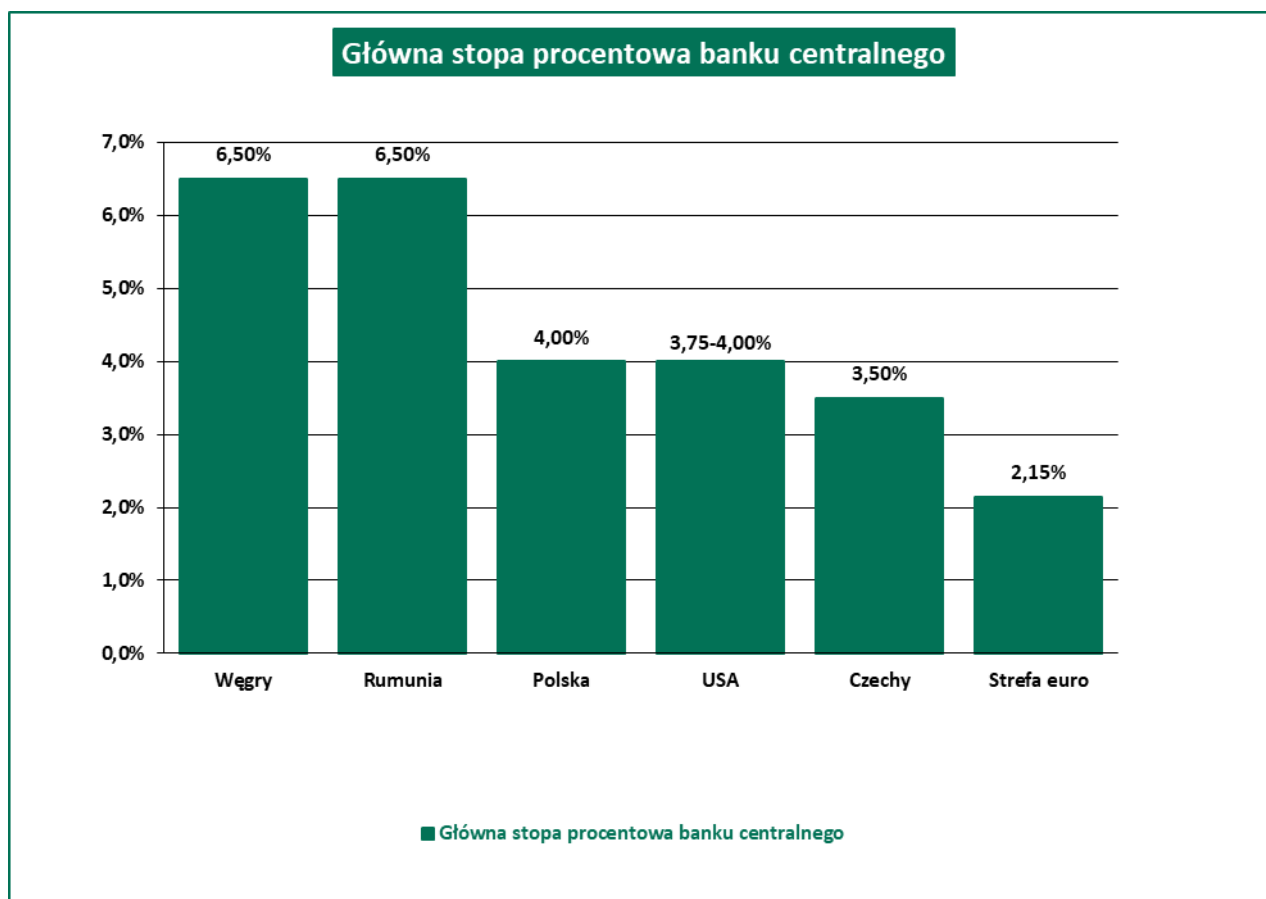


Dane makroekonomiczne

Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP



Rada Polityki Pieniężnej obniżyła na posiedzeniu w dn. 2-3.12 br. stopy procentowe o 0,25 pp. (do 4,00 %). Kluczowym argumentem za decyzją o redukcji stóp był wyraźny spadek wskaźnika inflacji konsumenckiej do 2,4% r/r w listopadzie. Choć obniżenie inflacji wynikało głównie ze słabszej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, czyli czynników, na które polityka pieniężna nie ma istotnego wpływu, sam fakt osiągnięcia wartości poniżej celu 2,5% uzasadniło w ocenie RPP dostosowanie poziomu stóp NBP. Dodatkowym elementem otoczenia były opublikowane 1 grudnia dane GUS o PKB, które pokazały przyspieszenie wzrostu gospodarki w III kwartale; Rada mogła jednak uznać, że jego struktura — oparta na wyższej dynamice inwestycji i dodatnim wkładzie eksportu netto, przy jednoczesnym wyhamowaniu spożycia gospodarstw domowych — nie zagraża perspektywom inflacji w kolejnych kwartałach. Taka ocena obciążona jest jednak niepewnością, której źródłem pozostaje m.in. zmienna polityka