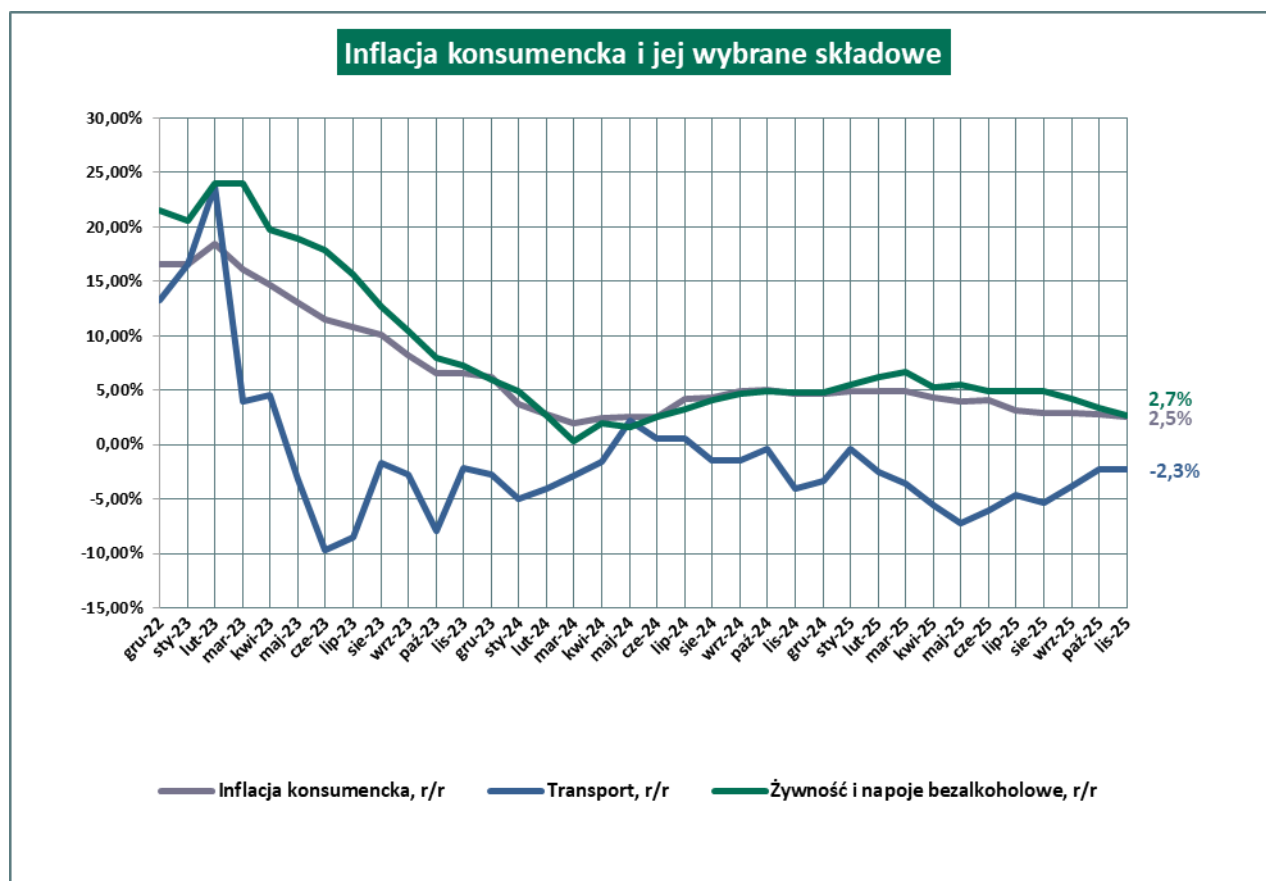


Dane makroekonomiczne

Inflacja konsumencka – finalne dane GUS



Według finalnych danych opublikowanych przez GUS w minionym tygodniu, inflacja w listopadzie br. wyniosła 2,5 % 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). Finalne dane za listopad, 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 4,00 %). Takie uwarunkowania (przy równoczesnej stabilizacji kosztu pieniądza [w strefie euro](#)) ogranicza potencjał do umocnienia złotego wobec wspólnej waluty.

