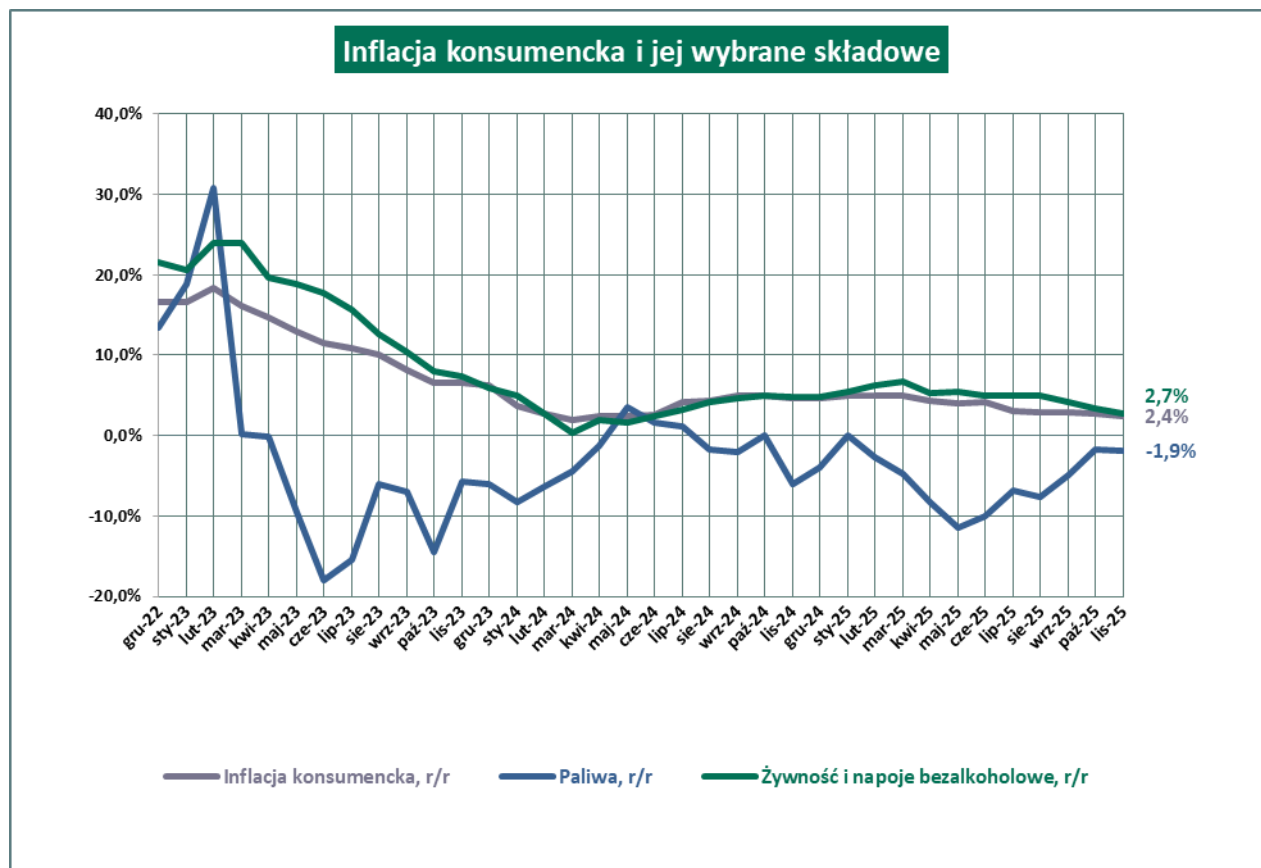


Dane makroekonomiczne

■ Inflacja konsumencka – wstępne dane GUS



Według wstępnych danych opublikowanych przez GUS w dn. 28.11 br., inflacja w listopadzie br. wyniosła 2,4 % r/r, wobec 2,8 % r/r w październiku br. Wyhamowanie tempa wzrostu cen w listopadzie br. wynikało z obniżenia rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 0,7 pp. w porównaniu z październikiem br.), mającej największy udział w systemie wag inflacji, która zrekompensowała równoczesny wzrost rocznej dynamiki cen nośników energii (o 0,1 pp. w porównaniu z październikiem br.). Powodem obniżenia dynamiki inflacji były zatem zmiany uwarunkowań zewnętrznych (spadek cen produktów rolnych), które nie są związane z poziomem stóp procentowych NBP (polityka monetarna w Polsce nie ma wpływu na ceny żywności). Listopadowe dane, wskazujące na zakotwiczenie inflacji w celu RPP (2,5 % w ujęciu rocznym, plus/minus 1 pp.) korespondują jednak z rozpoczętym w maju br. stopniowym obniżaniem stóp procentowych NBP (z 5,75 % do 4,25 %). Takie uwarunkowania - przy równoczesnej stabilizacji kosztu pieniądza [w strefie euro](#) - ograniczają potencjał do umocnienia złotego wobec wspólnej waluty.

