Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne

28 listopada 2025

Bank Polski | Centrum Analiz

Rozbieżności w EBC

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsza sesja na globalnych rynkach była relatywnie spokojna ze względu na amerykańskie Święto Dziękczynienia (zamknięte rynki w USA). Widoczny był jednak niewielki optymizm – europejskie giełdy odnotowały minimalne wzrosty, choć krajowy WIG20 dzień zakończył spadkiem. Spokojna sesja trwała również na rynku walutowym – notowania złotego nie zmieniły się istotnie.
- **Oczekujemy, że inflacja CPI w listopadzie obniżyła się do 2,6% r/r z 2,8% r/r we wrześniu** (dane wstępne GUS). Spadek inflacji do najniższego od połowy 2024 poziomu był wynikiem m.in. efektów statystycznych (rok temu w listopadzie silnie zdrożały usługi, głównie w łączności), ale też korzystnych zmian cen żywności, które od września rosną zdecydowanie wolniej niż zwykle o tej porze roku. Dane ze stacji paliw sugerują wzrost cen paliw (o ok. 2% m/m), ale rok temu paliwa drożały jeszcze silniej (+2,3% m/m), co również powinno ograniczać wysokość rocznego wskaźnika inflacji. Prawdopodobna jest jednak kontynuacja podwyżek cen ciepła i ogrzewania. **Pozytywna niespodzianka inflacyjna** (np. spadek do 2,5% r/r i niżej) **istotnie zwiększyłaby prawdopodobieństwo obniżek stóp na najbliższym posiedzeniu RPP (2-3 grudnia).**
- **Globalnie istotne będą wstępne szacunki inflacyjne z Europy – m.in. Niemiec, Francji i Hiszpanii.** W Niemczech i Francji oczekiwane jest nieznaczne przyspieszenie inflacji CPI i HICP. Dane za listopad będą ostatnimi przed grudniowym posiedzeniem EBC, na którym możliwa jest „kończąca cykl" obniżka stóp o 25pb. Ograniczone znaczenie będą miały kolejne szacunki PKB za 3q25 (z Czech) oraz stopa bezrobocia z Niemiec i Węgier.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR: **Wskaźnik koniunktury gospodarczej ESI w listopadzie wzrósł o 0,2 pp do 97,0 pkt.** Dane były zgodne z oczekiwaniami. Niewielka poprawa nastrojów była wypadkową wzrostu wskaźnika koniunktury w usługach, budownictwie i handlu detalicznym oraz pogorszenia nastrojów w przemyśle. Słabsza koniunktura w przemyśle wiązała się ze spadkiem oczekiwań produkcyjnych menedżerów oraz ich ocen dotyczących portfela zamówień. Poza tym istotnie pogorszyły się opinie menedżerów na temat przyszłych

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

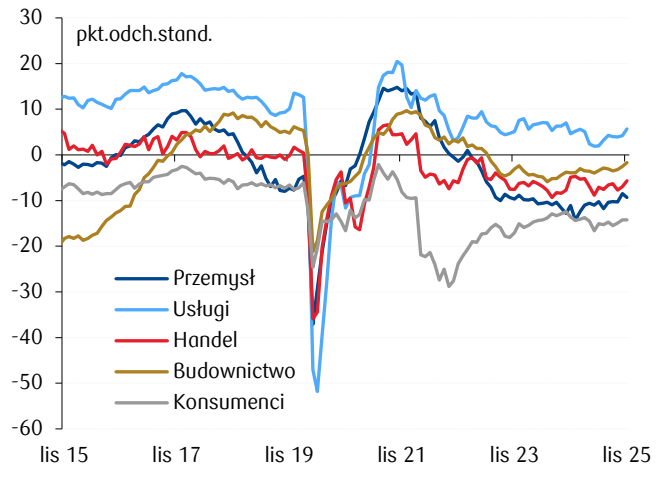
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