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	11 2025	11 2025	01-11 2025
	10 2025	11 2024	01-11 2024
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	-9,3 %	-1,1 %	2,5 %
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	-10,5 %	-1,4 %	2,8 %
Górnictwo i wydobywanie	-5,9 %	4,8 %	-2,5 %
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	10,1 %	-2,1 %	-1,7 %
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	-0,7 %	0,1 %	0,4 %
w tym:			
Budowa budynków	2,6 %	8,0 %	-3,0 %
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	-5,4 %	-12,8 %	-2,6 %
Roboty budowlane specjalistyczne	3,8 %	18,9 %	9,4 %
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	-3,3 %	3,1 %	4,4 %
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-0,7 %	12,9 %	10,7 %
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	-5,9 %	5,9 %	4,6 %
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	-7,8 %	-2,9 %	-0,8 %

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

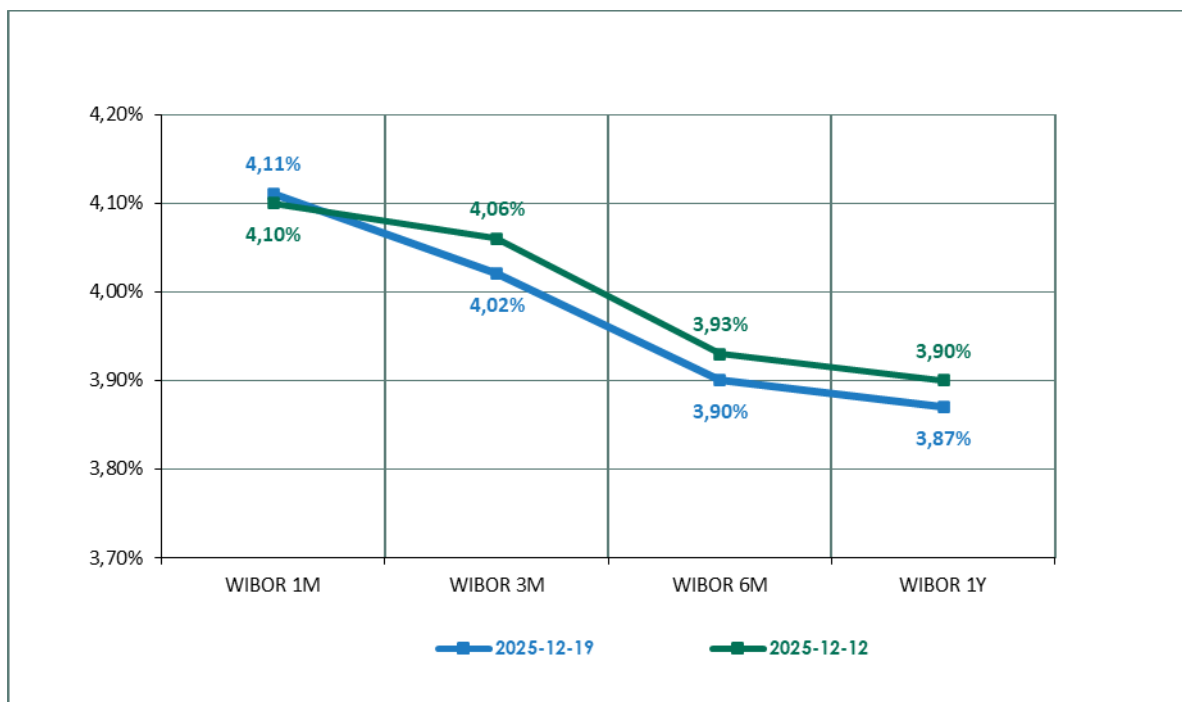
W serwisie UKNF opublikowano dane z sektora bankowego według stanu [na koniec października 2025 r.](#) Wynika z nich, iż styczeń-październik był okresem kontynuacji rozwoju akcji kredytowej oraz utrzymania wysokiej aktywności w segmencie depozytów. Wolumen należności sektora niefinansowego i budżetowego ukształtował się na poziomie wyższym o 6,0 % r/r (wobec 3,7 % r/r w okresie styczeń-październik 2024 r. i wzrostu o 4,6 % r/r w 2024 r., z kolei tempo wzrostu depozytów wyniosło 9,0 % r/r (wobec 8,9 % r/r przed rokiem i 10,3 % w 2024 r.). Równocześnie, odnotowano wzrost (r/r) wyniku finansowego sektora bankowego, który na koniec października 2025 r. osiągnął poziom 40,5 mld zł, wobec 35,3 mld zł przed rokiem. Pozytywny wpływ na wynik sektora miała przede wszystkim poprawa wyniku z tytułu odsetek (o 3,7 mld zł r/r). Łączny współczynnik kapitałowy w sektorze bankowym wyniósł na koniec września 2025 r. (informacja publikowana kwartalnie) 21,39 %, co oznacza, iż w stosunku do stanu na koniec września 2024 r. zmniejszył się o 0,12 pp., zaś współczynnik kapitału Tier I wyniósł w tym samym okresie 19,96 % (o 0,28 pp. niż niż na koniec września 2024 r.). W relacji do końca września 2024 r. fundusze własne zwiększyły się o 9,6 %, podczas gdy kwota aktywów ważonych ryzykiem wzrosła w tym okresie o 10,2 %, zaś kapitał podstawowy Tier I zwiększył się o 7,8 % r/r.

