

Biuletyn Makroekonomiczny

NUMER 12/2025

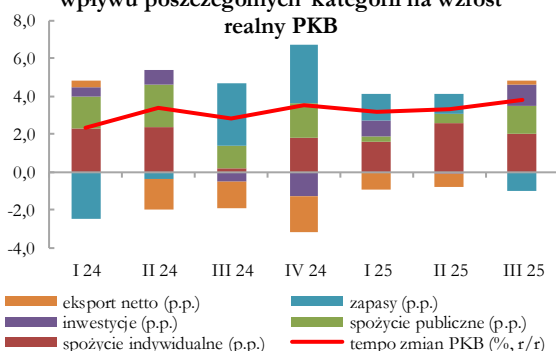
11 GRUDNIA 2025 ROKU



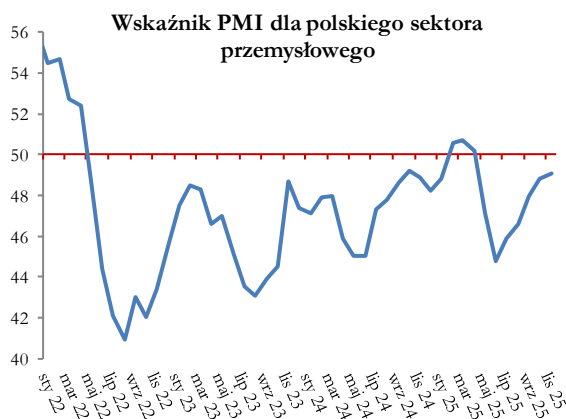
przegląd makroekonomiczny

Polska

Tempo wzrostu gospodarczego i skala
wpływu poszczególnych kategorii na wzrost
realny PKB



Wskaźnik PMI dla polskiego sektora
przemysłowego



Źródło: S&P Global, GUS.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

• Według wstępnego szacunku GUS w III kwartale 2025 r. **realny PKB** wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy roku odniesienia 2020) zwiększył się o 0,9% k/k i o 3,8% r/r. Realny PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznego roku poprzedniego) zwiększył się o 3,8% r/r. Na wzrost PKB wpłynęło zwiększenie popytu krajowego (o 3,7% r/r), będące wynikiem wzrostu spożycia w sektorze gospodarstw domowych (o 3,5% r/r) i spożycia publicznego (o 7,4% r/r), a także wyższych inwestycji (o 7,1% r/r). Tempa wzrostu gospodarczego nie osłabił eksport netto, wyższy o 0,2% r/r.

• W listopadzie 2025 r. **koniunktura gospodarcza** w badanych sektorach ustabilizowała się. Kontynuowana była nieznaczna poprawa wyrównanego sezonowo wskaźnika, wyznaczanego dla przetwórstwa przemysłowego. Lepsze niż w październiku oceny (wyrównane i niewyrównane sezonowo) sformułowały podmioty z sekcji zakwaterowanie i gastronomia. Najsilniejsze pogorszenie koniunktury nastąpiło w handlu detalicznym. Najbardziej pesymistyczne oceny formułują podmioty z sekcji budownictwo i przetwórstwo przemysłowe. Wskaźniki dla obu tych sektorów są wciąż niższe od średniej długookresowej.

• Według GUS w listopadzie 2025 r. nastąpiła poprawa obecnych **nastrojów konsumenckich** przy jednoczesnym dalszym pogorszeniu oczekiwań. W porównaniu z październikiem najbardziej poprawiły się oceny obecnej możliwości dokonywania ważnych zakupów oraz przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Pogorszyły się za to oceny obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego, a także prognozy poziomu bezrobocia oraz możliwości oszczędzania pieniędzy. Respondenci oczekiwali dalszego wzrostu cen w ciągu 12 miesięcy (75,1% wskazań, tak jak miesiąc temu), a według 56,8% (59,3% miesiąc temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.

• **Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego, wzrósł piąty raz z rzędu, osiągając w listopadzie 2025 r. 49,1 pkt wobec 48,8 pkt w październiku, jednak pozostał poniżej granicznego progu 50,0 pkt. Poziom produkcji ustabilizował się w porównaniu z poprzednim miesiącem. Spadła liczba nowych zamówień, a choć skala spadku była umiarkowana, to zwiększyła się w porównaniu z październikiem. Zwiększyła się jednak sprzedaż eksportowa, co nastąpiło pierwszy raz od marca 2025 r., aczkolwiek poprawa była nieznaczna. Niższy poziom nowych zamówień przyczynił się do zmniejszenia zaległości produkcyjnych w sektorze wytwórczym, chociaż niektóre przedsiębiorstwa jako przyczynę tego zjawiska wskazały zwiększony popyt. Brak presji na moc przerobowe zachęcał firmy do opóźniania procesów rekrutacji. Producenci zachowali optymizm. Spodziewano się dalszego wzrostu popytu, poprawy wydajności i optymalizacji produkcji. Oczekiwania wciąż były jednak słabsze od średniej długookresowej.

