

Aktywność zawodowa Polaków rośnie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nadal silne oczekiwania na obniżki stóp przez Fed wspierały wzrosty na amerykańskich rynkach akcji. Pozytywne nastroje utrzymywały się również na europejskich parkietach, a WIG dalej zwyczajował, korzystając z poprawy nastrojów po publikacji solidnych danych makro. Złoty nieznacznie stracił względem euro (4,23) i nieco umocnił się wobec dolara (3,65). Rentowności krajowych obligacji obniżyły się na krótkim końcu krzywej, przy wzrostach na dłuższych tenorach.
- Dzisiejszy kalendarz makroekonomiczny pozostaje niemal pusty. W USA obchodzone jest Święto Dziękczynienia, co oznacza brak publikacji danych oraz zamknięcie rynków.
- Ze strefy euro napłyną jedynie dane drugorzędne: za październik podaź pieniądza M3, a za listopad rewizja wskaźnika koniunktury konsumenckiej oraz indeks ESI. Największą uwagę przyciągnie właśnie ESI, który pokaże, jak kształtują się nastroje w gospodarkach UE po jesiennych sygnałach stabilizacji. Dane pozwolą ocenić, czy sektor przemysłowy i usługowy utrzymują stopniową poprawę oraz w jakim stopniu oczekiwania przedsiębiorstw i konsumentów reagują na zmiany w otoczeniu makroekonomicznym.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w październiku wyniosła 5,6%, zgodnie z oczekiwaniami i utrzymała się na analogicznym poziomie z września. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy wzrosła o 1,2 tys., co jest nietypowe wobec sezonowych spadków obserwowanych w ostatnich 12 latach. Ten odmienny wzorzec (widoczny od czerwca) nie wynika jednak z pogorszenia sytuacji na rynku pracy, lecz z formalnych zmian ograniczających liczbę wyrejestrowań. Jedyne obawy może budzić skala zgłaszanych ofert pracy, która w październiku i czerwcu (w ujęciu sa) osiągnęła najniższe poziomy w historii dostępnych danych (od 2010). Negatywnie na liczbę ofert pracy oddziałuje zaostrzenie wymogów wobec pracodawców umieszczających ogłoszenia (nie mogą mieć m.in. zaległości składowych czy podatkowych), a także regulacje związane ze zgłaszaniem ofert pracy w celu zatrudnienia obcokrajowca (zniesienie tzw. testu rynku

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

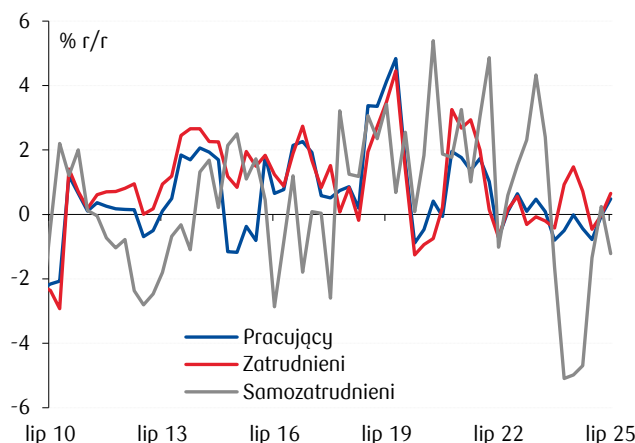
	Wartość 2025-11-26	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2313	0,1
USDPLN	3,6508	-0,2
CHFPLN	4,5315	0,1
GBPPLN	4,8333	0,6
EURUSD	1,1590	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,00	-3
PL5Y	4,61	4
PL10Y	5,28	3
DE10Y	2,67	0
US10Y	3,99	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 677,8	1,1
DAX	23 726,2	1,1
S&P500	6 812,6	0,7
Nikkei**	50 185,2	3,1
Shanghai Comp.**	3 891,3	0,6
Surowce:		
Złoto	4162,77	0,8
Ropa Brent	63,13	1,0

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.

