

W gospodarce nie widać zimy

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Słabsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej i nastrojach konsumenckich w USA podsyły oczekiwanie na obniżkę stóp Fed w grudniu, która wyceniana jest już w 85%. W efekcie dolar osłabił się wobec głównych walut a rentowności obligacji amerykańskich spadły. Wtorkowa sesja przyniosła lekkie umocnienie złotego, co zepchnęło kursy EURPLN i USDPLN odpowiednio w pobliże 4,22 i 3,64 (spadek był kontynuowany w nocy, był więc głębszy niż na zamknięciu wczorajszej sesji). Wsparciem dla walut naszego regionu były pojawiające się w mediach informacje o osiągnięciu kompromisu między USA a Ukrainą w sprawie warunków porozumienia pokojowego. W Polsce istotne dla inwestorów mogły być mocne dane o sprzedaży detalicznej. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się – śladem rynków bazowych.
- **Dziś opublikowane zostaną dane z USA o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu** (kons.: 226 tys. wobec 220 tys. przed tygodniem) **oraz zamówieniach na dobra trwałe** (kons.: 0,5% m/m we wrześniu vs 2,9% m/m w sierpniu). Wieczorem pojawi się Beżowa Księga Fed zawierająca oceny aktywności gospodarczej w listopadzie.
- **W Europie uwagę inwestorów przyciągnie prezentacja założeń budżetu w Wielkiej Brytanii** na kolejne lata. Z doniesień medialnych wynika, że ma on pokazać, że rząd trzyma się reguł fiskalnych i dąży do spadku długu w relacji do PKB, co może implikować zapowiedź wzrostu podatków.
- **W Polsce czekamy na publikację Biuletynu Statystycznego**, który dostarczy m.in. dodatkowych informacji o aktywności gospodarczej w październiku (w tym o zamówieniach przemysłowych). Finalne dane o stopie bezrobocia rejestrowanego powinny potwierdzić wstępny szacunek MRPIPS (5,6%).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła realnie o 5,4% r/r** (kons.: 3,8% r/r, PKOe: 5,0% r/r) **wobec 6,4% r/r we wrześniu**. Mimo spowolnienia względem poprzedniego miesiąca dynamika sprzedaży pozostaje solidna, a dane wyrównane sezonowo wskazują na odbicie aktywności konsumentów – w październiku sprzedaż wzrosła o 1,9% m/m sa. Wzrost sprzedaży w ujęciu rocznym odnotowano w niemal wszystkich

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

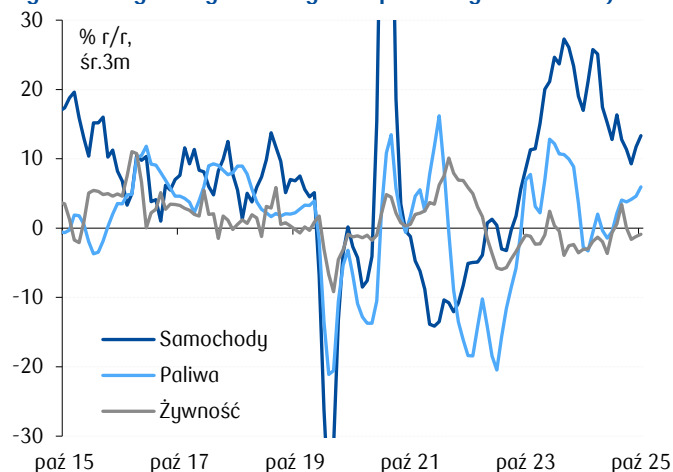
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

