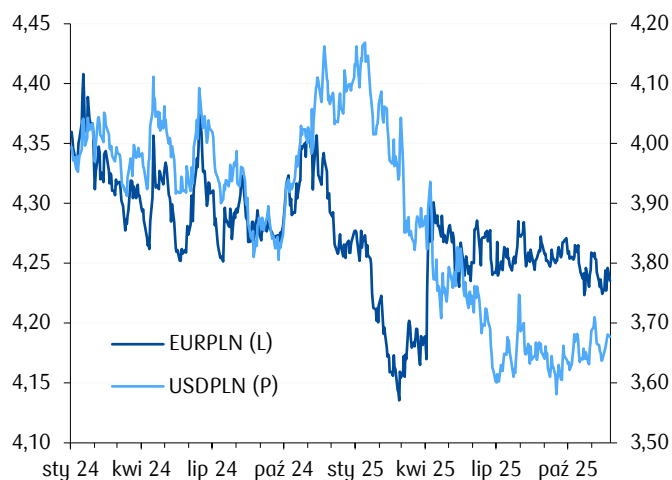
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

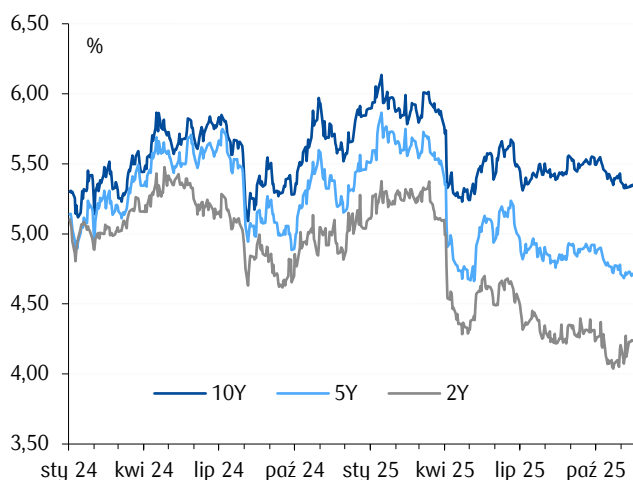
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2025-11-24	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2355	-0,2	0,2	0,0	-2,1	-9,8
	USDPLN	3,6736	-0,5	0,7	0,9	-10,9	-19,9
	CHFPLN	4,5483	-0,4	-0,8	-0,5	-2,1	-4,9
	GBPPLN	4,8190	0,0	0,3	-0,6	-6,7	-11,1
	EURUSD	1,1530	0,2	-0,6	-0,9	9,9	12,6
	EURCHF	0,9313	0,1	0,9	0,5	0,0	-5,2
	GBPUSD	1,3098	0,1	-0,6	-1,7	4,4	11,1
	USDJPY	156,80	0,2	1,0	2,4	1,6	10,5
	EURCZK	24,16	-0,4	0,0	-0,7	-4,5	-0,6
	EURHUF	382,38	-0,4	-0,5	-1,6	-6,7	-6,4
Obligacje	PL2Y	4,14	-2	-9	4	-72	-312
	PL5Y	4,63	-9	-8	-14	-58	-269
	PL10Y	5,30	-8	-5	-12	-31	-175
	DE2Y	2,03	1	-2	4	1	-5
	DE5Y	2,29	1	-2	6	24	32
	DE10Y	2,70	0	-2	8	49	72
	US2Y	3,51	0	-10	0	-76	-104
	US5Y	3,61	-1	-12	-1	-56	-40
	US10Y	4,04	-2	-10	5	-23	21
Akcje	WIG	109 053,3	0,1	-1,4	-2,3	36,9	101,0
	WIG20	2 924,1	0,1	-1,1	-1,9	32,7	73,5
	S&P500	6 705,1	1,5	0,5	-2,5	12,0	69,8
	NASDAQ100	24 873,9	2,6	0,3	-3,7	19,6	115,3
	Shanghai Composite**	3 873,3	1,0	-2,5	-3,1	18,7	25,6
	Nikkei**	48 595,5	-0,1	-3,4	-3,8	25,3	73,9
	DAX	23 239,2	0,6	-1,5	-4,4	19,8	61,6
	VIX	19,89	-7,7	-6,0	10,3	28,8	-16,5
Surowce	Ropa Brent	63,4	1,3	-1,3	-3,4	-13,2	-27,5
	Ropa WTI	59,1	0,4	-2,6	-4,9	-14,8	-26,1
	Złoto	4095,1	0,7	0,9	2,5	55,6	135,8

