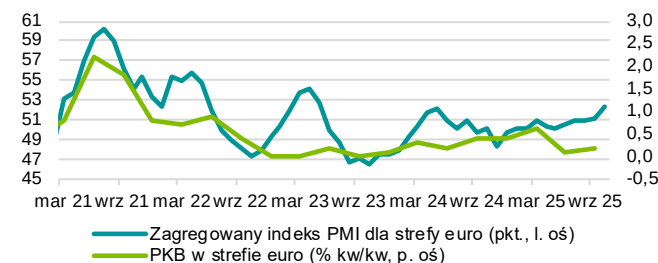


W tym tygodniu

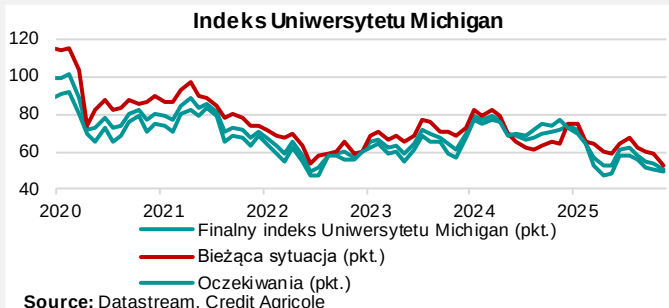
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nie zmienił się w listopadzie względem października i wyniósł 52,5 pkt., przy jednoczesnej stabilizacji koniunktury zarówno w przetwórstwie przemysłowym, jak i sektorze usług. Oznaczałoby to, że indeks PMI pozostanie już jedenasty miesiąc z rzędu powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Rynek oczekuje z kolei lekkiego wzrostu w przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie (49,8 pkt. w listopadzie wobec 49,6 pkt. we październiku). Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.



Źródło: Datastream, S&P, Credit Agricole

Kolejnym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może ona dostarczyć istotnych informacji w świetle narastających różnic w poglądach pomiędzy członkami Fed dotyczących preferowanej przez nich skali dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej sygnalizują, że wśród decydentów zwiększa się grupa sceptycznie nastawiona do dalszych obniżek stóp. W tym kontekście interesującym elementem *Minutes* będą informacje, jak silny był sprzeciw zarówno wobec samej październikowej obniżki, jak i skali oraz tempa dalszych cięć rozważanych na kolejnych posiedzeniach (w tym w grudniu). Oczekujemy, że publikacja *Minutes* może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA. W czwartek opublikowane zostaną zaległe, dane z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 55 tys. osób we wrześniu wobec 22 tys. w sierpniu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,3%. W piątek opublikowany zostanie finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zasygnalizuje pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych (52,0 pkt. w listopadzie wobec 53,6 pkt. w październiku). Ponadto oczekujemy, że sprzedaż domów na rynku wtórnym wzrosła drugi miesiąc z rzędu (do 4,11 mln w październiku wobec 4,06 we wrześniu), pozostając jednak nadal wyraźnie poniżej poziomów sprzed pandemii COVID-19. Uważamy, że publikacja zaległych danych z rynku pracy w USA może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Mimo, że *government shutdown* już się zakończył, kalendarz publikacji na najbliższe tygodnie wciąż pozostaje niepewny, ponieważ agencje statystyczne nie ogłosiły jeszcze nowych harmonogramów dla szeregu zaległych danych.

