

Inwestycje wracają do wzrostu

- W poniedziałek nastroje na globalnych rynkach finansowych uległy pogorszeniu, europejskie indeksy w większości zakończyły sesję pod kreską a S&P500 stracił ok. 0,5%. Złoty pozostał stabilny do euro i umocnił się nieco do dolara, wsparty zrewidowanym w górę finalnym odczytem PKB z Polski za 3q25. Rentowności SPW marginalnie wzrosły a wyraźniej poszły w górę rentowności UST i Bundów. Wtorkowa sesja na krajowym rynku FX i FI powinna przebiec spokojnie, zakładamy że złoty i SPW będą konolidowały się w okolicy obecnych poziomów w oczekiwaniu na środową decyzję RPP.
- Dziś w Europie kluczowe będą wstępne dane inflacyjne HICP za listopad, które wg konsensusu pokażą stabilizację na poziomie 2,1% r/r przy utrzymaniu wzrostu cen w kategoriach bazowych o 2,4% r/r. Po danych z ubiegłego tygodnia widzimy niewielkie ryzyko w górę dla powyższej prognozy, gdyż zaskoczenia wyższą inflacją w Niemczech i Hiszpanii mogą przeważać nad pozytywną niespodzianką we Francji. Dane o wskaźniku HICP będą istotną informacją przed posiedzeniem EBC zaplanowanym na 18 grudnia. Chociaż wg konsensusu przyniesie ono stabilizację stóp, to część decydentów nie wyklucza głosowania za obniżką. W cieniu inflacji znajdują się dane o stopie bezrobocia za październik, co do której oczekiwana jest stabilizacja na poziomie 6,3%.
- W USA na dziś zaplanowane jest wystąpienie M.Bowman z zarządu Fed.
- W regionie EŚiW poznamy PKB za 3q25 z Węgier (kons.: 0,6% r/r wobec 0,1% r/r w 2q25).

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

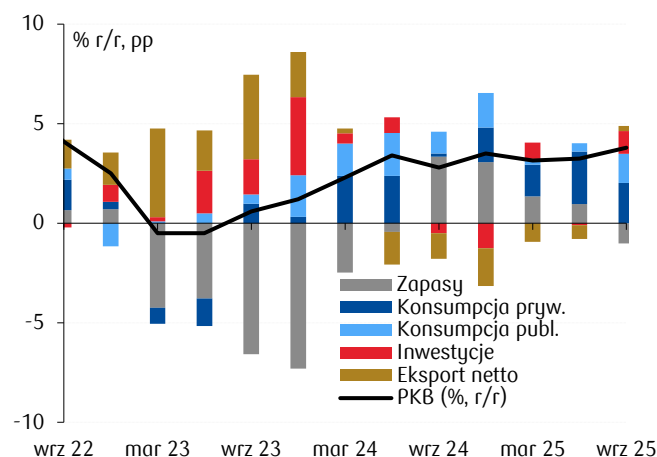
	Wartość 2025-12-01	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	111 917	0,0
STOXX Europe 600	575	-0,2
S&P500	6 813	-0,5
Waluty:		
EURPLN	4,23	-0,1
USDPLN	3,64	-0,2
CHFPLN	4,52	-0,2
EURUSD	1,16	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,01	0
PL5Y	4,54	3
PL10Y	5,17	2
DE10Y	2,75	6
US10Y	4,10	8
Surowce:		
Ropa Brent	63	0,0
Złoto	4232	0,0

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

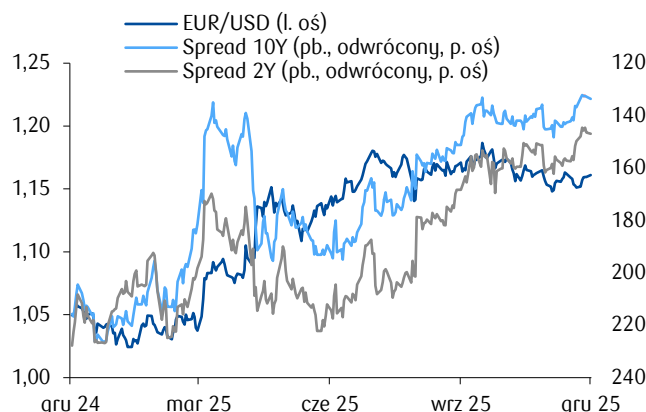
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA:** Indeks PMI w sektorze przemysłowym w listopadzie wzrósł do 52,2 pkt. z 51,9 pkt. w październiku, przewyższając wstępny szacunek. Mierzona indeksem koniunktura poprawiła się już czwarty miesiąc z rzędu, pokazując solidny wzrost produkcji i zatrudnienia. Tempo wzrostu osłabło jednak przez wyraźne spowolnienie popytu i słabszą sprzedaż, szczególnie na rynkach zagranicznych obciążonych cłami. W efekcie firmy odnotowały silny, niezamierzony wzrost zapasów wyrobów gotowych, a presja kosztowa pozostała wysoka. W innym kierunku zmierza ostatnio przetwórczy ISM, który w listopadzie spadł do 48,2 pkt. wobec 48,7 pkt. w październiku. Wprawdzie produkcja przyspieszyła, ale w badaniu widoczny był spadek