• **Produkcja sprzedana przemysłu** w październiku 2025 r. w cenach stałych, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób, według oszacowania GUS okazała się wyższa o 3,2% r/r i o 5,4% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja była wyższa o 1,1% r/r i niższa o 1,0% m/m. Spośród głównych grupowań, odnotowano wzrost w skali roku w produkcji dóbr: inwestycyjnych (o 9,2%), konsumpcyjnych nietrwałych (o 4,2%) i zaopatrzeniowych (o 1,4%). Spadła produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałych (o 0,6%) i związanych z energią (o 5,9%). W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił w 23 (spośród 34 i wobec 24 miesiąc temu) działach, m.in. w naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń, w produkcji pozostałego sprzętu transportowego, maszyn i urządzeń, artykułów spożywczych. Spadek wystąpił w 11 działach (10 miesiąc temu), m.in. w produkcji mebli, urządzeń elektrycznych.

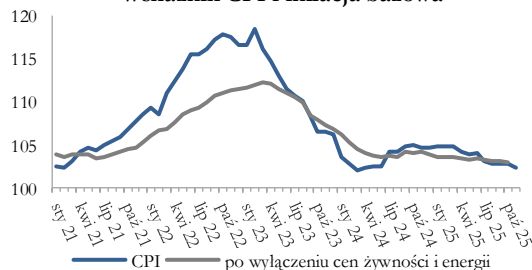
- **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w październiku 2025 r. okazały się niższe o 2,2% r/r i o 0,2% m/m. W przetwórstwie przemysłowym ceny obniżyły się o 2,3% r/r oraz o 0,2% m/m, czyli niemal tak samo.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w cenach stałych w październiku 2025 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była wyższa o 4,1% r/r i o 5,9% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja okazała się wyższa o 3,0% r/r i o 2,3% m/m. W skali roku produkcja wzrosła we wszystkich działach, a najsilniej w segmencie robót specjalistycznych (o 7,8%). **Ceny produkcji budowlano-montażowej** wzrosły w porównaniu z wrześniem 2024 r. (o 2,9%), a w skali miesiąca urosły o 0,8%.
- Zgodnie z danymi GUS w okresie od stycznia do października 2025 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 164,2 tys. mieszkań, więcej o 1,1% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 103,5 tys. mieszkań – o 3,7% r/r więcej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 55,2 tys., mniej o 4,4% r/r. W samym październiku liczba mieszkań oddanych od użytku (19,9 tys.) wzrosła o 4,1% m/m i o 13,4% r/r. Narastająco od początku 2025 r. liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (136,2 tys.) była niższa o 20,8% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (72,8 tys.) – wyższa o 7,6% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 112,9 tys. mieszkań (o 15,0% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 69,9 tys. (o 2,2% r/r więcej).
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w październiku 2025 r. zwiększyła się o 5,4% r/r i o 6,7% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 5,6% r/r i o 1,9% m/m. W skali roku nastąpił wzrost sprzedaży pojazdów samochodowych (o 15,6%), mebli, rtv i agd (o 13,9%), odzieży i obuwia (o 9,0%). Sprzedaż zwiększyła się także m.in. w przedsiębiorstwach zaklasyfikowanych do grup: „paliwa stałe, ciekłe i gazowe” (o 4,7%) oraz „żywność, napoje i wyroby tytoniowe” (o 0,6%). Spadła sprzedaż prasy i książek (o 3,3%).
- Z danych GUS wynika, że **obroty towarowe handlu zagranicznego** od stycznia do września 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 1 143,0 mld zł w eksporcie (wzrost o 0,8% r/r) oraz 1 162,6 mld zł w imporcie (wzrost o 3,4% r/r). Ujemne saldo wyniosło 19,6 mld zł. Według NBP we wrześniu 2025 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 5,3%, do 128,1 mld zł. Był to najsilniejszy wzrost zagranicznej sprzedaży towarów od lutego 2023 r. Najbardziej zwiększył się eksport produktów rolnych, pozostałych towarów konsumpcyjnych oraz samochodów osobowych. Wartość importowanych towarów zwiększyła się o 6,8% r/r, do 132,4 mld zł. Najsilniej zwiększył się import pozostałych towarów konsumpcyjnych, uzbrojenia oraz dóbr inwestycyjnych. Saldo obrotów towarowych we wrześniu 2025 r. ukształtowało się na poziomie minus 4,4 mld zł wobec minus 2,4 mld zł rok temu. Do powiększenia deficytu przyczyniło się, oprócz wzrostu importu uzbrojenia, powiększenie ujemnego salda w dobrach inwestycyjnych oraz paliwach.
- W październiku 2025 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,8% r/r i o 0,1% m/m, tak jak miesiąc temu. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 6,6% r/r i o 1,3% m/m. Realny fundusz płac wzrósł dwudziesty siódmy miesiąc z rzędu, o 2,8% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w październiku 2025 r., według oszacowania GUS, były wyższe o 2,8% r/r i o 0,1% m/m. W skali roku wyższe ceny m.in. w zakresie: mieszkania (o 3,1%), żywności (o 3,1%), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 7,0%), restauracji i hoteli (o 5,5%) oraz zdrowia (o 4,9%) wpłynęły na wzrost wskaźnika CPI odpowiednio o 0,78, 0,73, 0,36, 0,31 i 0,28 p.p. Niższe ceny transportu (o 2,3%) oraz odzieży i obuwia (o 1,1%) obniżyły CPI odpowiednio o 0,24 i 0,04 p.p. Inflacja bazowa wyniosła 3,0% r/r i 0,1% m/m. Według wstępnego oszacowania wskaźnik CPI wyniósł w listopadzie 2,4% r/r i 0,1% m/m.