Wskaźnik aktywności zawodowej



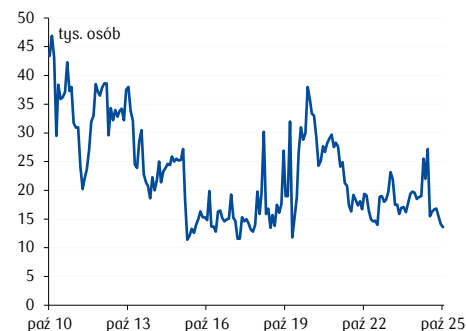
Rynek pracy wg metodologii BAEL



pracy). Jednocześnie wielkość planowanych zwolnień grupowych w sektorze prywatnym utrzymuje się na rekordowo niskich poziomach, co obrazuje brak istotnego pogorszenia ogólnej kondycji firm, choć w ogólnym obrazie można dostrzec lekki spadek popytu na pracowników.

- POL:** Pełniejszy obraz rynku pracy prezentuje badanie BAEL, zgodnie z którym w 3q25 liczba pracujących wzrosła o 0,5% r/r wobec stagnacji w poprzednim kwartale i wcześniejszych dwóch kwartałach spadków, co pozwoliło odrobić wcześniejsze straty i osiągnąć historyczne maksimum (17,4 mln osób). Wzrost wynikał z przyrostu zatrudnionych (0,7% r/r) przy spadku samozatrudnionych (-1,2% r/r), co nie musi oznaczać ich wyjścia z rynku pracy, lecz przejścia do pracy na etacie. W ostatnich dwóch latach liczba samozatrudnionych maleje, co może być efektem m.in. restrukturyzacji zatrudnienia w firmach (kończenie kontraktu z samozatrudnionym jest łatwiejsze niż zwalnianie pracownika) i niższego popytu na specjalistów IT. Równocześnie rośnie udział osób zatrudnionych na czas określony oraz pracujących w niepełnym wymiarze. Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-89 wzrósł o 0,3pp r/r do 57,2% i był najwyższy w historii, podobnie jak wskaźnik aktywności zawodowej (59,0%, wzrost o 0,4pp r/r). W obu przypadkach w największym stopniu do poprawy (w ujęciu rocznym) przyczyniły się kobiety (odpowiednio +0,4pp r/r i +0,7pp r/r), głównie w grupie wiekowej 25-34. **Stopa bezrobocia w 3q25 wzrosła do 3,1%, czyli o 0,2pp r/r, a liczba bezrobotnych zwiększyła się o 7,9% r/r, utrzymując wysoką dynamikę z 1h25. Obecny wzrost stopy bezrobocia mieści się w granicach jednego odchylenia standardowego, co odrzuca jeszcze tezę o istotnych problemach na rynku pracy, choć trwająca fala restrukturyzacji będzie sprzyjać dalszemu wzrostowi liczby bezrobotnych. Oceniamy jednak, że będzie to zjawisko przejściowe. Jednocześnie trwający okres restrukturyzacji na rynku pracy w dłuższym okresie może być korzystny z perspektywy poprawy efektywności alokacji zasobów pracy i poprawić produktywność gospodarki.**
- USA:** Według Beżowej Księgi Fed poziom aktywności gospodarczej niewiele zmienił się od publikacji ostatniego raportu 15 października. Wydatki konsumentów kontynuowały spadki, za co częściowo odpowiadał rządowy „shutdown”. Duża odporność była raportowana w przypadku segmentu towarów z „wyższej półki”. Niewielki wzrost dotyczył produkcji w przetwórstwie. Pomimo wzrostu liczby ogłaszanych zwolnień redukcja zatrudnienia odbywała się głównie poprzez wstrzymanie nowych rekrutacji, zatrudnianie wyłącznie w miejsce odchodzących pracowników czy dobrowolne odejścia z pracy. Obniżony popyt na pracę materializował się również w postaci redukcji przepracowanych godzin, a nie liczby pracowników. Wzrost cen w raportowanym okresie był umiarkowany. Presja kosztowa po stronie czynników produkcji była widoczna przede wszystkim w przetwórstwie i handlu, spowodowana wzrostami cen wynikającymi z wcześniejszych podwyżek ceł.
- POL:** W październiku zamówienia w przemyśle wzrosły o 2,7% r/r, utrzymując dodatnią dynamikę po nadzwyczajnym skoku o 9,8% r/r we wrześniu. Wzrost notują również zamówienia eksportowe (2,6% r/r), co stanowi szczególnie pozytywny sygnał w kontekście pogłębiających się trudności w niemieckiej gospodarce.
- UK:** Rząd przedstawił **budżet** w którym podnosi podatki o ok. 27-30 mld GBP rocznie do 2031, co w połączeniu z wcześniejszymi decyzjami oznacza największe zacieśnienie fiskalne w jednej kadencji od lat 70. Pakiet obejmuje rekordowe 88 środków, głównie liczne, drobne podwyżki obciążeń: zamrożenie progów PIT o kolejne trzy lata, wyższe stawki podatków od oszczędności, dywidend i nieruchomości oraz znaczące podniesienie podatków od hazardu online. Zniesiono natomiast limit świadczeń na drugie dziecko i wprowadzono zachęty dla rynku kapitałowego, aby przekierować oszczędności na rynek akcji. OBR (niezależna instytucja fiskalna