Struktura wzrostu PKB



Zawężający się spread obligacji USA i Niemiec wspiera wzrost kursu EUR/USD



Źródło: GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

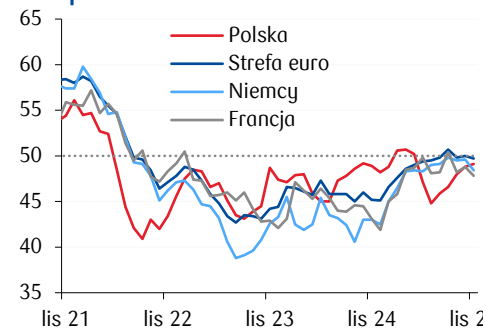
popytu i zaległości produkcyjnych oraz zatrudnienia.

- **EUR: J.Nagel (EBC)** powtórzył, że czuje się komfortowo z bieżącym poziomem stóp procentowych w strefie euro i ocenił, że polityka pieniężna eurosystemu jest obecnie neutralna. Tym samym podtrzymał narrację, która w ostatnich miesiącach stała się standardem wśród przedstawicieli EBC.
- **EUR: Przetwórczy PMI w listopadzie spadł do 49,6 pkt., po tym jak w październiku wzrósł do poziomu neutralnego.** Nowe zamówienia, w tym eksportowe, znów spadły, odzwierciedlając słabszy popyt zagraniczny. Produkcja nadal rosła, choć bardzo wolno i kosztem redukcji zaległości produkcyjnych. Firmy mocniej ograniczały zatrudnienie, zakupy oraz zapasy – szczególnie silnie spadły zapasy wyrobów gotowych. Jednocześnie wzrosły koszty dóbr pośrednich, przy ograniczonej możliwości ich przeliczenia na ceny finalne, a czas dostaw ponownie się wydłużył z powodu problemów z dostępnością materiałów. Dane na poziomie krajowym ujawniły wyraźny kontrast między słabszymi wynikami dwóch największych gospodarek strefy euro – Niemiec i Francji (które odnotowały 9-mies. minima) – a resztą unii walutowej.
- **GER: Koniunktura w przetwórstwie w listopadzie ponownie się pogorszyła, a wskaźnik PMI spadł do 48,2 pkt.** Główną przyczyną był ponowny, silny spadek nowych zamówień na skutek niepewności klientów i słabszego popytu z zagranicy. Po stronie podaży wydłużyły się terminy dostaw z powodu niskich stanów magazynowych u dostawców oraz niedoborów chipów, a spadki kosztów produkcji wyhamowały.
- **HUN: Nadwyżka w handlu towarami w październiku wyniosła 713 mln EUR, obniżając się o 178 mln EUR (20%) w ujęciu r/r.** W ujęciu skumulowanym (styczeń–październik), łagodzącym wahałość danych, odnotowano wzrost nadwyżki o 7,0% r/r. Po uwzględnieniu efektów kalendarzowych eksport obniżył się o 3,6% r/r, do czego najmocniej przyczynił się spadek sprzedaży zagranicznej wyrobów przemysłowych. Wolumen importu spadł w znacznie mniejszej skali, o 0,7% r/r. Węgierskiemu eksportowi ciąży niski popyt zewnętrzny, w szczególności w sektorze elektromobilności. Import z jednej strony zaniża niski popyt inwestycyjny (a także słaby eksport), z drugiej jest on wspierany przez solidny popyt konsumpcyjny.