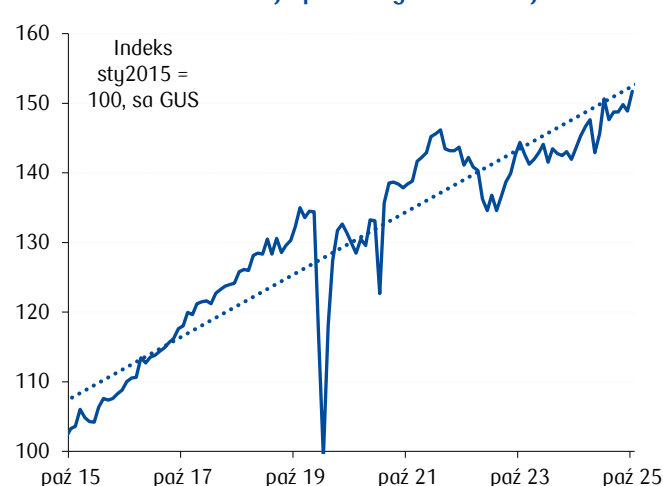
	Wartość 2025-11-25	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2285	-0,2
USDPLN	3,6571	-0,5
CHFPLN	4,5269	-0,5
GBPPLN	4,8047	-0,3
EURUSD	1,1563	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,03	-12
PL5Y	4,57	-6
PL10Y	5,24	-5
DE10Y	2,67	-2
US10Y	4,00	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	110 415,5	1,2
DAX	23 464,6	1,0
S&P500	6 765,9	0,9
Nikkej**	49 494,2	1,8
Shanghai Comp.**	3 866,9	0,8
Surowce:		
Złoto	4131,30	0,9
Ropa Brent	62,48	-1,4

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.

Dynamika głównych kategorii sprzedaży detalicznej



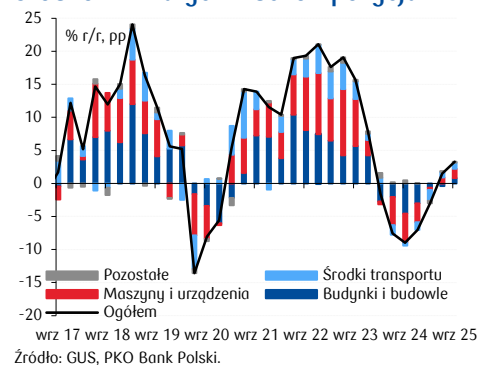
Poziom odsezonowanej sprzedaży detalicznej



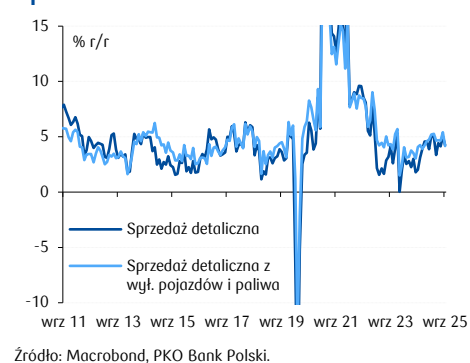
kategoriach. Najwyższą dynamiką cechowała się sprzedaż samochodów, a także innych dóbr trwałego użytku – mebli, rtv i agd. Zgodny z naszymi oczekiwaniami solidny wynik sprzedaży w pierwszym miesiącu 4q25 sugeruje, że konsumpcja pozostanie w tym roku istotnym motorem napędowym PKB. Więcej w Makro Flashu: [Zapasy witamin na jesienną aurę.](#)