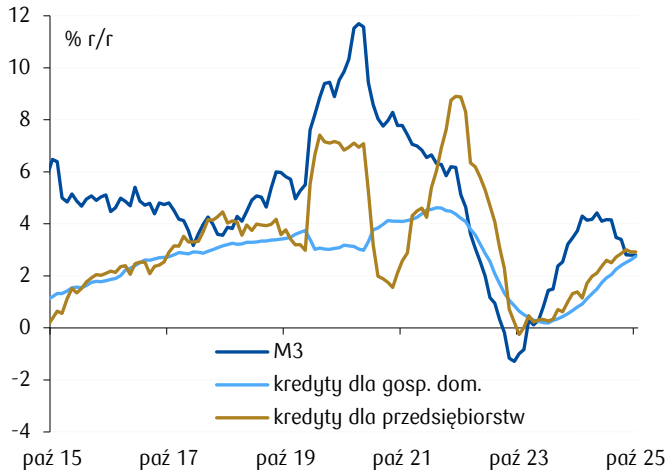
	Wartość 2025-11-27	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2308	0,0
USDPLN	3,6489	-0,1
CHFPLN	4,5315	0,0
GBPPLN	4,8293	-0,1
EURUSD	1,1595	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,01	1
PL5Y	4,59	-2
PL10Y	5,24	-3
DE10Y	2,68	0
US10Y	3,99	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	111 507,9	-0,2
DAX	23 768,0	0,2
S&P500	6 812,6	0,0
Nikkei**	50 208,4	1,3
Shanghai Comp.**	3 879,9	0,4
Surowce:		
Złoto	4155,42	-0,2
Ropa Brent	63,34	0,3

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.

Koniunktura w strefie euro wg ESI



Podaż pieniądza w strefie euro

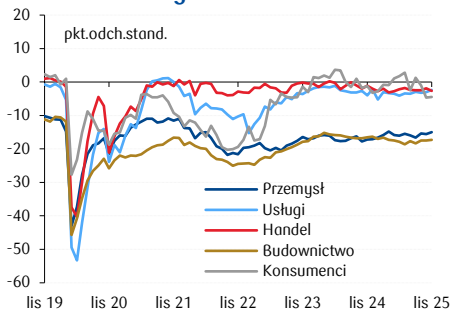


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

zmian w produkcji oraz oceny portfela zamówień eksportowych. Koniunktura konsumencka nie zmieniła się względem października.