WYDARZENIA KRAJOWE:

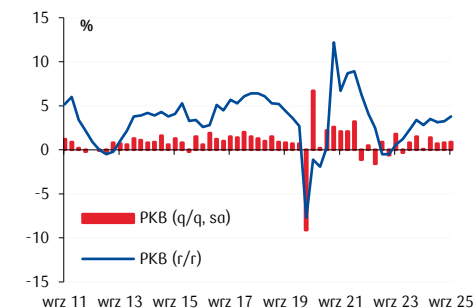
- **POL: PKB w 3q25 wzrósł o 3,8% r/r, po wzroście o 3,3% r/r w 2q25, o 0,1pp silniej niż wskazał pierwszy szacunek GUS.** W ujęciu q/q (sa) PKB zwiększył się o 0,9%, również o 0,1pp powyżej wcześniejszej estymacji. Głównym motorem wzrostu PKB pozostała konsumpcja prywatna, choć jej dynamika spowolniła do 3,5% r/r z 4,5% r/r wcześniej. Silnie zaskoczyły inwestycje, które wzrosły o 7,1% r/r, co przy nakładach dużych firm rosnących o 3,3% r/r, sugeruje, że głównym źródłem dynamiki był sektor publiczny. Istotną rolę sektora publicznego widać też w spożyciu – konsumpcja publiczna wzrosła o 7,4% r/r wobec 2,0% r/r kwartał wcześniej. Więcej w Makro Flashu: [Inwestycje i eksport zaczynają napędzać wzrost PKB.](#)
- **POL: Wskaźnik PMI w przetwórstwie w listopadzie wzrósł do 49,1 pkt. z 48,8 pkt., zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi (kons.: 49,0 pkt.).** Raport PMI wskazuje na stopniową poprawę koniunktury, w tym pierwszy od marca wzrost zamówień eksportowych. Ankietowane firmy pozostają optymistyczne odnośnie do perspektyw na kolejne 12 miesięcy, choć mierzący ten optymizm wskaźnik obniżył się do czteromiesięcznego minimum i pozostaje poniżej długoterminowego trendu. Więcej w Makro Flashu: [Pierwszy od marca wzrost zamówień eksportowych.](#)

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



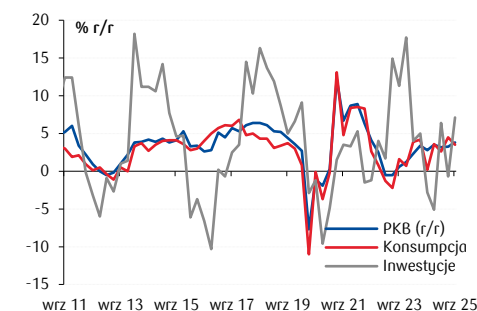
Źródło: S&P Markit, PKO Bank Polski.