GUS opublikował liczne dane z gospodarki, które wskazały m.in. na osłabienie koniunktury w sektorze przemysłowym. Produkcja sprzedana przemysłu w listopadzie 2025 r. spadła o 1,1 % r/r, wobec wzrostu o 3,3 % r/r w październiku br. Aktywność w sektorze przemysłowym w okresie styczeń-listopad 2025 r. pozostała umiarkowana (produkcja sprzedana przemysłu w okresie jedenastu miesięcy wzrosła o 2,5 % r/r), co koresponduje z niskim tempem wzrostu w strefie euro (średnio o 1,4 % r/r w okresie styczeń-październik 2025 r. – według danych prezentowanych przez [Eurostat](#)). Ze względu na to, że przemysł odpowiada za jedną czwartą wartości dodanej w polskiej gospodarce, umiarkowana aktywność w tym sektorze jest czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB (3,4 % r/r w okresie I-III kw. br. – według danych [GUS](#)).

W minionym tygodniu opublikowano również listopadowe [dane](#) o przeciętnym zatrudnieniu i wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw, w których liczba pracujących przekracza 9 osób. Wyższa roczna dynamika wynagrodzeń (w porównaniu z danymi za październik br. o 0,5 pp.) może wzmocnić argumentację za przerwą w zapoczątkowanej w maju br. serii obniżek stóp procentowych NBP (najbliższe posiedzenie decyzyjne Rady Polityki Pieniężnej zaplanowano w dn. 13-14.01.2026 r.).