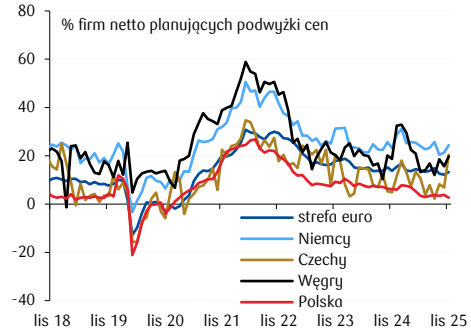
- POL: **Wskaźnik nastrojów w gospodarce (ESI) w listopadzie wzrósł do 99,0 pkt. z 98,5 pkt. przed miesiącem.** Względem października lekko poprawiła się koniunktura w przemyśle i usługach. Jednocześnie polskie firmy nie chcą (lub nie mogą) podnosić cen – odsetek netto firm planujących podwyżki w Polsce w ostatnich miesiącach spada, a dodatkowo jest niższy niż w państwach regionu (Węgry, Czechy, Rumunia) oraz w strefie euro. Jest to wg nas kolejna przesłanka wskazująca na stabilizację inflacji w Polsce w okolicy celu NBP. Wskaźnik nastrojów konsumenckich w Polsce pozostawał jednym z najwyższych w UE, a do jego wzrostu w listopadzie przyczynił się wyraźny spadek oczekiwań inflacyjnych w perspektywie roku (wskaźnik spadł w listopadzie do 27,9 pkt. z 36,3 pkt.).
- EUR: Minutes EBC **po październikowym posiedzeniu wskazały na intensywne dyskusje i rozbieżność ocen skali ryzyka inflacyjnego,** co wskazuje, że **wynik grudniowego posiedzenia Rady Prezesów EBC pozostaje otwarty**. Mimo tego powszechnie zgodzono się, że EBC jest „w dobrym miejscu", a bieżący poziom stóp jest odpowiedni by reagować na zmieniające się warunki gospodarcze. Uczestnicy posiedzenia oceniali, że perspektywy dla inflacji pozostają niepewne i zależne od czynników zewnętrznych – niektórzy podkreślali, że bilans ryzyka skierowany jest w dół, a niektórzy obawiali się wyższej inflacji. Główny ekonomista EBC P.Lane sygnalizował, że dokładniejsza ocena będzie możliwa w grudniu, wraz z aktualizacją prognoz. Istotnym czynnikiem wpływającym na prognozy inflacji może być opóźnienie o rok wejścia w życie ETS2 – we wrześniowych prognozach EBC zakładał z tego tytułu wzrost inflacji HICP w 2027 do 1,9% z 1,7% w 2026.
- EUR: **Wzrost podaży pieniądza M3 w październiku wyniósł 2,8% r/r, bez zmian w stosunku do poprzedniego miesiąca i zgodnie z oczekiwaniami.** Dynamika szerokiego agregatu w ostatnich miesiącach lekko hamuje - średnia z ostatnich 3 miesięcy wyniosła 2,9% r/r. W październiku najszybciej rósł agregat M1 (5,22% r/r), obejmujący gotówkę w obiegu oraz depozyty *overnight*. Roczna dynamika krótkoterminowych depozytów innych niż depozyty *overnight* (M2-M1) była ujemna (-1,8% r/r), a wzrost długoterminowych instrumentów finansowych (M3-M2) spowolnił do 1,9% r/r. **Stopniowo rozkręca się akcja kredytowa** – w październiku dynamika kredytu przyspieszyła do 3,0% z 2,8% r/r we wrześniu, z czego w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych do 2,8% r/r z 2,6% r/r, a dla przedsiębiorstw niefinansowych pozostała bez zmian (2,9% r/r).
- POL: **Prezydent Karol Nawrocki podpisał ustawę podwyższającą podatek CIT dla banków.** Nowelizacja ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych i ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych podnosi stawkę podatku CIT płaconego przez banki z obecnych 19% do 23%, przy czym w 2026 stawka ta będzie wynosić 30%, a w 2027 – 26%. Dodatkowo ustawa zawiera przepisy dotyczące obniżenia podatku od niektórych instytucji finansowych. Podatek ten obecnie wynosi 0,0366% podstawy opodatkowania, w 2027 zostanie obniżony do poziomu 0,0329%, a od 2028 będzie to 0,029% podstawy opodatkowania. Prezydent uzasadnił swoją decyzję potrzebą przekierowania większej części ponadprzeciętnych zysków sektora bankowego na rzecz państwa.
- POL: **Minister energii poinformował, że od 2026 z rachunków za energię elektryczną zniknie opłata przejściowa**, co obniży je o kilka złotych. Opłata przejściowa, jako składowa opłaty dystrybucyjnej, jest uiszczana w rachunkach za prąd od kwietnia 2009 z tytułu przedterminowego rozwiązania Kontraktów Długoterminowych. Opłata miała wygasnąć wraz ze spłatą zobowiązań wobec wytwórców energii wynikających z wcześniejszego rozwiązania KDT.

Koniunktura wg ESI w Polsce



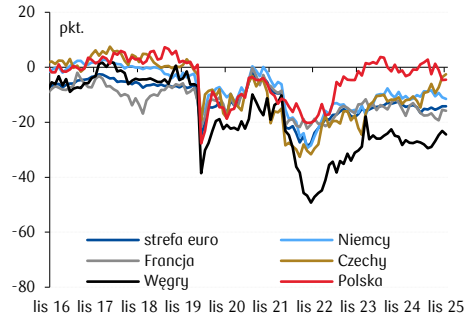
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Oczekiwania cenowe firm usługowych w UE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koniunktura konsumencka w UE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** K.Bolesta (MKiŚ) ocenił, że opóźnienie ETS2 o rok wkrótce stanie się obowiązującym prawem, gdyż w grudniu mogą zakończyć się rozmowy między państwami UE a Parlamentem Europejskim w tej sprawie. Komisja Europejska zaproponowała zmiany w rezerwie na rynku uprawnień do emisji CO2, tak by rozpoczęcie funkcjonowania nowego systemu ETS2 było płynniejsze oraz by zwiększyć możliwości stabilizowania cen pozwoleń, gdy przekroczą poziom 45 EUR/tonę CO2.
- **USA/UKR/RUS:** Prezydent Rosji W.Putin ocenił, że zarys projektu pokojowego omawiany przez USA i Ukrainę mógłby stać się podstawą przyszłego porozumienia kończącego konflikt w Ukrainie.