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

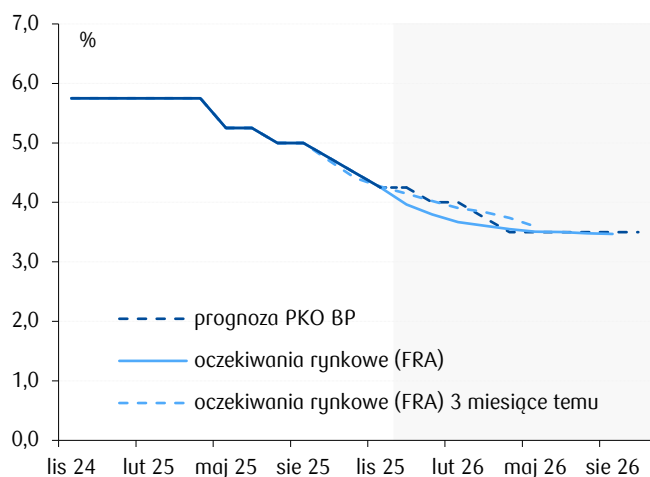
Notowania złotego wobec głównych walut



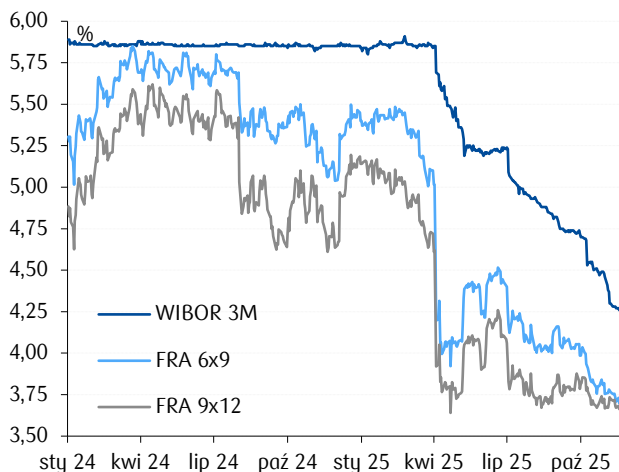
Rentowności polskich obligacji skarbowych



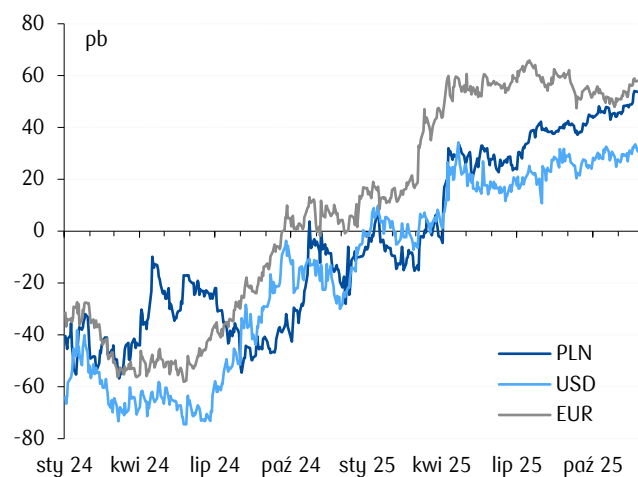
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



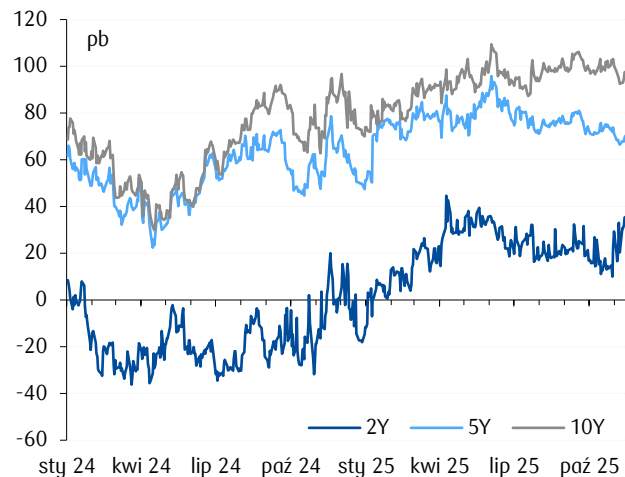
Krótkoterminowe stopy procentowe



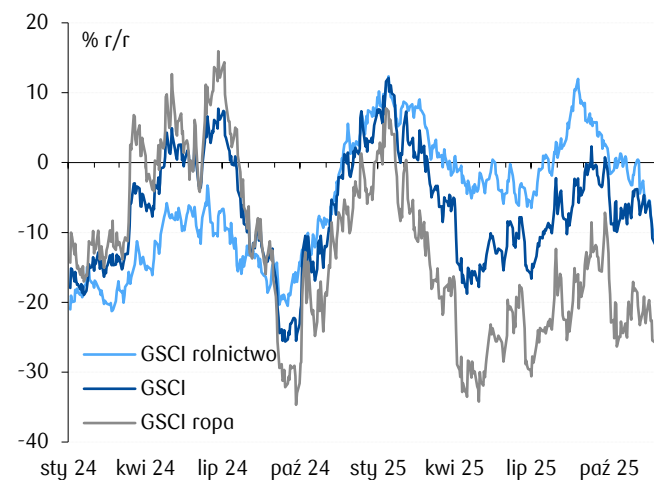
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



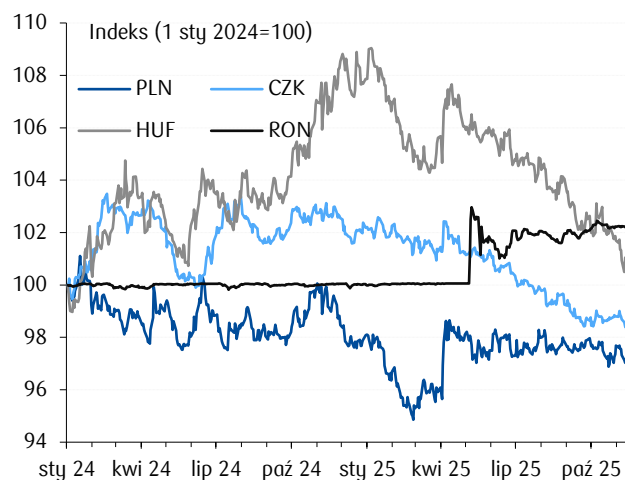
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