Dynamika PKB



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

PKB i jego główne składowe

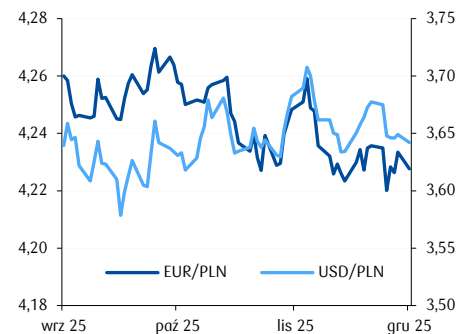


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek kurs EUR/PLN oscylował wokół 4,23, złoty natomiast umocnił się lekko do dolara, w okolice 3,64 na USD/PLN. Na bazowych rynkach FX nieco słabszy dolar przełożył się na wzrost kursu EUR/USD w pobliżu 1,1610.
- Notowania złotego fundamentalnie wsparł zrewidowany o 0,1pp w górę finalny odczyt krajowego PKB za 3q25, będący dobrym prognostykiem dla zakładanej przez nas solidnej dynamiki wzrostu gospodarczego w całym 2025. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym polskiej walucie był słabszy na szerokim rynku dolar, ujemnie skorelowany z siłą walut rynków wschodzących. Na amerykańską walutę negatywnie oddziaływał wyraźnie niższy od oczekiwań listopadowy odczyt indeksu ISM dla przemysłu w USA. Kurs EUR/USD naruszył w trakcie sesji krótkoterminowy opór w pobliżu 1,1650, jednakże nie zdołał go trwale przełamać.
- We wtorek krajowy kalendarz makroekonomiczny jest pusty, więc złoty może reagować głównie na sygnały płynące z globalnego otoczenia rynkowego. W Europie najciekawszym wydarzeniem wydaje się publikacja wstępnych odczytów inflacji HICP dla strefy euro, jednak w przypadku braku istotnych odchyień od konsensusu nie spodziewamy się, aby dane te wpłynęły zarówno na notowania złotego, jak i EUR/USD. Zmienność na polskiej walucie ograniczać będzie również ostrożność inwestorów przed śródową decyzją RPP. W efekcie oczekujemy, że kurs EUR/PLN utrzyma się w wąskim przedziale 4,23-4,24. Wciąż widzimy natomiast przestrzeń do dalszej umiarkowanej presji na słabszego dolara ze strony przekraczających już 90% rynkowych wycen obniżki stóp Fed w przyszłym tygodniu oraz spekulacji dotyczących nominacji kojarzonego z "gołębiem kursem" Kevina Hassetta na nowego prezesa Rezerwy Federalnej. Może to skutkować w najbliższych dniach przebicciem wspomnianego oporu na EUR/USD, co przełożyłoby się na spadek kursu USD/PLN w kierunku 3,6050-3,61.
- Na poniedziałkowej sesji polskie SPW poruszały się w przedziale -5/+3pb. Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich wzrosła o 8pb do 4,10%, a niemieckich Bundów o 6pb do 2,75%.
- Po silnych spadkach rentowności w ubiegłym tygodniu poniedziałek przyniósł uspokojenie na rynku krajowym. Pozycjonowanie pod wpływem kluczowych danych o wynagrodzeniach i inflacji zostało dokonane wcześniej, a sesja odzwierciedlała oczekiwanie na śródową decyzję RPP i czwartkową konferencję prezesa A. Głapińskiego. Napływ lepszych danych o PKB oraz marginalny wzrost wskaźnika PMI dla przemysłu pozostały bez istotnego wpływu na handel, jedynie wpisując się w tendencję do stromienia krzywych – zbieżną z rynkami bazowymi. Najwyraźniej widać ją na rynku Bundów, gdzie przyjęcie ustawy budżetowej na 2026 przybliży perspektywę zwiększonej podaży długu. Presja podażowa koncentruje się w segmencie długoterminowym – spread 10Y/30Y przebił niedawno tegoroczne maksimum w okolicy 62pb i jest obecnie najwyższy od ponad sześciu lat. Słabości długiego końca niemieckiej krzywej towarzyszy dalsze zacieśnianie spreadów emitentów strefy euro względem Bundów (m.in. Włochy, Hiszpania). Na rynku amerykańskim widoczne było odreagowanie i realizacja zysków po zeszlotygodniowych spadkach rentowności. Oprócz słabszego odczytu ISM dla przemysłu przy podwyższonej presji cenowej, uwagę inwestorów przyciągnęły rosnące spekulacje, że fotel prezesa Fed po J. Powellu może objąć K. Hassett, szef Narodowej Rady Ekonomicznej Białego Domu, postrzegany jako najbardziej „gołębi” z czołowych kandydatów.
- Wobec braku impulsów krajowych do czasu śródowego posiedzenia RPP, wtorkowy handel wyznaczać będzie przede wszystkim sentyment rynków bazowych – w Europie potencjalnie kształtowany przez wtorkowe dane o inflacji w strefie euro za listopad.

Waluty



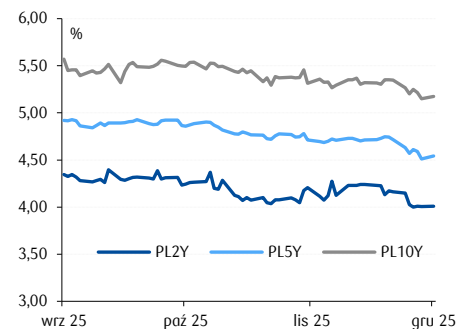
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Tenor	4Q25	1Q26
EUR/PLN	4,24	4,22
USD/PLN	3,56	3,49
CHF/PLN	4,46	4,40
EUR/USD	1,19	1,21
EUR/CHF	0,95	0,96