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 (paź.)	**10:00**	**% r/r**	**7,5**	**7,2**	**7,2**	**6,6**
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (paź.)	**10:00**	**% r/r**	**-0,8**	**-0,8**	**-0,8**	**-0,8**
POL: Produkcja przemysłowa (paź.)	**10:00**	**% r/r**	**7,4**	**1,6**	**2,9**	**3,2**
POL: Inflacja PPI (paź.)	**10:00**	**% r/r**	**-1,2**	**-1,8**	**-1,8**	**-2,2**
POL: Produkcja budowlano-montażowa (paź.)	**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 (paź.)	**10:00**	**% r/r**	**6,4**	**3,8**	**5,0**	**5,4**
POL: Podaż pieniądza M3 (paź.)	**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 (paź.)	**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 (paź.)	10:00	% r/r	2,8	2,8	--	2,8
EUR: Koniunktura konsumencka (lis., rew.)	11:00	pkt.	-14,2	-14,2	--	-14,2
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lis.)	11:00	pkt.	96,8	97,0	--	97,0
Piątek, 28 listopada						
HUN: Stopa bezrobocia (paź.)	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	--	--

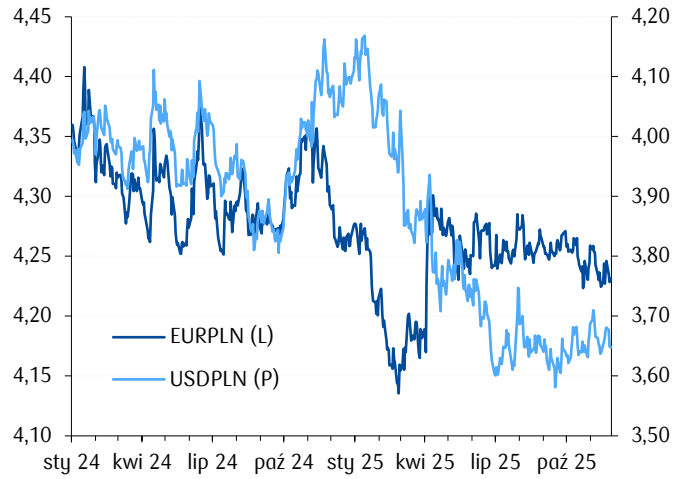
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