- POL: Inwestycje przedsiębiorstw (49+ pracowników) w 3q25 wzrosły o 3,3% r/r wobec 1,2% r/r w 2q25**, co potwierdza, że ożywienie gospodarcze postępuje. Dynamika nakładów na środki transportu nieznacznie spowolniła, do 5,8% r/r z 6,5% r/r, a ich wzrost odzwierciedla zakupy taboru publicznego (finansowanego z KPO) oraz wymianę flot korporacyjnych. Inwestycje w maszyny i urządzenia utrzymały wzrost na poziomie 3,2% r/r, co wskazuje na przeprowadzaną automatyzację. Po raz pierwszy od 1,5 roku dodatnią dynamikę odnotowano w segmencie budynków (2,1% r/r). W kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego ożywienia aktywności inwestycyjnej, z głównym przyspieszeniem w połowie 2026, kiedy kumulacja wykorzystania środków z KPO powinna się przełożyć na dwucyfrowy wzrost inwestycji. Więcej w Makro Flashu: [Sygnały stabilizacji wyników firm niefinansowych.](#)
- USA: Sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła o 0,2% m/m – nieco słabiej niż oczekiwano (kons.: 0,4% m/m), po wzroście o 0,6% m/m w sierpniu.** Dane sygnalizują przerwę w zwiększonej aktywności zakupowej po kilku miesiącach solidnych wydatków. Sprzedaż rosta nierównomiernie: wzrosły wydatki m.in. na paliwo i zakupy w drogeriach, ale spadła sprzedaż samochodów, elektroniki i odzieży. Sieci handlowe sygnalizują, że klienci szukają promocji i odkładają duże zakupy, choć większość Amerykanów planuje wydać na święta przynajmniej tyle co rok wcześniej – częściowo ze względu na wyższe ceny. Jednocześnie tzw. sprzedaż w grupie kontrolnej, ważna dla wycliczeń PKB, nieznacznie spadła pierwszy raz od pięciu miesięcy.
- USA: Wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board w listopadzie spadł silniej niż oczekiwano osiągając 88,7 pkt. wobec 95,5 pkt. przed miesiącem.** To najsilniejsze pogorszenie nastrojów od siedmiu miesięcy. Wskaźnik oczekiwań na kolejne sześć miesięcy spadł do najniższego poziomu od kwietnia, natomiast miara oceny bieżących warunków obniżyła się do najniższego poziomu od ponad roku. Utrzymujący się spadek nastrojów konsumenckich odzwierciedla uporczywe obawy o schłodzenie rynku pracy. Raport pokazał, że wciąż podwyższony odsetek konsumentów uważa, iż obecnie trudno jest znaleźć pracę. Jednocześnie zmniejszył się odsetek osób wskazujących, że miejsc pracy jest dużo. Różnica między tymi dwoma miarami, która może dawać wgląd w trendy rekrutacyjne, spadła do jednego z najniższych poziomów od czasu pandemii.
- POL: Wzrost podaży pieniądza w październiku spowolnił do 10,6% r/r** wobec 11,1% r/r w dwóch poprzednich miesiącach, zgodnie z oczekiwaniami (kons.: 10,6% r/r; PKOe: 10,7% r/r). Dane o należnościach sektora bankowego pokazują ożywienie akcji kredytowej, zarówno w segmencie gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw (tu dynamika kredytów wyniosła 8,6% r/r i była najwyższa od początku 2023). Więcej w Makro Flashu: [Akcja kredytowa powoli się rozkręca.](#)
- USA: Ceny produkcji sprzedanej przemysłu PPI we wrześniu wzrosły o 0,3% m/m i 2,7% r/r (wobec 2,6% r/r w sierpniu).** Źródłem minimalnego wzrostu inflacji PPI były wyższe koszty energii i żywności. Po wyłączeniu cen żywności i energii, dynamika PPI wyniosła o 0,1% m/m i 2,6% r/r i była marginalnie niższa niż oczekiwano.
- USA: Indeks cen domów (S&P/Case-Shiller) obrazujący ceny nieruchomości w 20 największych miastach we wrześniu wzrósł o 1,4% r/r**, spowalniając wobec 1,6% r/r w sierpniu. Dane były zgodne z oczekiwaniami. Wrzesień był ósmym z rzędu miesiącem spadku dynamiki cen domów, co potwierdza wzrost siły kupujących w negocjacjach ze sprzedającymi. Najsilniej zmniejszyła się presja cenowa na Południu i Zachodzie.

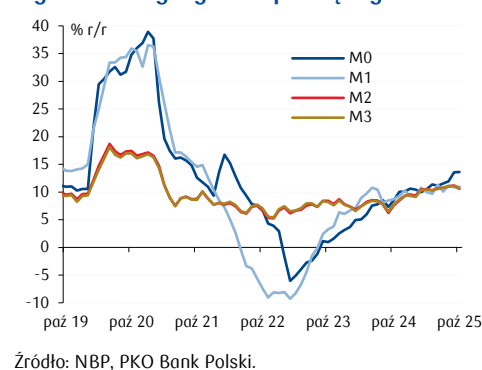
Nakłady inwestycyjne firm wg typów środków trwałych - dekompozycja



Sprzedaż detaliczna w USA



Dynamika agregatów pieniężnych



Najsilniejszy wzrost cen odnotowano w Chicago (5,5% r/r) oraz Nowym Jorku i Bostonie.