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	10 2025	10 2025	01-10 2025
	09 2025	10 2024	01-10 2024
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	5,4 %	3,2 %	2,8 %
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	4,6 %	3,2 %	3,2 %
Górnictwo i wydobywanie	12,2 %	3,9 %	-3,6 %
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	23,2 %	1,4 %	-2,4 %
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	5,9 %	4,1 %	0,6 %
w tym:			
Budowa budynków	4,8 %	2,4 %	-3,9 %
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	9,6 %	3,2 %	-1,5 %
Roboty budowlane specjalistyczne	1,1 %	7,8 %	9,4 %
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	6,7 %	5,4 %	4,3 %
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	13,5 %	15,6 %	10,4 %
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	2,1 %	4,7 %	4,3 %
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	8,6 %	0,6 %	-0,7 %

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2024-2026 (dane źródłowe: MFW, link)

Wskaźnik	2024	2025 (prognoza)	2026 (prognoza)
Polska			
PKB, zmiana r./r.	2,9 %	3,2 %	3,1 %
Inflacja, r./r.	3,7 %	3,8 %	2,8 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-6,6 %	-7,0 %	-6,7 %
Dług publiczny (jako % PKB)	55,3 %	60,0 %	65,8 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	0,0 %	-0,7 %	-0,8 %
Strefa euro			
PKB, zmiana r./r.	0,9 %	1,2 %	1,1 %
Inflacja, r./r.	2,4 %	2,1 %	1,9 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-3,1 %	-3,2 %	-3,4 %
Dług publiczny (jako % PKB)	87,2 %	87,8 %	88,9 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	2,6 %	2,3 %	2,2 %
USA			
PKB, zmiana r./r.	2,8 %	2,0 %	2,1 %
Inflacja, r./r.	3,0 %	2,7 %	2,4 %
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-8,0 %	-7,4 %	-7,9 %
Dług publiczny (jako % PKB)	122,3 %	125,1 %	128,7 %
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-4,0 %	-4,0 %	-3,6 %