handlowa największych gospodarek oraz napięcia geopolityczne wpływające na globalne ceny surowców. W tej sytuacji oczekujemy, że stopy NBP pozostaną bez zmian na styczniowym (13-14.01.2026 r.) posiedzeniu RPP.

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

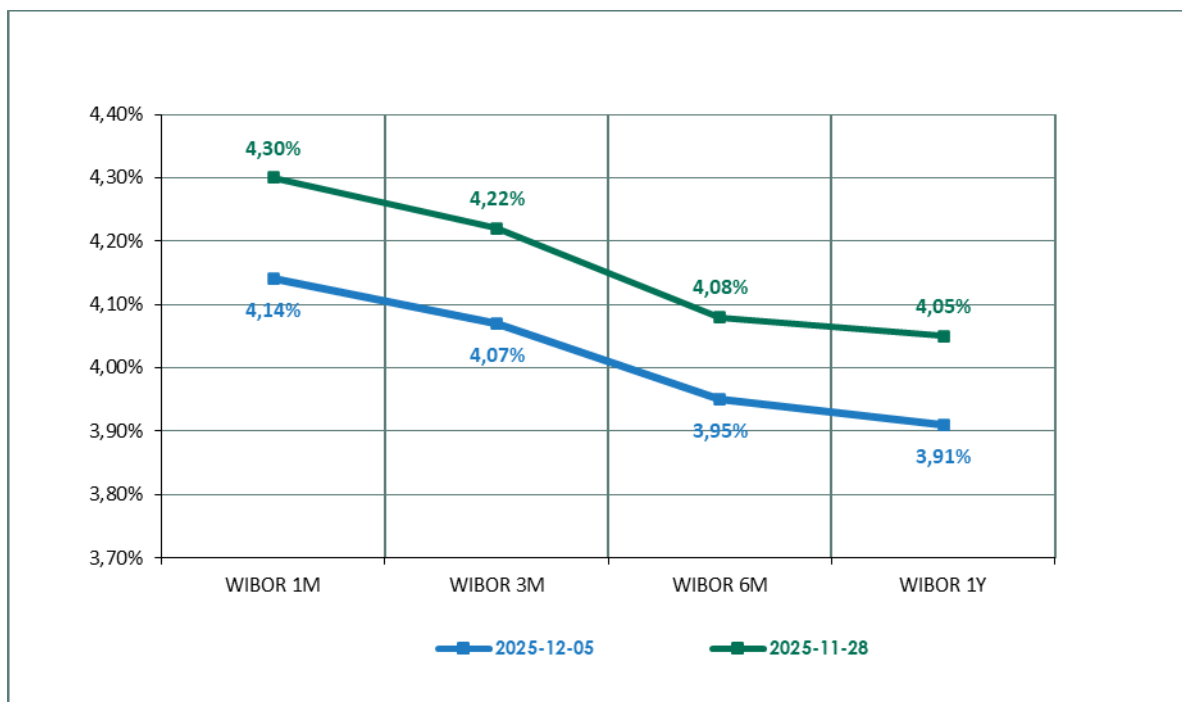
Według danych GUS, PKB w III kwartale 2025 r. wzrósł o 3,8 % r/r, wobec wzrostu o 3,3 % r/r w II kw. 2025 r. Do przyspieszenia dynamiki PKB w III kw. 2025 r. przyczyniła się m.in. poprawa dynamiki nakładów inwestycyjnych w ramach wykorzystania środków europejskich (wzrost o 7,1 % r/r, wobec minus 0,7 % r/r w II kw. 2025 r.) oraz dodatnie saldo obrotów z zagranicą (wpływ eksportu netto na wzrost PKB wyniósł 0,2 pp., wobec minus 0,7 pp. w III kw. 2025 r.). Przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego (świadczące o dobrej koniunkturze) w połączeniu z utrzymywaniem się wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w górnym paśmie odchyień od celu władz monetarnych (3,0 % r/r w październiku br.) jest argumentem za stabilizacją stóp procentowych NBP w perspektywie kolejnych miesięcy.