- **GER:** Kolejny szacunek potwierdził stagnację PKB w ujęciu kwartalnym (0% q/q) i wzrost o 0,3% r/r. Hamująco na aktywność gospodarczą działał słaby eksport, podczas gdy nakłady inwestycyjne nieznacznie wzrosły.
- **POL:** Z [raportu NBP](#) wynika, że **wzrasta poziom integracji społecznej i ekonomicznej obywateli Ukrainy**. Ukraińscy imigranci w Polsce są coraz mocniej związani z rynkiem pracy – dochody z pracy są ich głównym źródłem utrzymania (92% dochodów przedwojennych imigrantów i 78% uchodźców). Systematycznie rośnie odsetek uchodźców mających stabilne zatrudnienie, a bezrobocie w tej grupie spada. Migranci coraz rzadziej pracują w zawodach niewymagających kwalifikacji, choć wciąż część z nich – zwłaszcza uchodźców – wykonuje pracę poniżej swoich kompetencji. Średnie wynagrodzenia Ukraińców rosną w tempie zbliżonym do całej gospodarki.
- **EUR:** Prezes Banku Francji, F.Villeroy de Galhau a także prezes Banku Hiszpanii, J.L. Escrivá opowiedzieli się za **złagodzeniem niektórych regulacji sektora bankowego**. Prezes Villeroy de Galhau zasugerował zniesienie części buforów kapitałowych, zwracając uwagę, że bufor ryzyka systemowego nie występuje nigdzie indziej poza Europą. Oceniał, że nadmierna regulacja stawia europejskie banki w niekorzystnym położeniu wobec konkurentów z USA. W podobnym tonie wypowiedział się prezes Banku Hiszpanii, stwierdzając, że nadmiar regulacji może obniżać konkurencyjność i negatywnie odbijać się na zdolności sektora do finansowania gospodarki. Prezes F.Villeroy de Galhau dodał jednak, że rozwiązaniem problemu nadmiernej regulacji nie jest wcale deregulacja, a pogodzenie rozwiązań nakierowanych na stabilność sektora bankowego z jego efektywnością. Grupa robocza składająca się z przedstawicieli banków centralnych ma w przyszłym miesiącu przedstawić Komisji Europejskiej swoje propozycje w tym zakresie.
- **USA/UKR/RUS:** Prezydent Ukrainy W.Zełeński stwierdził, że strona ukraińska osiągnęła porozumienie z USA w sprawie większości składowych propozycji planu pokojowego, a sam prezydent wyraził gotowość do spotkania z D.Trumpem by jeszcze w listopadzie przedyskutować „najbardziej wrażliwe punkty”. Nowy plan prawdopodobnie jest krótszy niż wcześniejszy, ale jego szczegóły nie są znane. **Rewizję względem wcześniejszego planu potwierdził też D.Trump**, który sygnalizował „fine tuning” i zmiany od obu stron konfliktu. Jednocześnie D.Trump wyraził gotowość do spotkania z W.Zełeńskim i W.Putinem, choć tylko jeśli umowa pokojowa będzie na finalnym etapie. Nieaktualny jest natomiast wyznaczony przez D.Trumpa ostateczny termin (27.11) na osiągnięcie porozumienia pokojowego – D.Trump stwierdził, że pozostaje elastyczny pod tym względem. **Strona rosyjska powstrzymała się od oceny planu** – minister spraw zagranicznych S.Ławrow stwierdził, że Kreml nie otrzymał jeszcze kopii projektu, a sama Rosja preferuje warunki porozumienia, o których D.Trump i W.Putin rozmawiali na Alasce. Jednocześnie Bloomberg donosi, że specjalny wysłannik USA negocjujący z Rosją, S.Witkoff, doradzał w październiku Rosji w jaki sposób Rosja powinna dyskutować z D.Trumpem oraz by Kreml wykorzystał przygotowane przez USA porozumienie pokojowe ws. Gazy jako punkt wyjścia do rozmów.
- **USA:** Według doniesień Bloomberg’a szef Narodowej Rady Ekonomicznej K.Hassett jest faworytem w wyścigu o uzyskanie nominacji na nowego prezesa Fedu przez D.Trumpa. Sekretarz Skarbu S.Bessent oczekuje, że D.Trump ogłosi decyzję w tej sprawie przed Bożym Narodzeniem. **Według S.Bessenta nadszedł czas by znaczenie Fedu zmalało**, a sam bank centralny działał bardziej w tle i przestał mieć tak istotne znaczenie – „tak jak kiedyś”.