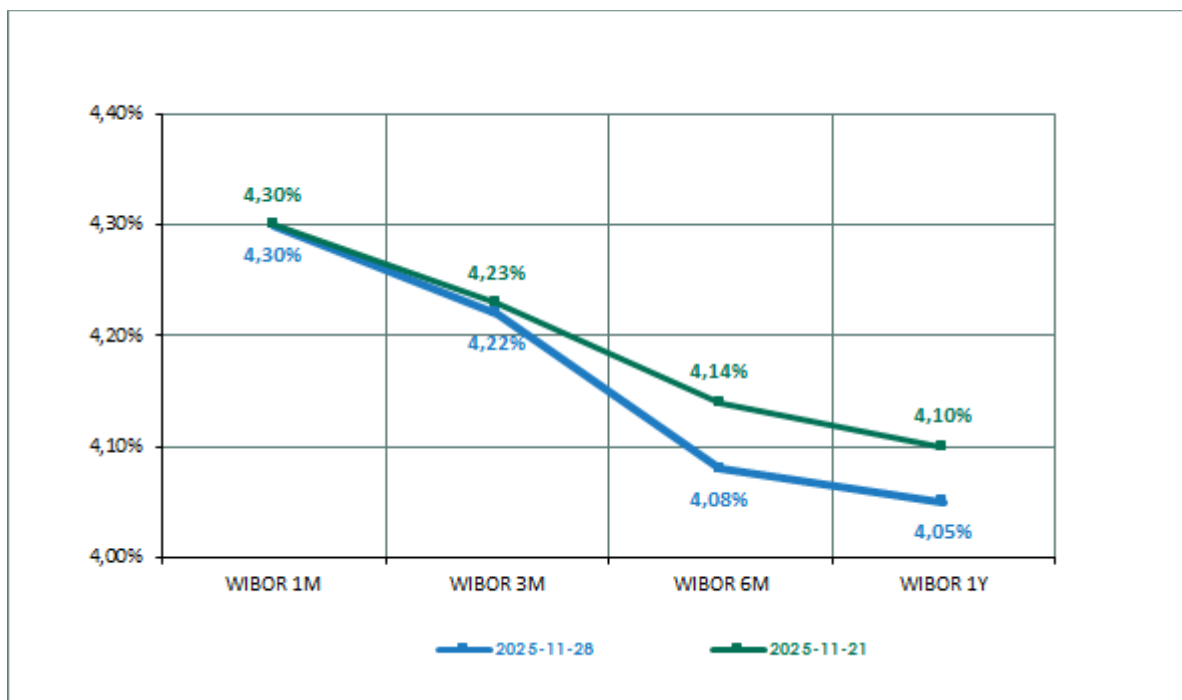
Wydarzenia

GUS opublikował dane o sprzedaży detalicznej w październiku br., która w cenach stałych była wyższa niż przed rokiem o 5,4 %, wobec wzrostu o 6,4 % we wrześniu br. Pomimo niższego tempa wzrostu (w porównaniu z wrześniem), roczna dynamika sprzedaży pozostaje solidna (na poziomie przewyższającym średnie tempo wzrostu w okresie styczeń-październik 2025 r., tj. 4,3 % r/r). Konsumpcja gospodarstw domowych była w ostatnich latach filarem wzrostu gospodarczego w Polsce (według GUS, w 2024 r. odpowiadała za 57 % PKB), dlatego 5,4 % tempo wzrostu sprzedaży w październiku br. jest dobrym prognozą na IV kwartał 2025 r.

Według danych GUS, produkcja sprzedana przemysłu w październiku 2025 r. wzrosła o 3,2 % r/r, wobec wzrostu o 7,6 % r/r we wrześniu br. Aktywność w sektorze przemysłowym w okresie styczeń-październik 2025 r. pozostała umiarkowana (produkcja sprzedana przemysłu w okresie dziesięciu miesięcy wzrosła o 2,8 % r/r), co koresponduje z niskim tempem wzrostu w strefie euro (średnio o 1,4 % r/r w okresie styczeń-wrzesień 2025 r. – według danych prezentowanych przez [Eurostat](#)).