Według danych opublikowanych w dn. 1.12 br. przez S&P Global, indeks PMI dla sektora przemysłowego w listopadzie br. wyniósł 49,1 pkt, wobec 48,8 pkt w październiku br. Wartość indeksu ukształtowała się zatem siódmy miesiąc z kolei poniżej granicznego poziomu 50 pkt, który oddziela rozwój od dekonjunktury. Wynik na poziomie 49,1 pkt oznacza, że zdaniem ankietowanych koniunktura w przemyśle w listopadzie była słabsza niż w październiku br., w szczególności na skutek spadku zamówień - w ujęciu m/m. Słabym ocenom koniunktury w listopadzie towarzyszyła jednak poprawa prognoz ankietowanych odnośnie perspektyw na nadchodzące 12 miesięcy - wzrost optymizmu opierał się na „ekspansji rynkowej, nowych produktach, wzroście popytu, optymalizacji i poprawie wydajności produkcji”.

W serwisie BIK ([link](#)) opublikowano dane dotyczące sprzedaży kredytów dla klientów indywidualnych w Polsce. Z raportu wynika, że w październiku br. banki i SKOK-i udzieliły łącznie 393,1 tys. kredytów gotówkowych (więcej o 8,6 % r/r) na kwotę 10,54 mld zł (wzrost o 15,9 % r/r) oraz 1,0 mln kredytów ratałnych (wzrost o 17,4 % r/r) na kwotę 2,16 mld zł (wzrost o 4,6 % r/r). W tym samym okresie udzielono 24,1 tys. kredytów mieszkaniowych (wzrost o 36,5 % r/r) na kwotę 10,86 mld zł (wzrost o 45,0 % r/r). Dane za październik wskazują na kontynuację ożywienia na rynku kredytowym, które wspierane jest przez szybkie tempo wzrostu realnych wynagrodzeń (o 4,2 % r/r w okresie styczeń-październik 2025 r.). Wysoki wolumen sprzedaży w październiku br. potwierdza odbudowę rynkowego popytu po słabszych wynikach z 2024 r., które były konsekwencją zakończenia rządowego programu mieszkaniowego „Bezpieczny Kredyt 2 %”. Brak nowego programu rządowego powoduje, że kluczowa dla perspektyw sprzedaży kredytów mieszkaniowych będzie sytuacja na rynku pracy, w tym dalsze tempo wzrostu wynagrodzeń, które w warunkach malejącej inflacji również może osłabnąć (w porównaniu z wysoką dynamiką w 2025 r.).