Planowane zwolnienia grupowe w sektorze prywatnym



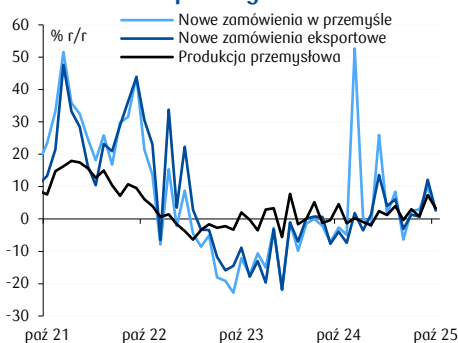
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia wg metodologii BAEL



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zamówienia w przemyśle

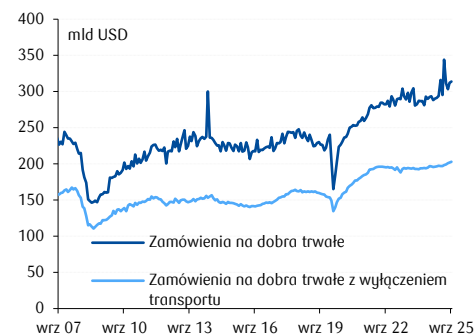


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

przygotowująca prognozy makro) **prognozuje** inflację CPI na poziomie 3,5% r/r w 2025 i 2,5% w 2026, a wzrost PKB odpowiednio 1,5% i 1,4%. Pomimo zacieśnienia fiskalnego dług publiczny ma wzrosnąć z 99,8% PKB w 2024–25 (rok fiskalny trwa od 1 kwietnia do 31 marca roku następnego) do 105% PKB w 2029–30, by następnie zacząć spadać. **Zmiany, choć liczne, nie rozwiązują strukturalnych problemów finansów publicznych**, a rozdrobnione podwyżki podatków zwiększają ryzyko społecznego sprzeciwu (politycznego „backlashu”).