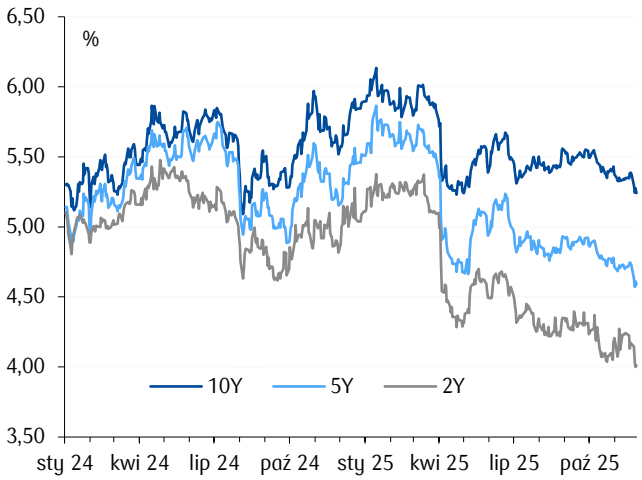
		Wartość 2025-11-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
			Δ (%, pb)*				
Waluty	EURPLN	4,2308	0,0	-0,1	-0,3	-1,8	-9,9
	USDPLN	3,6489	-0,1	-0,7	-0,6	-10,6	-19,1
	CHFPLN	4,5315	0,0	-0,5	-1,0	-2,0	-5,2
	GBPPLN	4,8293	-0,1	0,5	0,0	-6,7	-11,6
	EURUSD	1,1595	0,0	0,6	0,3	9,9	11,4
	EURCHF	0,9337	0,0	0,4	0,7	0,2	-5,0
	GBPUSD	1,3250	0,2	1,2	0,8	4,5	9,1
	USDJPY	156,32	-0,1	-0,9	1,4	3,2	13,0
	EURCZK	24,17	0,0	-0,1	-0,7	-4,4	-0,9
	EURHUF	381,45	-0,1	-0,2	-1,8	-7,6	-7,3
Obligacje	PL2Y	4,01	1	-16	-17	-87	-298
	PL5Y	4,59	-2	-15	-19	-64	-234
	PL10Y	5,24	-3	-15	-19	-34	-144
	DE2Y	2,03	0	0	4	3	-7
	DE5Y	2,28	1	-2	3	31	39
	DE10Y	2,68	0	-4	4	55	83
	US2Y	3,48	0	-7	-14	-75	-101
	US5Y	3,57	0	-9	-15	-55	-33
	US10Y	3,99	0	-10	-10	-26	28
Akcje	WIG	111 507,9	-0,2	1,0	-1,1	41,0	98,7
	WIG20	2 992,8	-0,4	1,2	-1,2	36,8	70,6
	S&P500	6 812,6	0,0	4,2	-0,1	13,6	69,2
	NASDAQ100	25 236,9	0,0	4,9	-1,9	21,7	113,2
	Shanghai Composite**	3 880,4	0,4	-1,3	-2,7	17,7	25,6
	Nikkei**	50 200,8	1,3	0,8	-2,2	30,9	76,9
	DAX	23 768,0	0,2	2,1	-1,5	22,4	63,5
	VIX	NA	#ARG!	#ARG!	#ARG!	#ARG!	#ARG!
Surowce	Ropa Brent	63,3	0,3	-0,1	-2,6	-13,6	-25,8
	Ropa WTI	58,8	0,0	-2,1	-4,2	-14,8	-24,4
	Złoto	4155,4	-0,2	2,0	4,0	57,4	136,6

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

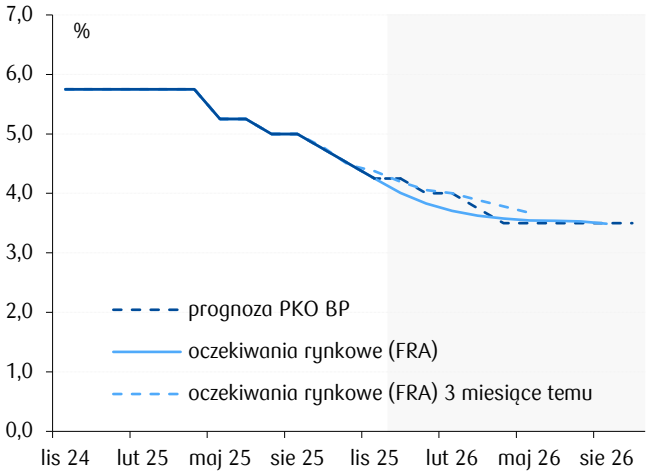
Notowania złotego wobec głównych walut



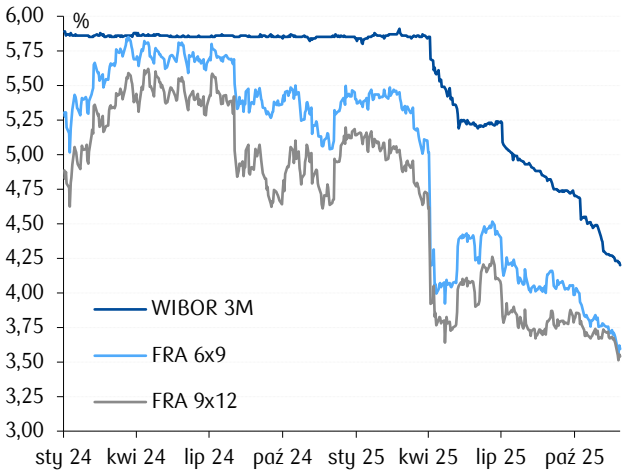
Rentowności polskich obligacji skarbowych