Rynki finansowe

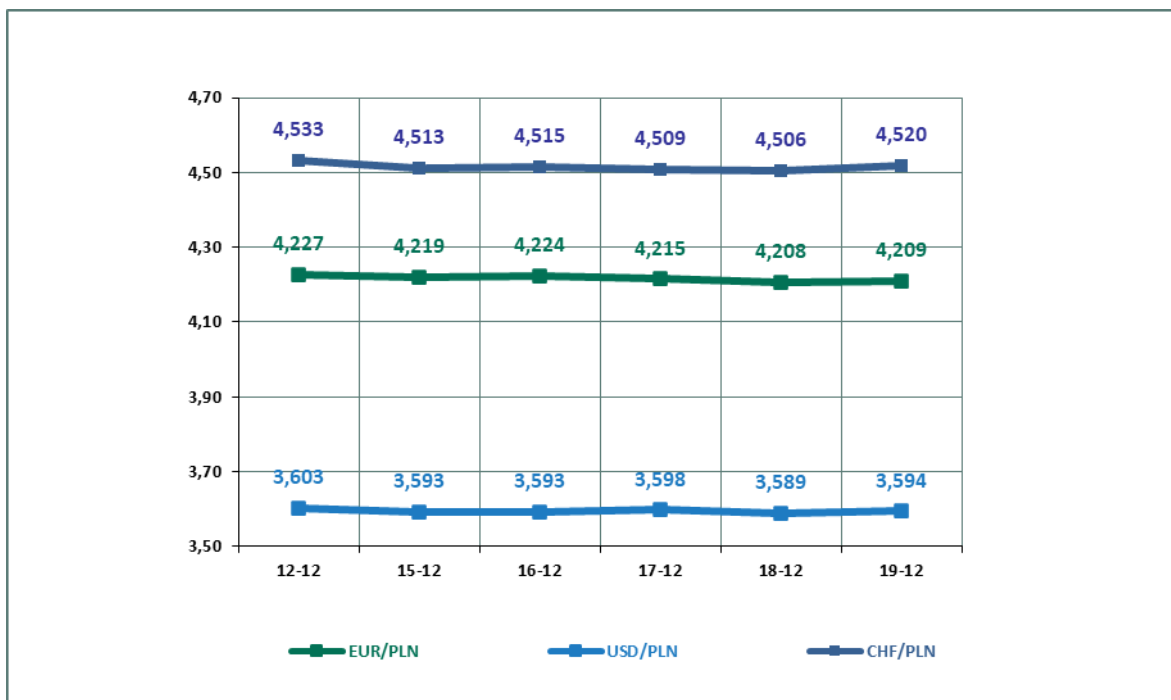
Rynek stóp procentowych



Oczekujemy, że po [grudniowym](#) dostosowaniu poziomu stóp NBP (obniżka o 0,25 pp., do 4,00%) 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 – tj. 4,00%.

Rynkowe stopy procentowe (15-19.12.2025 r.)

STAWKA	2025-12-19	2025-12-18	2025-12-12
WIBOR 1M	4,11%	4,12%	4,10%
WIBOR 3M	4,02%	4,04%	4,06%
WIBOR 6M	3,90%	3,92%	3,93%
WIBOR 1Y	3,87%	3,89%	3,90%
POLONIA	3,67%	3,74%	3,86%
WIRON	3,29%	3,19%	3,55%
€STR (EUR)	1,93%	1,93%	1,93%
SOFR (USD)	3,66%	3,66%	3,67%
SONIA (GBP)	-	3,73%	3,97%
SARON (CHF)	-	-0,04%	-0,04%

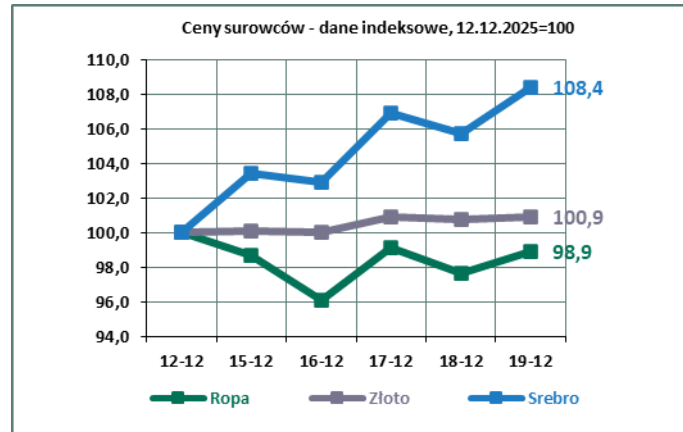


Kluczowy dla kierunku zmian na złotym pozostaje rozwój wydarzeń na głównych rynkach. Ubiegłotygodniowe [dane z rynku pracy](#) w USA wskazały na słabość koniunktury w największej gospodarce świata, co potencjalnie zwiększa przestrzeń do obniżek stóp procentowych przez komitet decyzyjny Rezerwy Federalnej. Takie uwarunkowana z reguły wzmacniają waluty z krajów rozwijających się, do których zaliczana jest Polska.