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



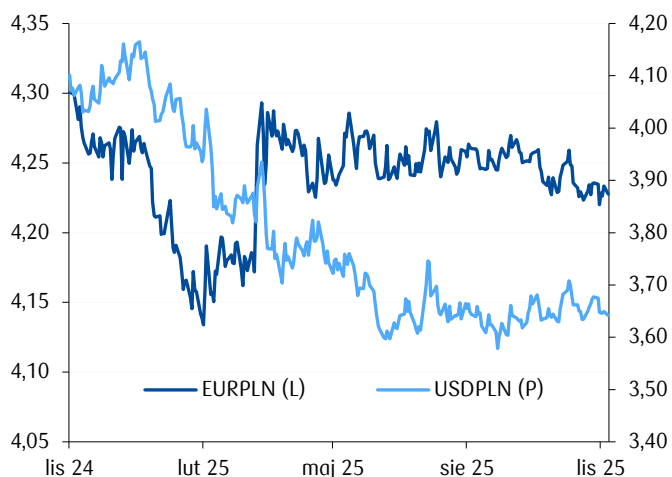
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

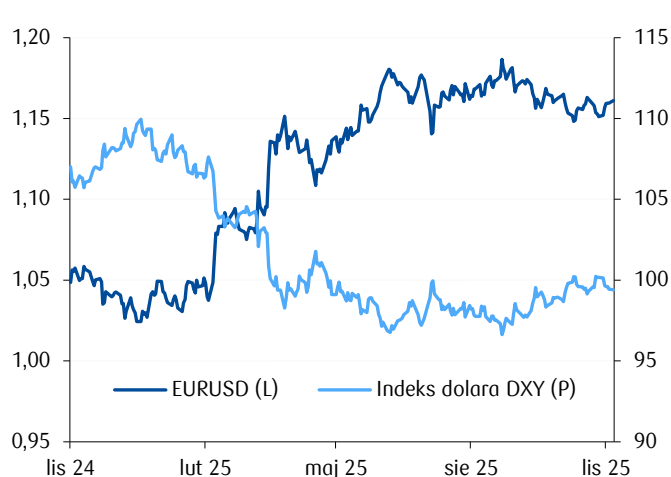
Tenor	4Q25	1Q26
PL1Y	3,62	3,40
PL2Y	4,10	3,83
PL5Y	4,75	4,60
PL10Y	5,40	5,15

Źródło: PKO Bank Polski.