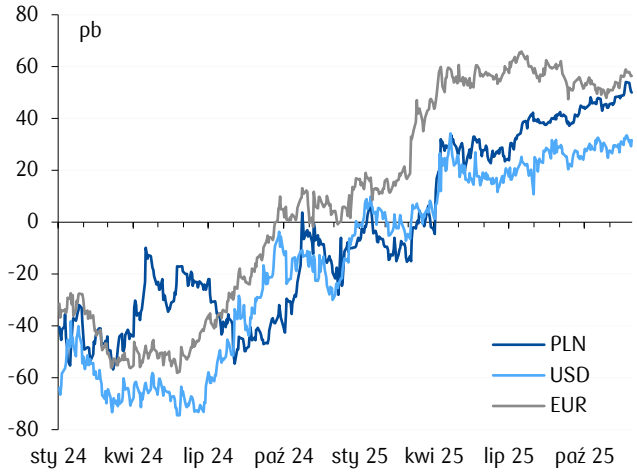
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



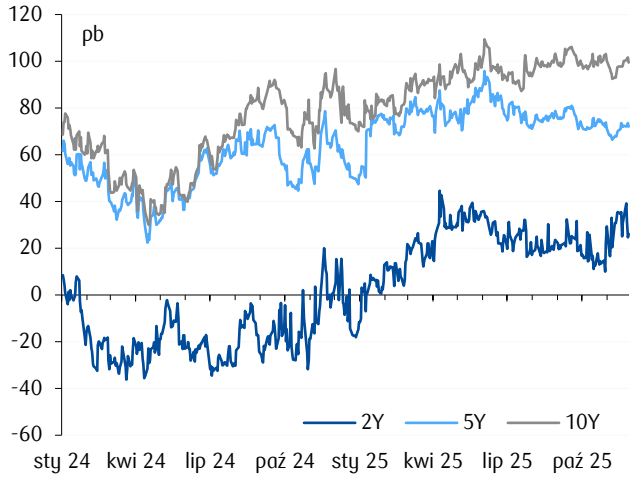
Krótkoterminowe stopy procentowe



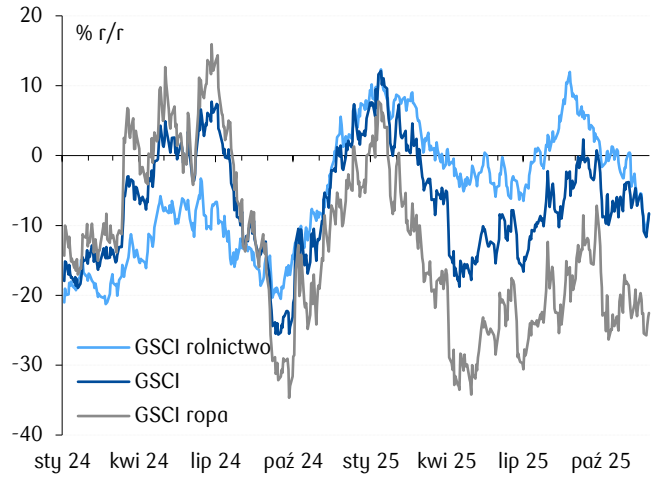
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



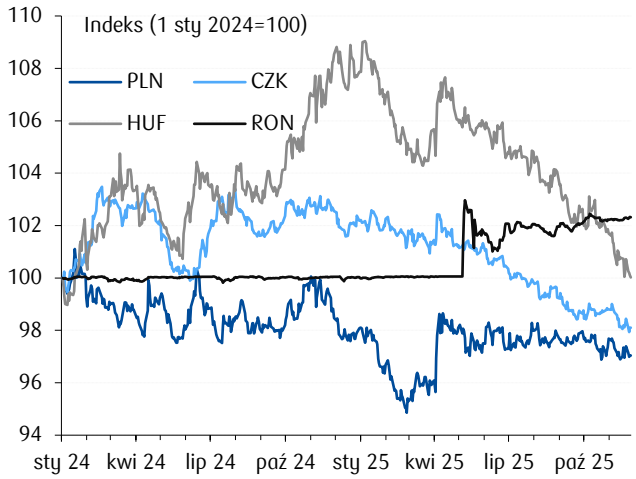
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu		
Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

@PKO_Research

Bank Polski | Centrum Analiz

Materiał zatwierdził(a): Anna Wojtyniak-Stefańska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał") ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny. ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna. sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregokolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań. aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych. usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych. w tym zawartych na instrumentach finansowych. których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa. zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.