Świat

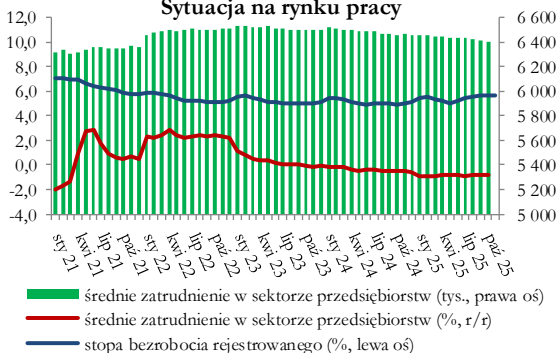
- Zamówienia w **amerykańskim przemyśle** w sierpniu 2025 r. zwiększyły się o 1,3% m/m, a o 0,2% m/m urosły we wrześniu. **Produkcja przemysłowa** we wrześniu zwiększyła się o 0,1% m/m po spadku o 0,3% m/m w sierpniu. W skali roku odnotowano wzrost produkcji o 1,6%. Wykorzystanie mocy produkcyjnych osiągnęło 75,9%, tak jak w sierpniu.

- **Podstawowe produkty rolne** w październiku 2025 r. staniały o 1,6% m/m, drożając o 6,4% r/r. W porównaniu z wrześniem br. w skupie zdrożało jedynie żyto, pszenżyto i młode bydło rzeźne. Najsilniej staniała kukurydza. W skali roku najbardziej staniał owies (o 31,8%).
- W październiku 2025 r. stan bankowych **kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych** powiększył się o 1,3% m/m i o 11,8% r/r, wynosząc 306,6 mld zł. W skali miesiąca odnotowano równomierny wzrost (o 1,3%) głównych kategorii kredytów: o charakterze inwestycyjnym i bieżącym. Stan **kredytów złotych dla gospodarstw domowych** urósł o 0,7% m/m i o 6,2% r/r, osiągając 770,8 mld zł. W skali miesiąca stan złotych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe powiększył się o 0,9%, a w przypadku złotych kredytów konsumpcyjnych – o 0,8%. Były to wyniki podobne do odnotowanych w poprzednich miesiącach.
- Na grudniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o obniżeniu **podstawowych stóp procentowych NBP** o 25 p.b. Zgodnie z komunikatem, wydanym po posiedzeniu, dalsze decyzje Rady będą zależne od informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynniki ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, ożywienie popytu w gospodarce, a także kształtowanie się dynamiki płac, cen energii oraz inflacji na świecie. Podczas konferencji prasowej dzień po posiedzeniu prezes NBP stwierdził, że jeśli nic się nie zmieni, to niewykluczone, że dojdzie jeszcze do nieznacznej obniżki stóp procentowych.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



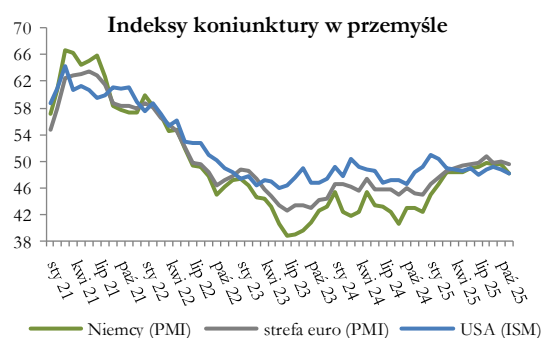
Sytuacja na rynku pracy



Źródło: GUS, NBP.

- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 2025 r. powiększyły się o 2,9% m/m po spadku o 2,7% m/m w lipcu. Natomiast już we wrześniu zamówienia te okazały się wyższe o 0,5% m/m, a po wyeliminowaniu środków transportu – o 0,6% m/m.