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	--	0,3
POL: Sprzedaż detaliczna (paż.)	10:00	% r/r	6,4	3,8	5,0	5,4
POL: Podaż pieniądza M3 (paż.)	14:00	% r/r	11,1	10,6	10,7	10,6
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	0,2
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (wrz.)	14:30	%, m/m	0,6	0,3	--	0,3
USA: Inflacja PPI (wrz.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	2,7
USA: Ceny nieruchomości (wrz.)	15:00	% r/r	1,6	1,4	--	1,4
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lis.)	16:00	pkt.	95,5	93,4	--	88,7
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	--	--
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	--	--

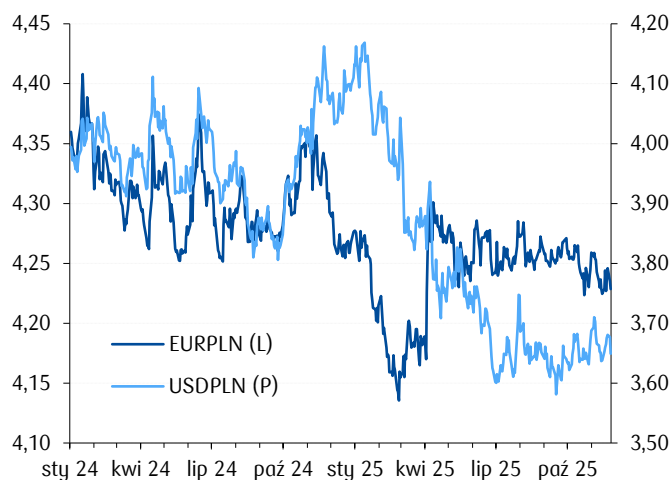
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

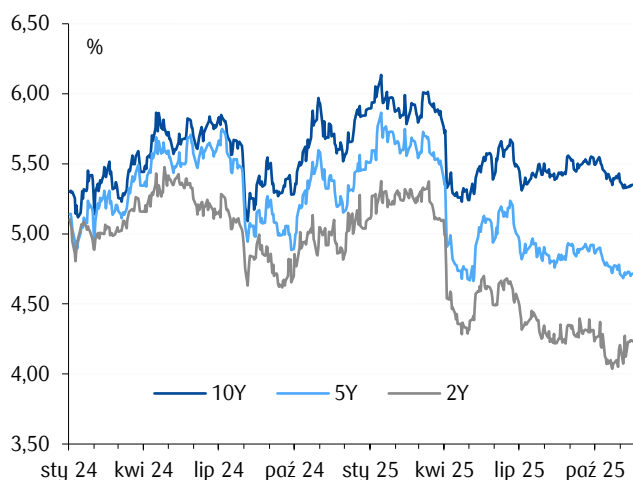
		Wartość 2025-11-25	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2285	-0,2	-0,4	0,0	-1,8	-10,2
	USDPLN	3,6571	-0,5	-0,2	0,8	-10,9	-20,1
	CHFPLN	4,5269	-0,5	-1,3	-1,1	-2,1	-5,8
	GBPPLN	4,8047	-0,3	-0,1	-0,3	-6,9	-11,4
	EURUSD	1,1563	0,3	-0,2	-0,8	10,3	12,4
	EURCHF	0,9341	0,3	1,0	1,1	0,4	-4,6
	GBPUSD	1,3177	0,6	0,3	-0,8	4,9	10,9
	USDJPY	156,16	-0,4	0,6	2,6	1,8	10,5
	EURCZK	24,12	-0,2	-0,3	-0,9	-4,5	-1,0
	EURHUF	382,13	-0,1	-0,5	-1,5	-7,0	-6,1
Obligacje	PL2Y	4,03	-12	-20	-5	-88	-309
	PL5Y	4,57	-6	-16	-17	-70	-255
	PL10Y	5,24	-5	-10	-15	-41	-164
	DE2Y	2,02	0	0	4	-2	-8
	DE5Y	2,27	-1	-2	4	23	31
	DE10Y	2,67	-2	-4	5	47	69
	US2Y	3,46	-4	-12	-3	-79	-106
	US5Y	3,57	-4	-12	-4	-62	-37
	US10Y	4,00	-3	-12	2	-29	25
Akcje	WIG	110 415,5	1,2	1,8	-2,7	38,8	100,1
	WIG20	2 966,9	1,5	2,2	-2,5	34,9	72,7
	S&P500	6 765,9	0,9	2,2	-1,8	12,4	69,0
	NASDAQ100	25 018,4	0,6	2,1	-3,8	19,6	113,4
	Shanghai Composite**	3 866,9	0,8	-1,9	-3,0	18,6	25,2
	Nikkei**	49 502,4	1,8	1,6	-1,4	28,8	76,1
	DAX	23 464,6	1,0	1,2	-3,4	21,6	62,7
	VIX	19,32	-2,9	-11,3	4,0	26,6	-15,8
Surowce	Ropa Brent	62,5	-1,4	-3,7	-3,0	-14,2	-29,3
	Ropa WTI	58,3	-1,5	-5,3	-4,5	-15,6	-28,0
	Złoto	4131,3	0,9	2,0	4,2	57,1	136,9