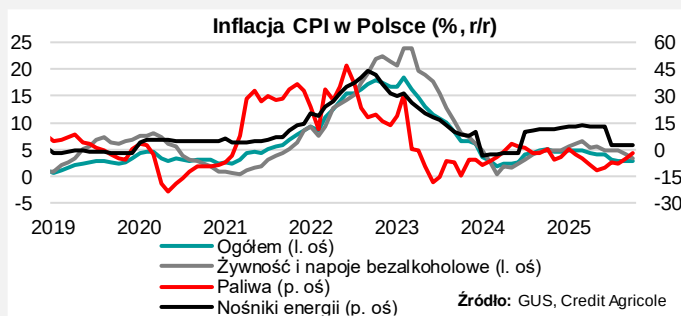


Source: Datastream, Credit Agricole

W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem dynamika PKB w Polsce zwiększyła się do 3,7% r/r w III kw. br. wobec 3,3% r/r w II kw., kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i nieznacznie poniżej naszej prognozy (4,0%). Kwartalna dynamika PKB oczyszczona z wpływu czynników sezonowych nie zmieniła się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosła 0,8%. Opublikowane przez GUS dane są wstępnym szacunkiem, a pełne dane o PKB uwzględniające informacje dotyczące jego struktury zostaną opublikowane 1 grudnia. Uważamy, że głównym źródłem przyspieszenia wzrostu gospodarczego w III kw. było zwiększenie dynamiki nakładów brutto na środki trwałe ogółem, wspierane przez ich trzy główne składowe: inwestycje przedsiębiorstw, publiczne i gospodarstw domowych (por. MAKROpuls z 13.11.2025). W kolejnych kwartałach oczekujemy kontynuacji ożywienia wzrostu gospodarczego w Polsce, wspieranego przez spodziewane ożywienie gospodarcze w strefie euro i rosnącą absorpcję środków unijnych napływających do Polski w ramach KPO i Funduszu Spójności. Niemniej jednak, po publikacji dzisiejszych danych dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu PKB w IV kw. br. (3,8%) i całym 2025 r. (3,6%).

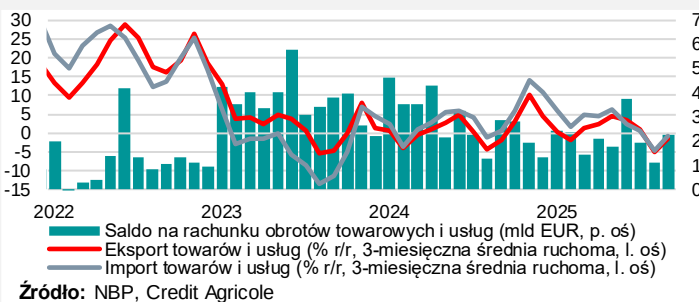
Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce obniżyła się w październiku do 2,8% r/r wobec 2,9% we wrześniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku inflacji była niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (3,4% w



październiku wobec 4,2% we wrześniu). Do obniżenia dynamiki cen w tej kategorii przyczyniły się niższe dynamiki cen owoców i warzyw (efekt kłęsi urodzaju) oraz masła (ze względu na nadprodukcję mleka wśród głównych światowych eksporterów produktów mlecznych). Do spadku inflacji przyczyniła się również niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w październiku do 2,9% r/r wobec 3,2% we wrześniu. Tym samym ukształtowała się ona na najniższym poziomie od listopada 2019 r. Przyczyniły się do tego niższe dynamiki cen m.in. w kategoriach „inne wydatki na towary i usługi”, „rekreacja i kultura”, „wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego”, „odzież i obuwie” oraz „edukacja”. Warto odnotować, że miesięczna dynamika cen bazowych obniżyła się w październiku do 0,0% wobec 0,2% we wrześniu, kształtując się poniżej swojego wzorca sezonowego (+0,3% m/m). Świadczy to naszym zdaniem o słabnącej presji inflacyjnej. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach inflacja ogółem będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. W IV kw. 2026 r. inflacja przyspieszy do 3,5%, co wynikać będzie z efektów niskiej bazy dla cen żywności i paliw. Ze względu na perspektywę przejściowego spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego w I kw. 2026 r. (prognozujemy, że inflacja wyniesie wtedy 2,3%) dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym RPP dokona jeszcze jednej obniżki stóp procentowych o 25pb w I kw. 2026 r. Dodatkowy czynnik ryzyka stanowią wypowiedzi części członków RPP wskazujące na różnice w oczekiwanym przez nich docelowym poziomie stóp procentowych.

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się we wrześniu do -725 mln EUR wobec -3042 mln EUR w sierpniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (-1422 mln EUR) i naszej prognozy (-2190 mln EUR). Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało

wyższych sald 4 jego głównych składowych: obrotów towarowych (1130 mln EUR), usług (55 mln EUR), dochodów pierwotnych (392 mln EUR) i dochodów wtórnych (740 mln EUR). Jednocześnie odnotowano zwiększenie dynamiki eksportu (5,8% r/r we wrześniu wobec -1,4% w sierpniu) oraz importu (7,3% wobec -1,1%). Zgodnie z komunikatem najsilniejszy wzrost eksportu odnotowano w przypadku produktów rolnych, pozostałych towarów konsumpcyjnych oraz samochodów osobowych. Zwrócono uwagę, że wyższa sprzedaż eksportowa w tych dwóch ostatnich kategoriach była wspierana w dużej mierze przez reeksport. Wspiera to naszą ocenę, zgodnie z którą Chiny w warunkach trudności ze sprzedażą na rynek amerykański reorientują swój eksport, m.in. do Europy (por. MAKROmapa z 19.05.2025). Szacujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w III kw. do -0,9% wobec -0,7% w II kw.