- **Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym** we wrześniu 2025 r. wzrosło o 119 tys. miejsc pracy po spadku w sierpniu o 4 tys. Zatrudnienie w sektorze prywatnym zwiększyło się o 97 tys. miejsc pracy wobec wzrostu o 18 tys. w sierpniu (po korekcie). Stopa bezrobocia wyniosła 4,4%, a płaca godzinowa zwiększyła się o 3,8% r/r i o 0,2% m/m.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych we wrześniu 2025 r. okazała się wyższa o 0,2% m/m po wzroście o 0,6% m/m w sierpniu. W skali roku wzrosła ona o 4,3%. W porównaniu z sierpniem sprzedaż z wyłączeniem samochodów i paliw powiększyła się jednak już tylko o 0,1%. Niższa niż miesiąc temu była sprzedaż wyrobów elektronicznych i odzieży.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, w listopadzie 2025 r. spadł z 95,5 pkt (po korekcie wzwyż odczytu za październik) do 88,7 pkt. Tak jak miesiąc temu, za pogorszenie nastrojów odpowiadały słabsze oczekiwania. Mierzący je subindeks obniżył się do 63,2 pkt, i od lutego 2025 r. pozostaje poniżej poziomu 80 pkt, czyli granicy wyznaczającej przewagę tendencji recesyjnych w ciągu nadchodzących sześciu miesięcy. Na tak silne pogorszenie wpływ miało tzw. zamknięcie amerykańskiego rządu federalnego.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu w listopadzie 2025 r. spadł drugi raz z rzędu, tym razem z 48,7 pkt w październiku do 48,2 pkt. Kolejny raz obniżyła się liczba nowych zamówień, aczkolwiek pogorszenie dotyczyło tylko zamówień krajowych. Pogorszyły się też warunki zatrudnienia. Tylko w 4 sektorach odnotowano poprawę koniunktury (m.in. w produkcji żywności, wyrobów elektronicznych, maszyn i urządzeń). Pogorszenie nastąpiło w 11 sektorach.
- **Inflacja PCE** we wrześniu 2025 r. w Stanach Zjednoczonych wyniosła 2,8% r/r oraz 0,3% m/m, a w ujęciu bazowym prawie tak samo, bo 2,8% r/r i 0,2% m/m. Wskaźnik inflacji jest stabilny, co tworzy przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.
- Z zapisu dyskusji po październikowym posiedzeniu Federalny Komitet Otwartego Rynku wynika, że nie było zgody wśród jego członków na temat dalszych obniżek **stopy funduszy federalnych**. Dlatego też na grudniowym posiedzeniu Komitetu decyzji o jej obniżce o kolejne 25 p.b., do poziomu 3,5–3,75%, nie podjęto jednoznacznie. Zdecydowano również o skupie bonów skarbowych w celu zapewnienia płynności w systemie bankowym. Bieżąca skala tego skupu wynosi 40 mln dolarów miesięcznie. Na konferencji prasowej prezes Komitetu, J. Powell, stwierdził, że zdaniem niektórych członków Komitetu powinien dokonać jeszcze jednej lub dwóch obniżek stopy funduszy federalnych, a potem przyjąć nastawienie *wait and see*. Pogląd ten odzwierciedlają bieżące prognozy członków Komitetu, w których nie zakłada się większej skali obniżek w 2026 r. Docelowo stopa funduszy federalnych ma natomiast wynieść 3,0% w długim okresie.
- Według ostatecznego oszacowania, wyrównany sezonowo **PKB w strefie euro** w III kwartale 2025 r. wzrósł o 1,4% r/r i o 0,3% k/k. Zgodnie z prognozami Komisji Europejskiej w całym 2025 r. PKB ma wzrosnąć o 1,3% (wobec 0,9% w wiosennej prognozie), w 2026 r. – o 1,2% (wobec 1,4%), a w 2027 r. – o 1,4%.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro we wrześniu 2025 r., po wyeliminowaniu sezonowości, spadła o 0,5% m/m i o 0,3% r/r. W obu ujęciach znacznie obniżyła się produkcja związana ze wznoszeniem budynków. **Produkcja przemysłowa** we wrześniu 2025 r. wzrosła o 0,2% m/m i o 1,2% r/r. Produkcja dóbr pośrednich wzrosła o 0,5% r/r, energii – o 2,1% r/r, dóbr kapitałowych – o 1,1% r/r, a produkcja trwałych dóbr konsumpcyjnych zmniejszyła się o 3,0% r/r, zaś nietrwałych – o 2,2% r/r. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w październiku 2025 r. spadły o 0,5% r/r, rosnąc o 0,1% m/m. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią w skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu nie zmieniły się, a w skali roku wzrosły o 0,9%. Odczyt był taki sam, jak miesiąc temu.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w październiku 2025 r. wzrosła o 1,5% r/r, nie zmieniając się w ujęciu miesięcznym. Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w październiku 2025 r. wyniosła 6,4%.
- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro w listopadzie 2025 r. wyniosła 2,2% r/r oraz -0,3% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,4% r/r oraz -0,5% m/m. W ujęciu miesięcznym silnie staniały usługi (o 0,8%).
- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, w listopadzie 2025 r. wzrósł o 0,2 pkt do 97,0 pkt, pozostał jednak poniżej długookresowej średniej, wynoszącej 100 pkt. Najsilniejsza poprawa nastrojów nastąpiła w usługach, handlu detalicznym i budownictwie. Charakterystyczne jest, że tylko w handlu odnotowano pogorszenie oczekiwań, a poprawa koniunktury w tym sektorze wynikała jedynie z lepszych ocen sytuacji bieżącej. Nastroje konsumenckie nie uległy zmianom. Pogorszyła się za to koniunktura w przemyśle wskutek gorszych przewidywań przyszłej produkcji i słabszych ocen bieżącego stanu zamówień.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro w listopadzie 2025 r. nieco spadł, z 50,0 pkt w październiku do 49,6 pkt, powracając tym samym do poziomu obserwowanego we wrześniu. Wzrost produkcji przemysłowej był już tylko nieznaczny. Odnotowano spadek liczby nowych zamówień ogółem, w tym także zamówień eksportowych. Przedsiębiorstwa z Niemiec i Francji ograniczyły zatrudnienie, a spadku tego nie zniwelował wzrost miejsc pracy w pozostałych krajach strefy euro. Zatrudnienie dostosowano do malejących zaległości produkcyjnych. Prognozy przedsiębiorców na kolejne dwanaście miesięcy były optymistyczne. Przedsiębiorcy oczekiwali poprawy koniunktury i wzrostu popytu. Na razie jednak europejski przemysł wciąż znajduje się w stagnacji. Rzuca na to niekorzystna koniunktura w krajach o największych gospodarkach – Niemczech i Francji.
- Z zapisu dyskusji po październikowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC wynika, że nie ma wśród jej członków zgody w sprawie oceny ryzyka inflacyjnego. Część z nich uznała, że bilans ryzyka jest pozytywny, a część obawiała się przyspieszenia tempa wzrostu cen. Uzgodniono za to, że obecna polityka pieniężna jest właściwa, a poziom **stóp procentowych w strefie euro** – odpowiedni. Dokładna ocena perspektyw inflacyjnych zostanie przeprowadzona wraz z aktualizacją prognoz makroekonomicznych EBC, co nastąpi na posiedzeniu Komitetu w grudniu.



przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec października zwiększyły się o 8 890,7 mln zł (0,63%) w porównaniu z ubiegłym miesiącem osiągając poziom 1 413 101,8 mln zł. W stosunku do września stan depozytów terminowych złożonych w bankach zwiększył się o 1 794,8 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 7 095,9 mln zł.

Na koniec października stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 3 987,9 mln zł i tym samym zmniejszył się o 2,23% w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 3,52% (spadek o 0,08 p.p. m/m).

W grudniu RPP kontynuowała cykl łagodzenia polityki pieniężnej, dokonując szóstej w tym roku obniżki stóp procentowych. Rada zdecydowała się na obniżenie stóp o 0,25 punktu procentowego. Głównym uzasadnieniem dla tej decyzji było dalsze, systematyczne obniżanie się inflacji, która zgodnie z szybkim szacunkiem GUS osiągnęła w listopadzie 2025 r. poziom 2,4% r/r, mieszcząc się tym samym w celu inflacyjnym NBP. Można oczekiwać, że decyzja poskutkuje dalszym obniżeniem oprocentowania lokat i rachunków oszczędnościowych w bankach. Łącznie w całym 2025 r. stopy procentowe zostały obniżone o 175 punktów bazowych.

W konsekwencji na początku grudnia średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,50% (bez zmian m/m), 3 miesiące – 1,27% (spadek o 0,11 p.p. m/m), 6 miesięcy – 1,46% (spadek o 0,08 p.p. m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,62% (spadek o 0,1 p.p. m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,50% (spadek o 0,25 p.p. m/m).