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

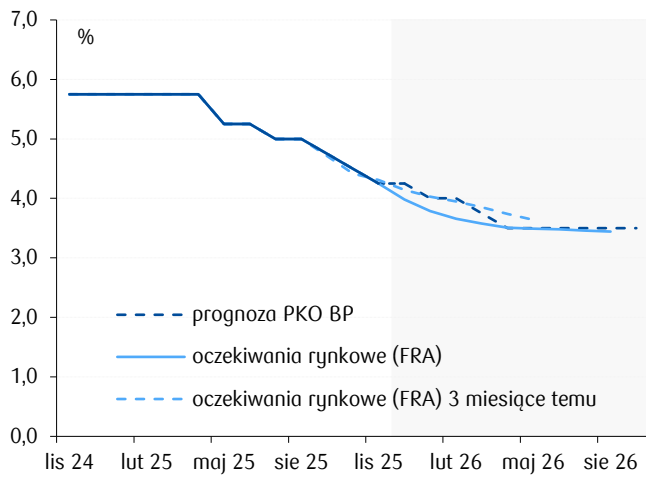
Notowania złotego wobec głównych walut



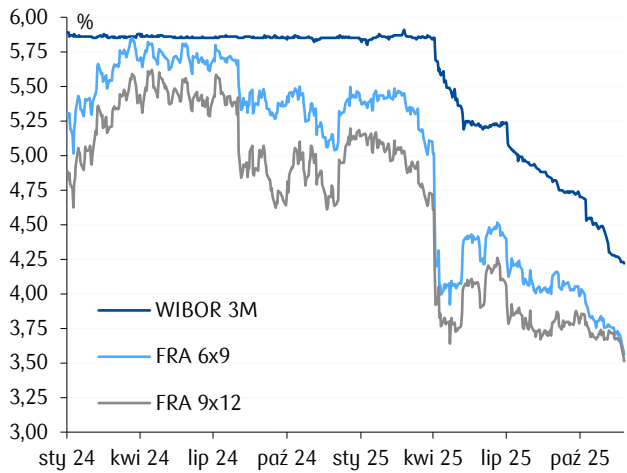
Rentowności polskich obligacji skarbowych