W dłuższej perspektywie, ważny dla notowań złotego pozostaje dalszy przebieg rozmów [dyplomatycznych](#) w sprawie ewentualnego zakończenia walk na Ukrainie, co byłoby – w przypadku osiągnięcia przynajmniej rozejmu – korzystne dla naszej waluty.

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2022 (średnia)	2023 (średnia)	2024 r. (średnia)	2025-12-12	2025-12-19	ZMIANA
USD/PLN	3,42	4,20	3,98	3,6027	3,5941	-0,2%
EUR/PLN	4,20	4,54	4,31	4,2271	4,2094	-0,4%
CHF/PLN	3,39	4,67	4,52	4,5326	4,5197	-0,3%



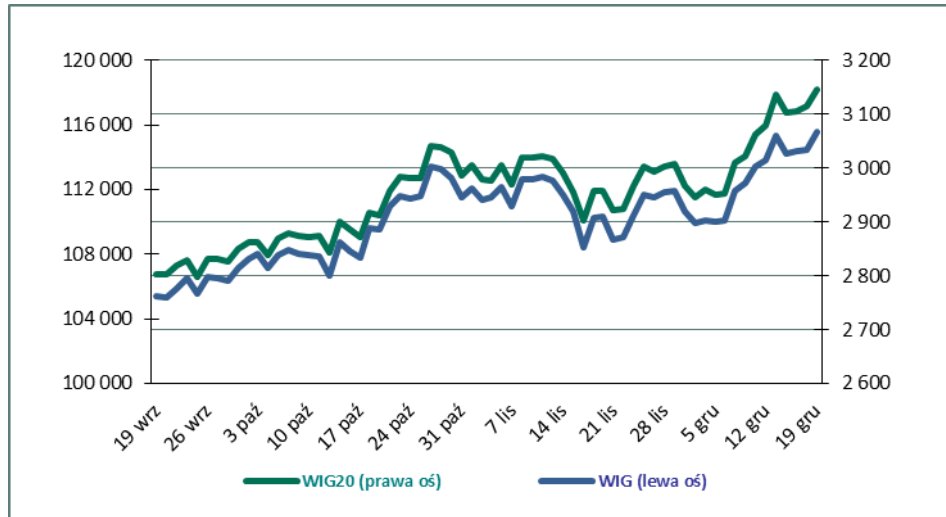
W minionym tygodniu cena ropy Brent spadła o 1,1%, co jest zgodne z naszą dotychczasową oceną, że długoterminowy potencjał wzrostu cen tego surowca pozostaje ograniczony ze względu na kluczową rolę Stanów Zjednoczonych w geopolityce. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach amerykański rząd nadal będzie dążyć do ograniczenia ryzyka trwałego wzrostu cen ropy, ponieważ taki scenariusz mógłby negatywnie wpłynąć na koniunkturę gospodarczą w USA, zwiększając ryzyko recesji oraz obniżając szanse partii republikańskiej na utrzymanie władzy 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.)
12-12	61,13	4 300,23	61,95
15-12	60,32	4 305,22	64,09
16-12	58,76	4 302,36	63,75
17-12	60,61	4 338,18	66,22
18-12	59,67	4 332,72	65,49
19-12	60,45	4 339,50	67,14

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

Data	Pszenvica konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
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
1-12	768,40	18,93	5,23	0,85	76,50
8-12	775,67	18,88	5,17	0,88	78,69



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kształtują się wyraźnie powyżej poziomów z końca 2024 r. (WIG 20 o 43,5 %, zaś WIG o 45,2 %), co odzwierciedla skalę rynkowego optymizmu w 2025 r. Istotnym czynnikiem wspierającym wzrosty na [globalnych rynkach akcji](#) pozostaje zakończenie przejściowego okresu, w którym stopy procentowe zarówno [w Polsce](#) jak i w [głównych](#) bankach centralnych utrzymywane były na wysokim poziomie.

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (22 – 26.12.2025 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
23 grudnia	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego	XI	5,6%*

* według wstępnych danych MRPiS, stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec listopada br. wyniosła 5,7%

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.