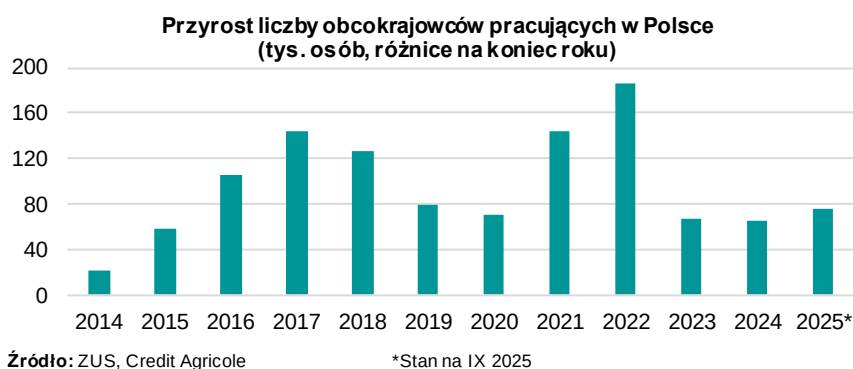


W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Chin. Dane o produkcji przemysłowej (4,9% wobec 6,5%), inwestycjach w aglomeracjach miejskich (-1,7% wobec -0,5%) oraz sprzedaży detalicznej (2,9% wobec 3,0%) wskazały na obniżenie tempa wzrostu aktywności w chińskiej gospodarce. Osłabienie aktywności wynika m.in. z wygasania efektów wcześniejszych programów wspierających konsumpcję i inwestycje, utrzymującej się ostrożności konsumentów w warunkach wolniejszego wzrostu ich dochodów oraz słabej koniunktury na rynku nieruchomości. W ostatnim czasie Chiny wprowadziły subsydia fiskalne dla gospodarstw domowych z małymi dziećmi (ok. 120 mld RMB rocznie), jednak pakiet ten jest zbyt mały, by znacząco pobudzić konsumpcję. Ostatnie odbicie na giełdzie przyniosło ograniczony pozytywny efekt majątkowy, ponieważ może ono dotyczyć jedynie niewielkiej części populacji – inwestycje w akcje stanowią tylko ok. 20% majątku gospodarstw domowych w miastach. Chiny wzmocniły również finansowanie kluczowej infrastruktury i projektów lokalnych (500 mld RMB poprzez narzędzie finansowania polityki jako kapitał własny w projektach oraz 500 mld RMB zwiększenia limitu emisji obligacji samorządowych na spłatę zadłużenia i finansowanie projektów), choć program ten zadziała z opóźnieniem na inwestycje. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane wskazują w naszej ocenie na konieczność dalszego łagodzenia polityki makroekonomicznej w celu pobudzenia popytu. Nie uważamy jednak aby w najbliższym czasie Chiny miały wprowadzić nowe, duże środki łagodzące. Mimo, że spowolnienie wzrostu stało się w październiku wyraźniejsze, rząd chiński nadal wydaje się dość pewny realizacji celu dla wzrostu PKB na poziomie około 5,0% w 2025 r. Z tego powodu kluczowe będą informacje z Biura Politycznego i Centralnej Konferencji Pracy Gospodarczej na początku grudnia, które prawdopodobnie dostarczą więcej szczegółów i wytycznych dotyczących priorytetów rozwojowych Chin na 2026 r. W 2026 r. spodziewamy się dalszego spowolnienia wzrostu, zwłaszcza w pierwszej połowie roku, choć Chiny prawdopodobnie nadal wyznaczą cel wzrostu PKB na poziomie około 5,0%, aby zakotwiczyć oczekiwania. Aby osiągnąć tak ambitny cel, najpewniej zwiększą skalę łagodzenia polityki w 2026 r. Oczekujemy zarówno podwyższenia skonsolidowanego wskaźnika deficytu fiskalnego (do 11,2% PKB z szacowanych 10,2% w 2025 r.), jak i dodatkowych obniżek stóp PBoC (łącznie o 20 pb do końca 2026 r.).