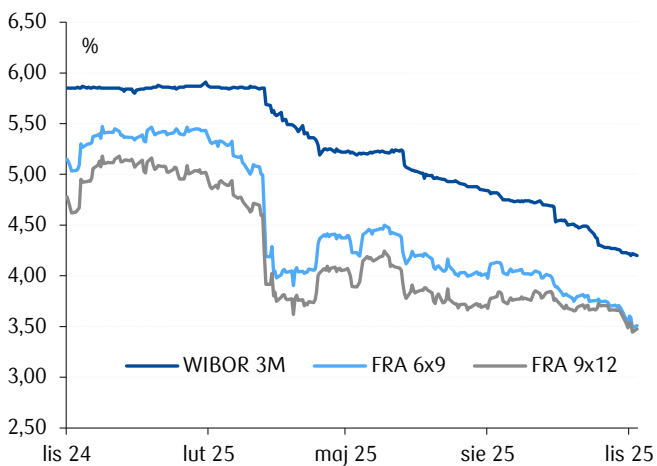
PLN vs główne waluty



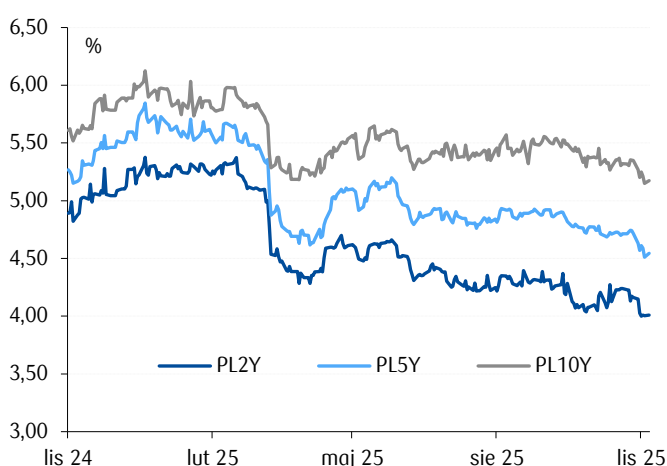
Notowania USD



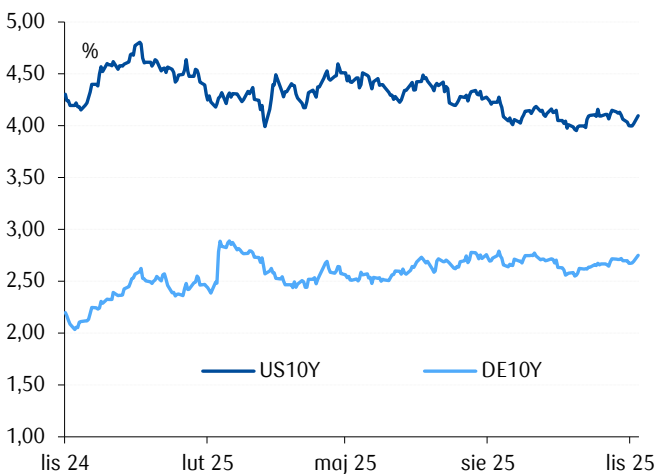
Krótkoterminowe stopy procentowe



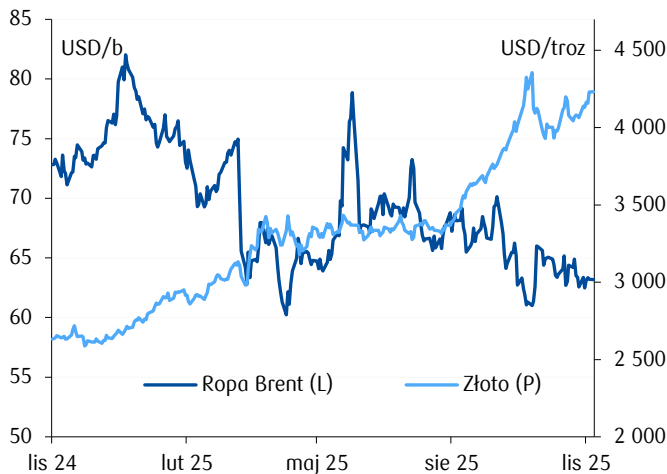
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 listopada						
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	2,6	2,7	--	2,8
GER: Stopa bezrobocia (lis.)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
POL: Inflacja CPI (lis., wst.)	10:00	% r/r	2,8	2,6	2,6	2,4
GER: Inflacja CPI (lis., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,4	--	2,3
Poniedziałek, 1 grudnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lis.)	2:45	pkt.	50,6	50,5	--	49,9
HUN: Saldo handlowe (paż.)	8:30	mln EUR	589	600	--	713
POL: PMI w przetwórstwie (lis.)	9:00	pkt.	48,8	49,0	48,9	49,1
GER: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	9:55	pkt.	49,6	48,4	--	48,2
POL: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	3,3	3,7	3,7	3,8
EUR: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	10:00	pkt.	50,0	49,7	--	49,6
USA: PMI w przetwórstwie (lis., rew.)	15:45	pkt.	51,9	51,9	--	52,2
USA: ISM w przetwórstwie (lis.)	16:00	pkt.	48,7	49,0	--	48,2
Wtorek, 2 grudnia						
ROM: Stopa bezrobocia (paż.)	8:00	%	5,9	--	--	--
HUN: Wzrost PKB (3q)	8:30	% r/r	0,1	0,6	--	--
EUR: Inflacja HICP (lis., wst.)	11:00	% r/r	2,1	2,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lis., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
Środa, 3 grudnia						
GER: PMI w usługach (lis., rew.)	9:55	pkt.	54,6	52,7	--	--
EUR: PMI w usługach (lis., rew.)	10:00	pkt.	53,0	53,1	--	--
EUR: Inflacja PPI (paż.)	11:00	% r/r	-0,2	-0,5	--	--
USA: Raport ADP (lis.)	14:15	tys	42	10	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (wrz.)	15:15	% m/m	0,1	0,1	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,25	4,00	4,00	--
Czwartek, 4 grudnia						
HUN: Sprzedaż detaliczna (paż.)	8:30	% r/r	3,0	3,0	--	--
CZE: Inflacja CPI (lis., wst.)	9:00	% r/r	2,5	2,5	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (paż.)	11:00	% r/r	1,0	1,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	216	222	--	--
Piątek, 5 grudnia						
GER: Zamówienia fabryczne (paż.)	8:00	% m/m	1,1	0,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (paż.)	8:00	% r/r	-4,3	-2,4	--	--
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,3	1,6	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (paż.)	8:00	% r/r	-1,9	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (paż.)	8:30	% r/r	-1,5	-3,9	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	--
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	0,5	--	--	--
USA: Dochody Amerykanów (wrz.)	16:00	% m/m	--	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (wrz.)	16:00	% m/m	--	0,3	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

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

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

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

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:

<https://centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja>

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



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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 któregośkolwiek 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.