W przypadku depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami, oprocentowanie średnie na początku grudnia wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,37% (spadek o 0,08 p.p. m/m), a dla 3-miesięcznych 3,71% (spadek o 0,11 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,56% (spadek o 0,11 p.p. m/m) i 2,99% (spadek o 1,4 p.p. m/m). Natomiast oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 4,66% (bez zmian m/m).

rynek międzybankowy

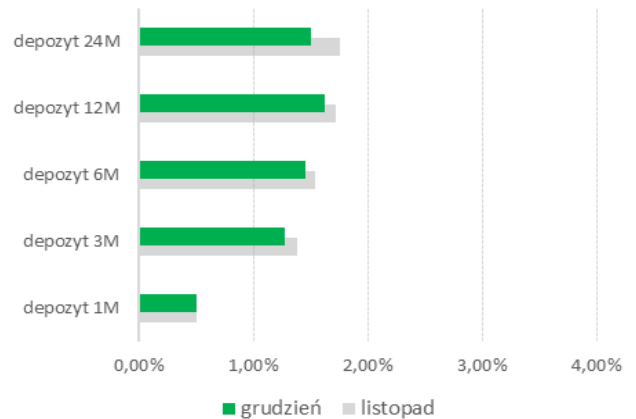
W listopadzie obserwowaliśmy dalszy spadek stóp procentowych. Na koniec miesiąca WIBID na trzy miesiące wynosił 4,02%, a WIBOR kształtował się na poziomie 4,22% (koniec października odpowiednio 4,26% i 4,46%). Roczny WIBID kształtował się na poziomie 3,85% (koniec października 4,02%), natomiast WIBOR 4,05% (koniec października 4,22%).

rynek długu

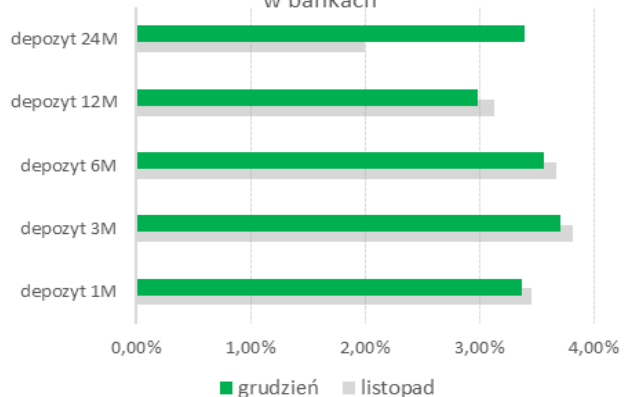
Listopad przyniósł kontynuację spadku rentowności polskich obligacji skarbowych. Wraz z korzystnymi danymi makro i obniżkami stóp przez NBP, krzywa dochodowości polskiego długu przesunęła się o ponad 15 pb w dół z największym spadkiem w tenorze dwuletnim (20 pb). Nachylenie krzywej pozostaje strome, a spread pomiędzy tenorami 10-2 wyniósł na koniec miesiąca 114 pb.

Wydarzeniem miesiąca na krajowym rynku długu była pierwsza historyczna emisja obligacji skarbowych zmiennych z kalkulacją odsetek z dołu na podstawie nowego wskaźnika POLSTR. Jak na „techniczny” charakter emisji, przecią-