Rynki finansowe

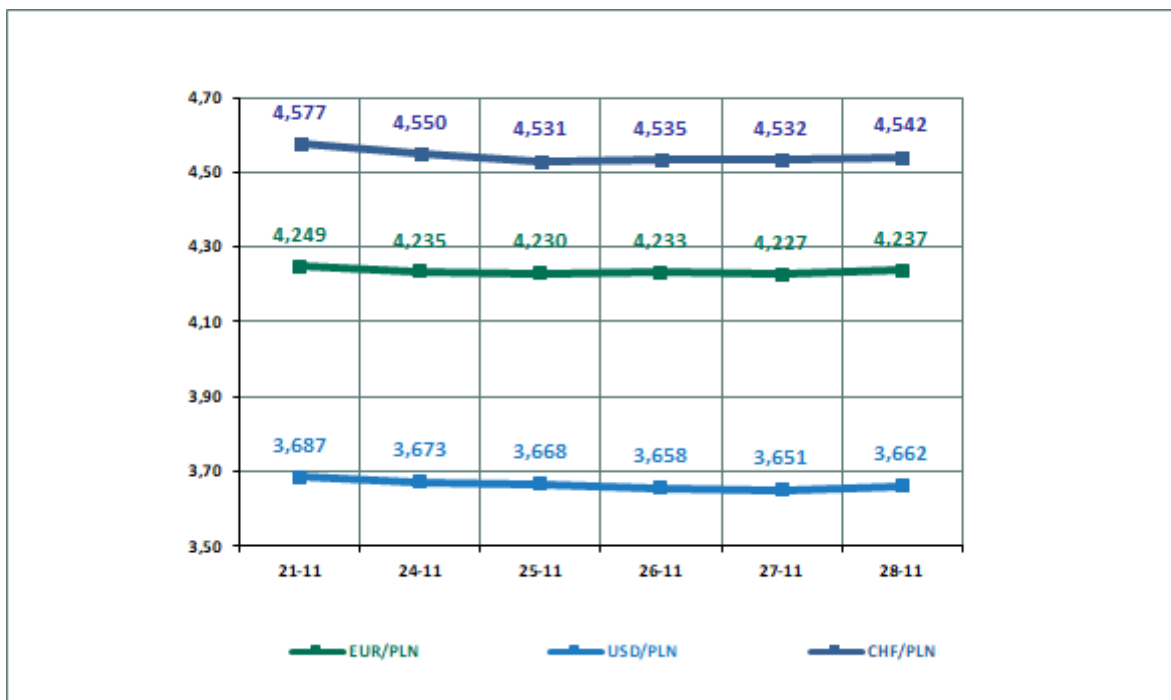
Rynek stóp procentowych



Najbliższe posiedzenie decyzyjne RPP zaplanowano w dn. 2-3 grudnia 2025 r. [Przyspieszenie](#) tempa wzrostu gospodarczego (świadczące o dobrej koniunkturze), kształtowanie się [wskaźnika inflacji](#) po wyłączeniu cen żywności i energii w górnym paśmie odchyłań od celu władz monetarnych (3,0 % r/r w październiku br.) oraz [oczekiwane](#) w prognozie długoterminowej NBP utrzymywanie się tego parametru powyżej poziomu 2,5 % również w latach 2026-2027 jest argumentem za stabilizacją stóp procentowych NBP na najbliższym posiedzeniu decyzyjnym RPP.

Rynkowe stopy procentowe (24-28.11.2025 r.)

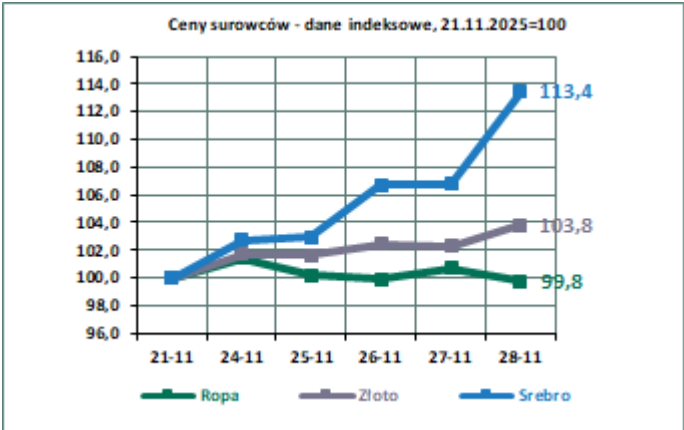
STAWKA	2025-11-28	2025-11-27	2025-11-21
WIBOR 1M	4,30%	4,32%	4,30%
WIBOR 3M	4,22%	4,20%	4,23%
WIBOR 6M	4,08%	4,09%	4,14%
WIBOR 1Y	4,05%	4,07%	4,10%
POLONIA	4,16%	4,16%	4,34%
WIRON	2,71%	3,60%	3,90%
€STR (EUR)	1,93%	1,93%	1,93%
SOFR (USD)	4,12%	4,05%	4,00%
SONIA (GBP)	-	3,97%	3,97%
SARON (CHF)	-	-0,04%	-0,04%



Dane z realnej gospodarki wskazują na [poprawę](#) dynamiki PKB oraz utrzymywanie się [inflacji bazowej](#) na podwyższonym poziomie, co może być argumentem dla niektórych przedstawicieli RPP za utrzymaniem stóp procentowych w grudniu bez zmian (posiedzenie w dn. 2-3.12.2025 r.). Ewentualna stabilizacja stóp NBP ograniczałaby potencjał do osłabienia złotego, wynikające z ryzyka obniżenia oceny wiarygodności kredytowej Polski w 2026 r. przez [agencję Fitch](#) oraz [Moody's](#). W dłuższej perspektywie kluczowy dla kierunku zmian na złotym pozostaje rozwój wydarzeń na głównych rynkach, w szczególności sygnały o [kolejnych etapach rozmów](#) dyplomatycznych wokół Ukrainy (zakończenie walk byłoby korzystne dla naszej waluty) oraz zmieniające się oczekiwania przed [grudniowym](#) (9-10.12 br.) posiedzeniem decyzyjnym komitetu Fed (obniżka stóp w USA byłaby korzystna dla złotego). Równowaga pomiędzy negatywnym wpływem czynników krajowych (niepewność przyszłych ocen ratingowych) i pozytywnym z otoczenia zewnętrznego (spadek stóp w USA) znajdują odzwierciedlenie w umiarkowanych zmianach kursu złotego.