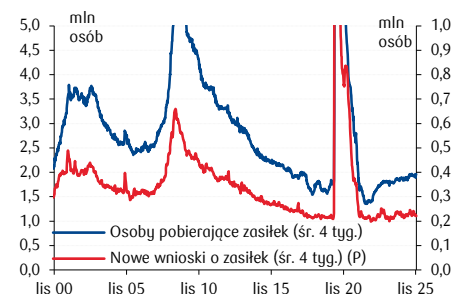
- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych spadła do 216 tys. z 222 tys. w ubiegłym tygodniu. Liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku wzrosła do 1,960 mln w tygodniu kończącym się 15 listopada, rosnąc 3 tygodnie z rzędu i zbliżając się do najwyższych w tym roku dynamik z czerwca, co potwierdza narastające trudności w znalezieniu nowej pracy przez już bezrobotnych. Dane pozostają zaburzone efektami sezonowymi wokół Święta Dziękczynienia, co mogło zaniżyć odczyt.
- **USA:** Zamówienia w przemyśle we wrześniu wzrosły o 0,5% m/m (sa) utrzymując dodatnią dynamikę z poprzedniego miesiąca oraz powyżej oczekiwań. Zamówienia z wyłączeniem transportu wzrosły o 0,6% m/m. Wzrost popytu na produkty przemysłu USA najpewniej generowany jest w kraju, co jest skutkiem podwyższenia ceł, które podbiły ceny importu.
- **UKR:** MFW osiągnął porozumienie na szczeblu roboczym w sprawie nowego, czteroletniego programu pomocowego dla Ukrainy o wartości 8,2 mld USD. Umowa zastąpi dotychczasowy program kredytowy w wysokości 15,5 mld USD. Premier Ukrainy, J.Swrydenko, poinformowała, że budżet na 2026 został opracowany zgodnie z ramami nowego programu, a rząd intensyfikuje walkę z korupcją.

Zamówienia w przemyśle w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zasiłki dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

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	5,6
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	222	226	--	216
USA: Zamówienia na dobra trwałe (wrz., wst.)	14:30	% m/m	3,0	0,5	--	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	--	--

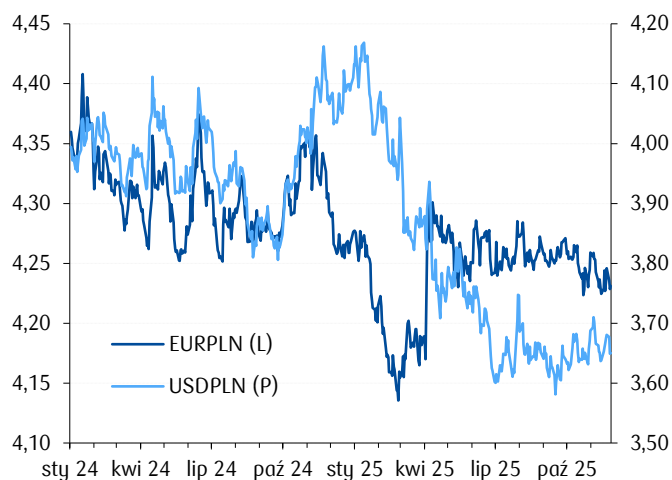
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

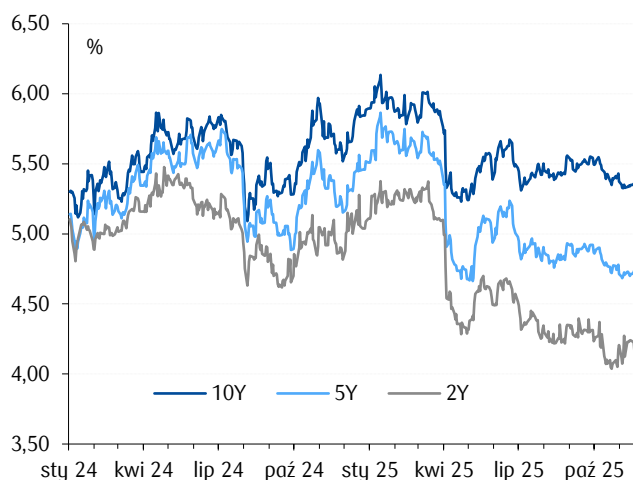
		Wartość 2025-11-26	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2313	0,1	0,1	-0,2	-1,8	-10,0
	USDPLN	3,6508	-0,2	-0,3	0,4	-10,4	-19,5
	CHFPLN	4,5315	0,1	-0,4	-0,8	-2,0	-5,8
	GBPPLN	4,8333	0,6	1,0	0,2	-6,4	-11,4
	EURUSD	1,1590	0,2	0,4	-0,6	9,6	11,7
	EURCHF	0,9338	0,0	0,5	0,6	0,3	-4,5
	GBPUSD	1,3228	0,4	1,1	-0,1	4,3	9,6
	USDJPY	156,43	0,2	-0,1	3,0	3,5	11,9
	EURCZK	24,17	0,2	0,0	-0,8	-4,5	-0,8
	EURHUF	381,80	-0,1	0,1	-1,7	-7,5	-6,8
Obligacje	PL2Y	4,00	-3	-13	-5	-90	-311
	PL5Y	4,61	4	-13	-14	-64	-249
	PL10Y	5,28	3	-11	-14	-36	-156
	DE2Y	2,03	1	1	5	-1	-12
	DE5Y	2,27	0	-2	4	26	31
	DE10Y	2,67	0	-4	6	51	75
	US2Y	3,48	2	-11	-12	-75	-101
	US5Y	3,57	0	-13	-14	-55	-33
		US10Y	3,99	-1	-14	-8	-26
Akcje	WIG	111 677,8	1,1	1,3	-1,4	41,1	102,6
	WIG20	3 003,6	1,2	1,6	-1,2	37,4	75,3
	S&P500	6 812,6	0,7	2,6	-1,1	13,6	69,2
	NASDAQ100	25 236,9	0,9	2,4	-3,4	21,7	113,2
	Shanghai Composite**	3 891,3	0,6	-1,4	-3,1	17,6	25,7
	Nikkei**	50 177,5	3,1	3,4	-2,2	31,6	78,5
	DAX	23 726,2	1,1	2,4	-1,6	23,2	64,5
	VIX	18,74	-3,0	-11,7	-1,0	23,6	-16,3
Surowce	Ropa Brent	63,1	1,0	-0,6	-2,8	-13,3	-26,1
	Ropa WTI	58,8	1,0	-2,4	-4,0	-14,8	-24,4
	Złoto	4162,8	0,8	1,7	4,1	57,6	139,3