Rynki finansowe

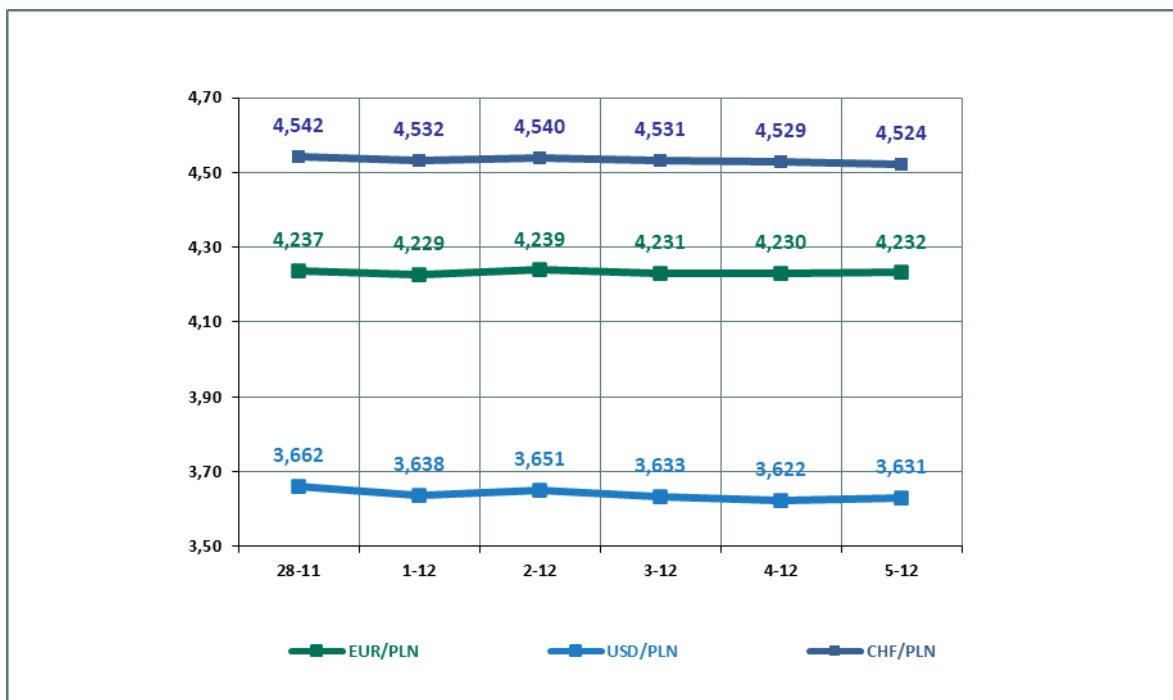
Rynek stóp procentowych



Oczekujemy, że po [grudniowym](#) dostosowaniu poziomu stóp NBP (szczegóły na str. 1) nastąpi kilkumiesięczna pauza, podczas której stopy procentowe pozostaną stabilne przynajmniej do czasu aktualizacji [cyklicznego raportu](#) o inflacji (tj. do marca 2026 r.). W takich uwarunkowaniach rynkowe stawki WIBOR 1M i 3M powinny kształtować się blisko poziomu referencyjnej stopy NBP (4,00%).

Rynkowe stopy procentowe (1-5.12.2025 r.)

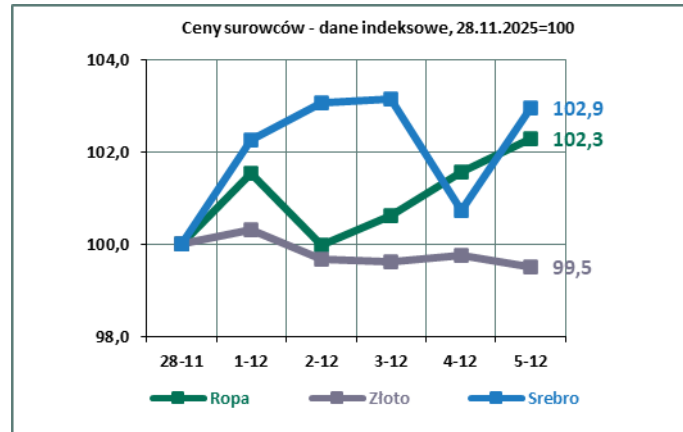
STAWKA	2025-12-05	2025-12-04	2025-11-28
WIBOR 1M	4,14%	4,18%	4,30%
WIBOR 3M	4,07%	4,12%	4,22%
WIBOR 6M	3,95%	3,97%	4,08%
WIBOR 1Y	3,91%	3,92%	4,05%
POLONIA	3,98%	3,76%	4,16%
WIRON	3,42%	3,40%	2,71%
€STR (EUR)	1,93%	1,93%	1,93%
SOFR (USD)	3,93%	3,92%	4,12%
SONIA (GBP)	-	3,97%	3,97%
SARON (CHF)	-	-0,04%	-0,05%