Zgodnie z drugim szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w III kw. do 0,2% wobec 0,1% w II kw. (brak zmian w porównaniu do pierwszego szacunku). W ujęciu

rocznym PKB w strefie euro zwiększył się o 1,4% r/r w III kw. wobec 1,5% w II kw. (rewizja w górę z 1,3% w pierwszym szacunku). Spośród największych gospodarek strefy euro zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (0,0% kw/kw w III kw. wobec -0,2% w II kw.), we Francji (0,5% wobec 0,3%) oraz we Włoszech (0,0% wobec -0,1%). Z kolei tempo wzrostu PKB w Hiszpanii obniżyło się do 0,6% wobec 0,8%. Dane mają charakter wstępny i nie zawierają informacji nt. struktury wzrostu gospodarczego. W świetle napływających wyników badań koniunktury ze strefy euro (por. MAKROmapa z 27.10.2025) podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w IV kw. kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieni się w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,2%, a w całym 2025 r. PKB zwiększy się o 1,3% r/r wobec wzrostu o 0,8% w 2024 r.

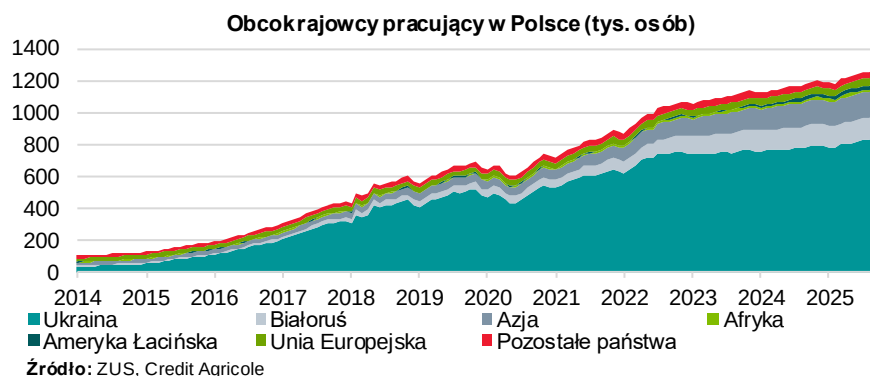
Czy strategia migracyjna spowolniła napływ migrantów zarobkowych do Polski?



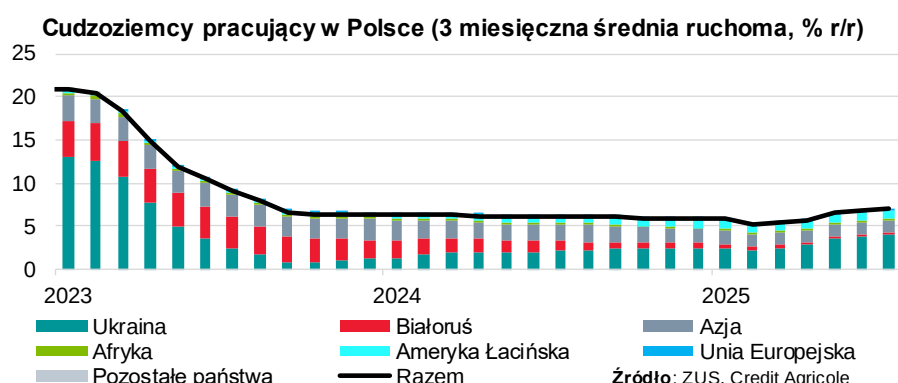
W październiku 2024 r. została przyjęta strategia migracyjna rządu, zawarta w dokumencie „Odzyskać kontrolę. Zapewnić bezpieczeństwo. Kompleksowa i odpowiedzialna strategia migracyjna Polski na lata 2025-2030”. Dokument ten zakłada przede wszystkim ograniczenie i ścisłą kontrolę napływu cudzoziemców, opierając politykę

migracyjną na nadrzędnym priorytecie bezpieczeństwa państwa i spójności społecznej. Strategia wprowadza selektywne zasady dostępu do terytorium Polski, w szczególności poprzez zaostrzenie polityki wizowej, uszczelnienie procedur legalizacji pobytu, eliminację nadużyć związanych z pośrednictwem migracyjnym oraz wzmocnienie ochrony granic, zwłaszcza w kontekście zagrożeń hybrydowych ze strony Białorusi i Rosji. Przewiduje także możliwość czasowego i terytorialnego zawieszania prawa do składania wniosków o azyl w sytuacjach zagrożenia bezpieczeństwa. Jednocześnie ogranicza rolę imigracji jako narzędzia łagodzenia niedoborów na rynku pracy – dopuszczając cudzoziemców głównie w zawodach długotrwale deficytowych i w ramach ściśle kontrolowanych procedur – oraz zaostrza zasady dostępu do edukacji, aby uniemożliwić fikcyjne studiowanie w celu legalizacji pobytu. Całość strategii podporządkowana jest przywróceniu pełnej kontroli nad procesami migracyjnymi, zwiększeniu przejrzystości i bezpieczeństwa systemu oraz minimalizowaniu ryzyka (społecznego, kulturowego i gospodarczego) związanego z napływem cudzoziemców. Poniżej analizujemy główne trendy w zakresie kształtowania się liczby obcokrajowców w Polsce w ciągu ostatniego roku od przyjęcia tego dokumentu.