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

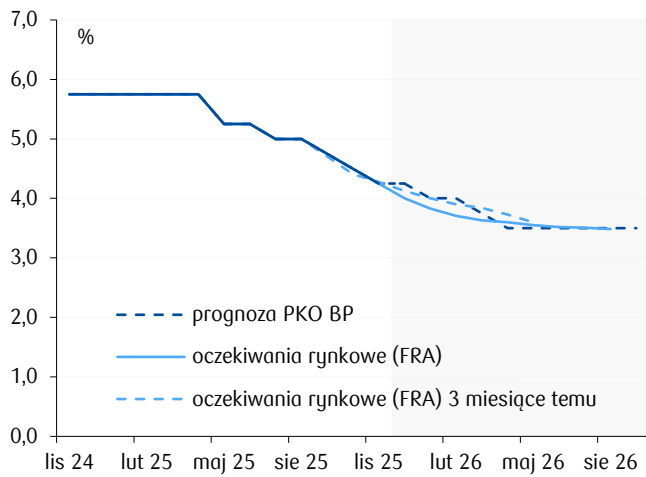
Notowania złotego wobec głównych walut



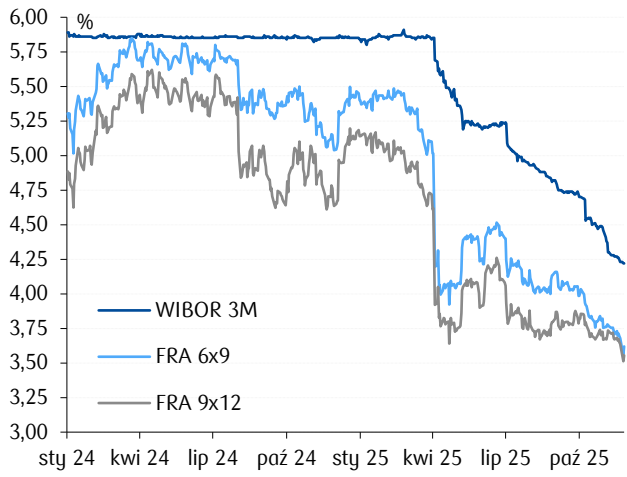
Rentowności polskich obligacji skarbowych