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-11-21	2025-11-28	ZMIANA
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	3,6868	3,6624	-0,7%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2489	4,2369	-0,3%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,5768	4,5416	-0,8%



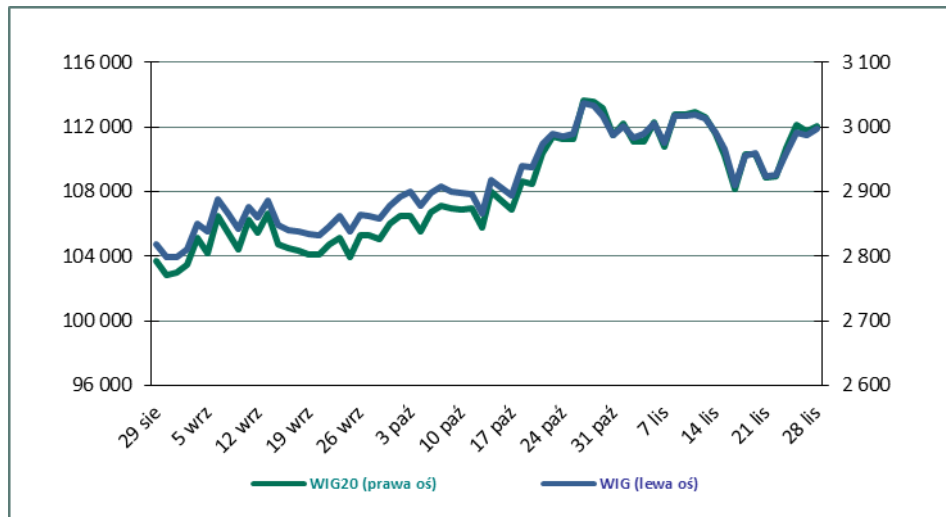
Według [opublikowanych](#) w listopadzie br. prognoz amerykańskiej agencji ds. energii (ang. EIA), średnia cena ropy Brent w 2025 r. wyniesie 69 dolarów za baryłkę (spadek o 12 USD wobec średniej w 2024 r.), zaś w 2026 r. 55 dolarów za baryłkę. Prognozowany przez ekspertów EIA spadek (o 14,8 % w 2025 r. i o 20,3 % w 2026 r.) cen ropy ogranicza ryzyko kształtowania się dynamiki wskaźników inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście, prognozowana ścieżka zmian cen surowców na najbliższe kwartały jest argumentem potwierdzającym zasadność dokonanego od maja br. przez Radę Polityki Pieniężnej dostosowania stóp procentowych NBP, w ramach którego łącznie obniżono stopy o 1,50 pp. (z 5,75% do 4,25%). Prognozy EIA korespondują również z naszą długoterminową oceną, zgodnie z którą potencjał do wzrostu cen ropy jest ograniczony ze względu na kluczową rolę, jaką w geopolityce odgrywają Stany Zjednoczone. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach amerykański rząd będzie chciał minimalizować ryzyko trwałego wzrostu cen ropy, gdyż taki scenariusz mógłby doprowadzić do negatywnego scenariusza gospodarczego w USA tj. wystąpienia recesji i związanego z tym spadkiem szans na utrzymanie władzy przez rządzącą partię republikańską przed przyszłorocznymi wyborami środka kadencji (tzw. midterm elections).

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

Data	Cena ropy (USD/bbl)	Cena złota (USD/oz.)	Cena srebra (USD/oz.)
21-11	62,42	4 065,45	50,01
24-11	63,31	4 134,43	51,36
25-11	62,52	4 130,88	51,48
26-11	62,37	4 163,89	53,35
27-11	62,87	4 157,44	53,39
28-11	62,29	4 219,23	56,72

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

Data	Pszenica konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
6-10	780,40	22,85	5,88	0,85	68,20
13-10	773,49	22,33	5,56	0,93	67,74
20-10	774,13	21,85	5,55	0,85	68,26
27-10	773,10	21,35	5,53	0,91	68,78
3-11	769,52	20,61	5,55	0,86	71,87
10-11	766,88	20,95	5,52	0,84	74,85
17-11	764,72	20,05	5,44	0,88	74,20



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 37,0 %, zaś WIG o 40,6 %), co odzwierciedla skalę rynkowego optymizmu w 2025 r. Jednym z czynników wspierającym wzrosty na [globalnych rynkach akcji](#) pozostają oczekiwania związane z [perspektywą obniżek](#) stóp procentowych przez władze monetarne w USA (najbliższe posiedzenie decyzyjne w dn. 9-10.12 br.).

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (1 – 5.12.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
3 grudnia	Polska	Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP	XII	4,25%

DEPARTAMENT RACHUNKOWOŚCI I SPRAWOZDAWCZOŚCI

Daniel Piekarek – Analityk Makroekonomiczny, tel.: 22 539-54-97



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.