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach

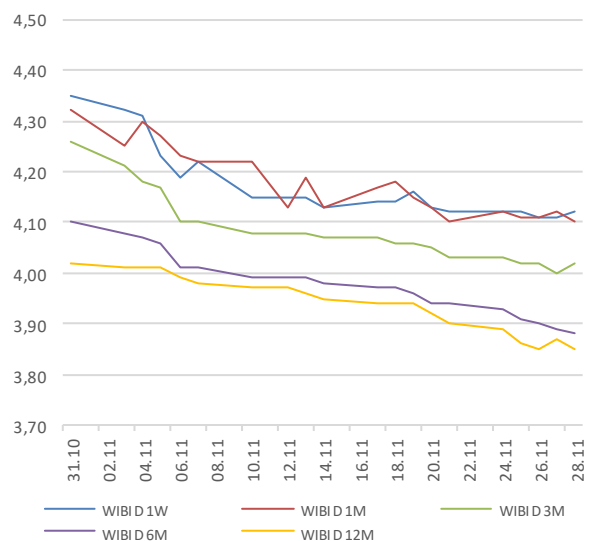


Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków

Kształtowanie się stawek WIBID

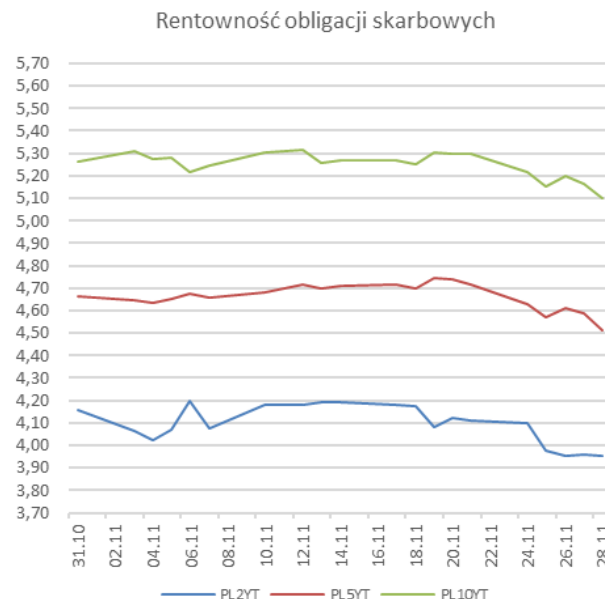


Źródło: LSEG Workspace

gnęła ona w debiucie dość wysoki popyt, wynoszący prawie 1,9 mld zł. Łącznie w listopadzie MF uplasował 2,68 mld zł tych obligacji. Podsumowując całą działalność ministerstwa, w listopadzie na rynku pierwotnym przeprowadzono jedną aukcję bonów skarbowych (2,6 mld sprzedaży 46 tygodniowych bonów z rentownością 4,02%) oraz dodatkowo jeden przetarg zamiany i dwa przetargi sprzedaży obligacji skarbowych. Łącznie na nich inwestorzy objęli ponad 35 mld zł wartości nominalnej obligacji zapadających w latach 2028–2037.

Aktywność na rynku pierwotnym kontynuował BGK, który na dwóch aukcjach uplasował łącznie 4,6 mld wartości nominalnej obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, jednocześnie informując o odwołaniu ostatniej tegorocznej aukcji zaplanowanej pierwotnie w grudniu.

Podsumowując miesiąc na krajowym rynku długu, na koniec listopada rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 3,96%, obligacji 5-letnich na 4,51%, a obligacji 10-letnich na 5,10% wobec odpowiednio 4,16, 4,66% i 5,26% miesiąc wcześniej.



rynek walutowy

Listopad na światowym rynku walutowym nie przyniósł większych emocji. Wartym odnotowania przypadkiem była jedynie Japonia, gdzie wraz ze wzrostem rentowności obligacji obserwowaliśmy przecenę jena, który w relacji do USD zbliżył się do szczytu ustanowionego na początku roku. Pozostałe główne światowe waluty odnotowały stabilizację, co sprzyjało utrzymaniu aktualnych trendów na złotym – nasza waluta znów była silna, odnotowując wzrost zarówno w relacji do USD jak i do EUR. Patrząc szerzej, od wielu miesięcy PLN jest bardzo stabilny w relacji do głównych walut i na razie nie widać oznak zmiany tej tendencji i rozpoczęcia innego trendu. Podsumowując listopad na krajowym rynku, złoty umocnił się w skali miesiąca o 0,35% w stosunku do EUR oraz o 0,90% do USD.

Na koniec listopada na rynku walutowym za euro płacono 4,2335 zł, a za dolara amerykańskiego 3,6491 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2483 zł i 3,6821 zł na koniec października.



rynek akcji

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł listopadzie o 0,34% m/m, w stosunku do listopada ub.r. odnotowano więc wzrost o 40,94%. Podczas ostatniej sesji wartość indeksu WIG osiągnęła 111 866,66 pkt, miesięczne minimum wyniosło 107 839,26 pkt, maksimum wyniosło 114 107,71pkt.

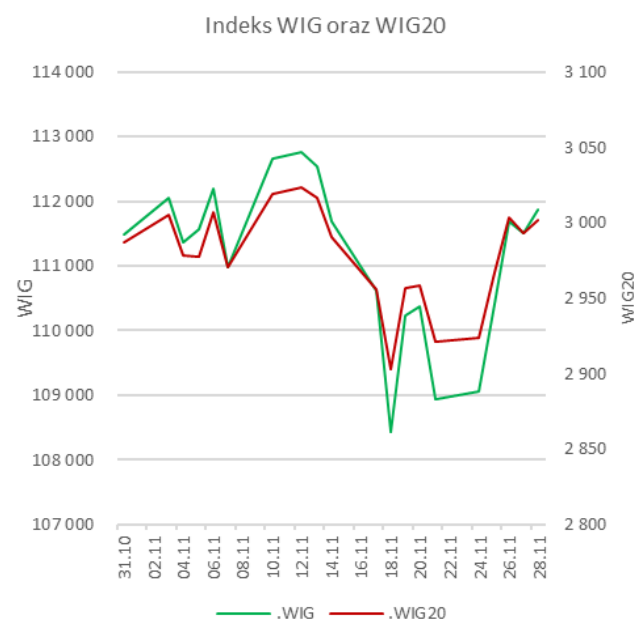
Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 32,54 mld zł wobec 43,00 mld zł w październiku br. i 27,20 mld zł w listopadzie ub.r.

Indeks WIG20 w listopadzie zanotował wzrost o 0,49% m/m. W relacji do listopada ub.r. WIG20 zwiększył się o 37,01%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 27,31 mld zł, co stanowi około 84,10% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w październiku br. 83,93%).

Jeśli chodzi o kierunek zmian na rynkach globalnych, GPW zachowywała się zgodnie z trendem.