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 amerykańskich władz monetarnych w sprawie stóp procentowych (obniżka stóp w USA byłaby korzystna dla złotego). Na rynku krajowym nie ma w najbliższych dniach istotnych publikacji makroekonomicznych, zatem do czasu publikacji decyzji komitetu Fed w sprawie stóp procentowych w USA (środa, 20:00) zmienność na rynku może pozostać ograniczona.

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-11-28	2025-12-05	ZMIANA
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	3,6624	3,6313	-0,8%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2369	4,2321	-0,1%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,5416	4,5236	-0,4%



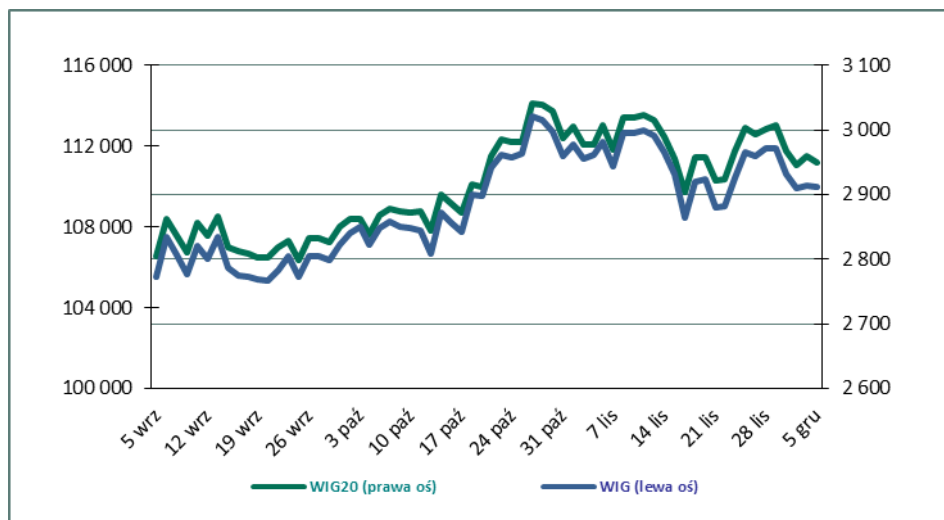
Pomimo wzrostu cen ropy Brent w minionym tygodniu (o 2,3 % - rysunek obok), podtrzymujemy naszą ocenę, że długoterminowy potencjał do wzrostu cen surowca jest ograniczony ze względu na kluczową rolę, jaką w geopolityce odgrywają Stany Zjednoczone. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach amerykański rząd 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.)
28-11	62,29	4 219,23	56,72
1-12	63,25	4 232,17	58,01
2-12	62,28	4 205,90	58,46
3-12	62,67	4 203,49	58,51
4-12	63,27	4 208,66	57,14
5-12	63,71	4 197,87	58,39

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

Data	Pszenna konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
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
24-11	769,02	19,82	5,16	0,86	74,57



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 34,6 %, zaś WIG o 38,2 %), 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 (8 – 12.12.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
10 grudnia	USA	Decyzja w sprawie stóp procentowych	XII	3,75-4,00%

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.