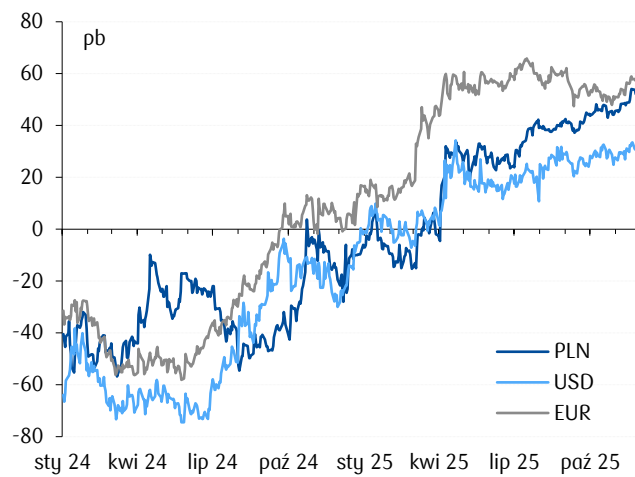
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



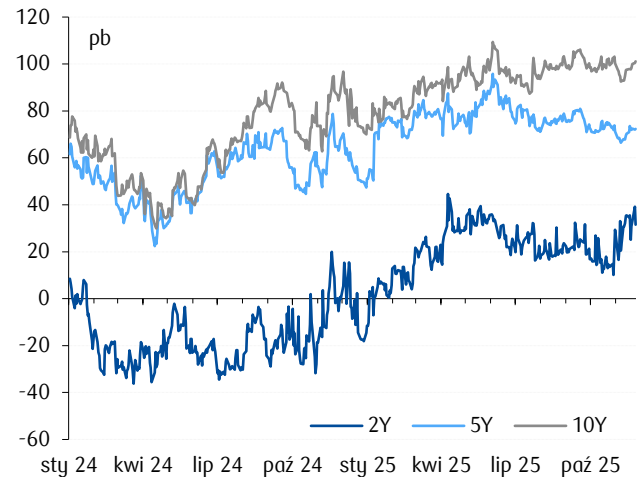
Krótkoterminowe stopy procentowe



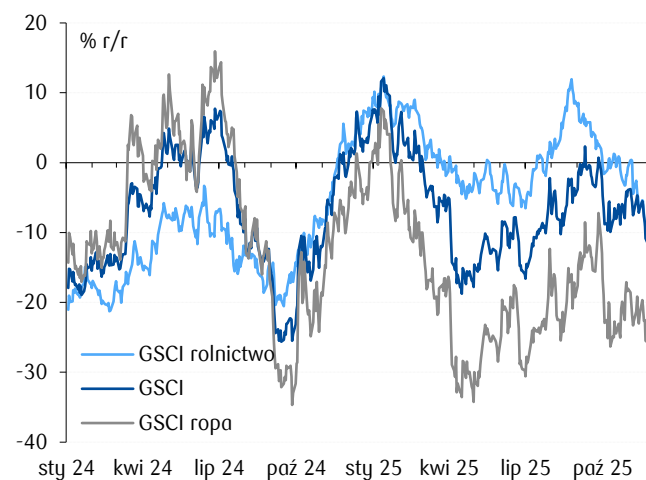
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



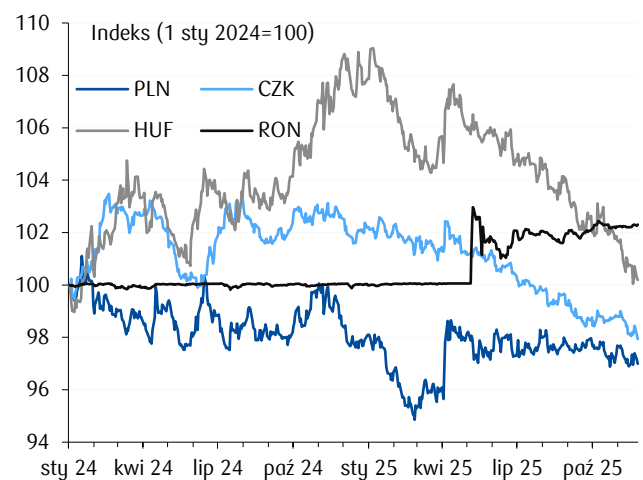
Spread asset swap dla PLN



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.