Najlepiej w listopadzie 2025 roku radziły sobie spółki górnicze, osiągając wzrost o 8,23% (WIG-GÓRNICZWO), następnie branża medialna, notująca wzrost o 6,73% (WIG-MEDIA). Najgorzej radziły sobie spółki informatyczne, notujące spadek o 6,80% (WIG-informatyka) oraz branża energetyczna, notująca spadek o 6,69% (WIG-energia). WIG-BANKI wzrósł o 3,80%.

W listopadzie br. na GPW nie było debiutów.



wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25
PKB (% r/r)	3,5	3,2	3,3	3,8
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,6	2,6	4,5	3,5
Inwestycje (% r/r)	-5,1	6,4	-0,7	7,1

Wyszczególnienie	XI'24	XII'24	I'25	II'25	III'25	IV'25	V'25	VI'25	VII'25	VIII'25	IX'25	X'25	XI'25
Inflacja CPI (% m/m)	0,5	0,0	1,0	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
Inflacja CPI (% r/r)	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,4
Saldo budżetu Państwa (w mld zł, narastająco)	-141,8	-210,9	-3,2	-36,3	-76,3	-91,4	-108,3	-119,7	-156,7	-172,0	-201,4	-227,1	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 568,5	1 629,4	1 657,2	1 709,6	1 740,6	1 750,4	1 772,5	1 803,0	1 833,4	1 853,0	1 868,7	1 894,1	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	-281	-1 427	-35	115	-1 136	-424	-1 004	-194	-1 168	-3 042	-725	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% r/r)	98,7	100,2	99,1	98,1	102,4	101,2	103,9	99,6	103,0	100,7	107,6	103,2	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	8 478,26	8 821,25	8 482,47	8 613,14	9 055,92	9 045,11	8 670,51	8 881,81	8 905,63	8 769,08	8 750,34	8 865,12	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,7
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25
WIBOR 3M (%)	5,85	5,84	5,86	5,86	5,84	5,41	5,22	5,23	4,93	4,82	4,72	4,38	4,22
WIBOR 6M (%)	5,79	5,80	5,81	5,81	5,76	5,10	5,03	5,04	4,78	4,67	4,58	4,27	4,08
POLSTR 3M (%)	5,54	5,52	5,51	5,50	5,48	5,50	5,46	5,33	5,11	4,97	4,79	4,62	4,37
POLSTR 6M (%)	5,62	5,60	5,58	5,56	5,53	5,54	5,51	5,44	5,34	5,25	5,10	4,89	4,70
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,0770	4,1012	4,0576	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537	3,6164	3,7257	3,6559	3,6315	3,6751	3,6624
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,3043	4,2730	4,2130	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507	4,2419	4,2661	4,2684	4,2692	4,2543	4,2369

Źródło: GPW Benchmark, GUS, NBP, MF, MRPiPS

prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	4Q 25	1Q 26	2Q 26	3Q 26
PKB (% r/r)	3,9	4,0	3,8	3,6
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,6	3,7	3,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,5	10,0	11,5	9,5

Wyszczególnienie	XII'25	I'26	II'26	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26	IX'26	X'26	XI'26
Inflacja (% r/r)	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,7	5,9	6,0	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4	5,4	5,3	5,4
Stopa referencyjna NBP (%)	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,05	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 1W (%)	4,10	4,07	4,05	3,80	3,77	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
WIBOR 1M (%)	4,15	4,14	4,09	3,85	3,80	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
WIBOR 3M (%)	4,10	4,08	4,02	3,90	3,84	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
WIBOR 6M (%)	3,99	3,94	3,92	3,87	3,82	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73
WIBOR 12M (%)	3,90	3,85	3,93	3,91	3,85	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77
POLSTR 1M (%)	4,05	3,80	3,65	3,65	3,58	3,42	3,44	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
POLSTR 3M (%)	4,12	3,99	3,83	3,79	3,72	3,62	3,70	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
POLSTR 6M (%)	4,50	4,29	4,03	3,82	3,80	3,77	3,76	3,75	3,75	3,71	3,70	3,70
Obligacje SP 2Y (%)	3,90	3,88	3,80	3,73	3,71	3,69	3,68	3,66	3,66	3,65	3,64	3,64
Obligacje SP 5Y (%)	4,45	4,40	4,32	4,25	4,19	4,15	4,15	4,14	4,13	4,13	4,12	4,12
EURIBOR 1M (%)	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
EURIBOR 3M (%)	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05
EURIBOR 6M (%)	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10
SOFR (%)	3,70	3,70	3,70	3,68	3,45	3,45	3,43	3,20	3,19	3,19	3,18	3,17
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,6299	3,6302	3,6445	3,6567	3,6581	3,6662	3,6726	3,6747	3,6797	3,7081	3,7157	3,7268
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2222	4,2283	4,2332	4,2375	4,2390	4,2423	4,2472	4,2497	4,2529	4,2584	4,2554	4,2521

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

Tel : (061) 6312108

E-mail: michal.jurek@sso.sgb.pl



Ewa Masztalerz

E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.