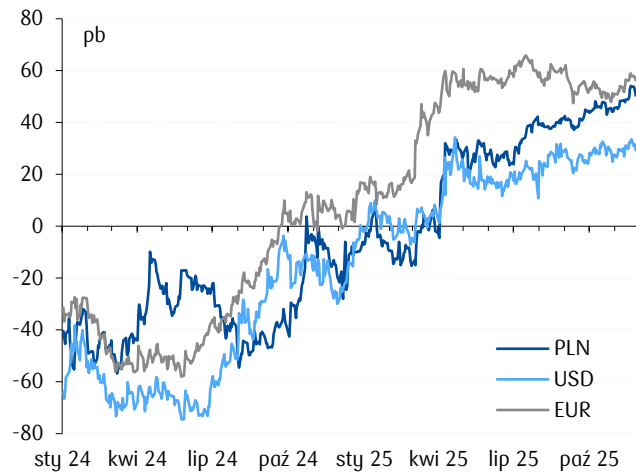
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



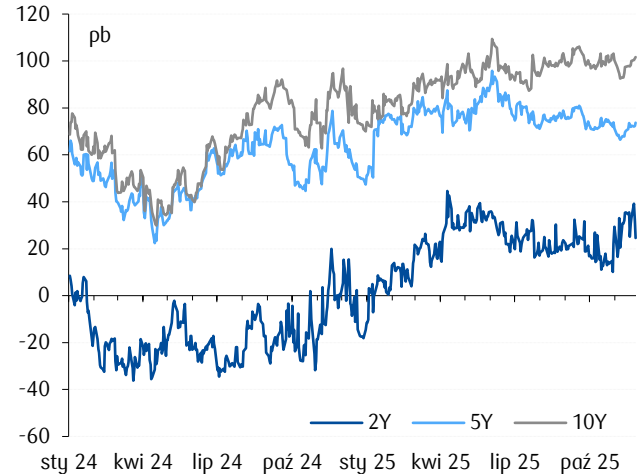
Krótkoterminowe stopy procentowe



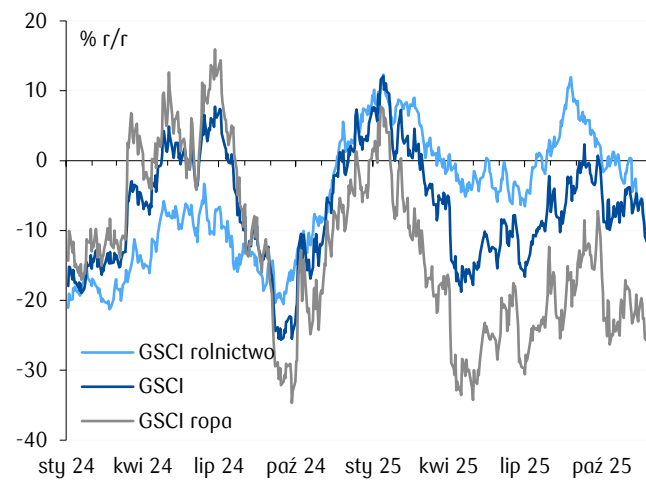
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



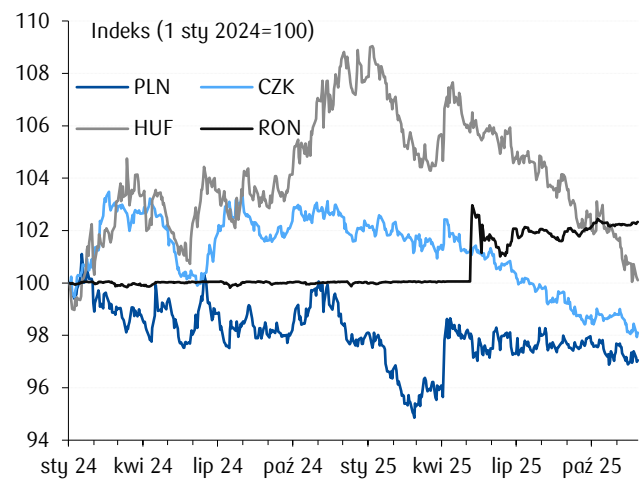
Spread asset swap dla PLN



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.