Bezpośrednio po uchwaleniu strategii obserwowaliśmy spadek liczby obcokrajowców w październiku, listopadzie i grudniu 2024 r. Nie wynikał on jednak z „uszczelnienia” granicy. Miał on natomiast podłoże czysto sezonowe. Podobnie jak co roku, w IV kw. obserwowaliśmy spadek liczby obcokrajowców zatrudnionych



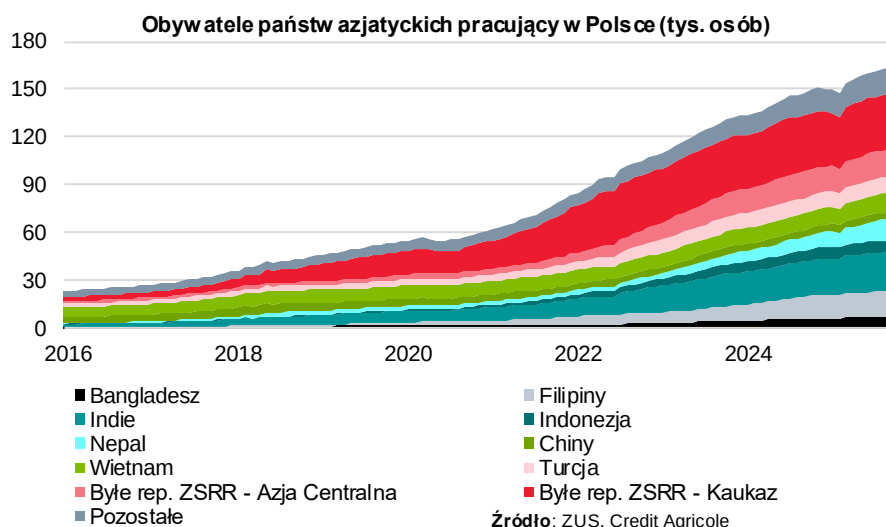
sezonowo w budownictwie i rolnictwie. Z kolei w kolejnych miesiącach liczba imigrantów w Polsce nieprzerwanie rosla. Należy zaznaczyć, że większość kluczowych aktów prawnych przewidzianych w strategii – m.in. nowe regulacje dotyczące selektywnego przyjmowania cudzoziemców, punktowego systemu kwalifikacji do pracy, zaostrzonych reguł wizowych i pobytowych oraz mechanizmów zawieszania prawa do azylu – nie zostały dotąd w pełni uchwalone ani wdrożone w życie. Dotychczasowe informacje prasowe wskazują, iż choć pewne zmiany w prawie migracyjnym zostały zapowiedziane na 2025 r., nadal brakuje ostatecznych uchwał rządu lub ustaw parlamentu, które w pełni implementowałyby wszystkie założenia strategii. W rezultacie we wrześniu 2025 r. liczba cudzoziemców pracujących w Polsce wyniosła 1267 tys., osiągając najwyższą wartość w historii. Według danych GUS, Ukraińcy stanowili najliczniejszą grupę obcokrajowców pracujących w Polsce (839 tys.). Dalszymi w kolejności największymi grupami byli Białorusini (137 tys.), Gruzini (26 tys.), Hindusi (25 tys.) oraz Kolumbijczycy (19 tys.).



W ciągu ostatniego roku liczba cudzoziemców pracujących w Polsce wzrosła o 90 tys. (tj. o 7,6 % r/r we wrześniu 2025 r.). Najistotniejszą składową wzrostu liczby imigrantów pracujących w Polsce ogółem była imigracja z Ukrainy, która istotnie przyspieszyła po dwóch latach spowolnienia. Tym samym imigracja z Ukrainy ponownie odpowiadała za ok. 2/3 (5,1 pkt. proc.) całkowitego wzrostu

liczby obcokrajowców w Polsce odnotowanego w ciągu ostatniego roku. Warto zwrócić uwagę, że taka tendencja nie wynikała z przekraczania granicy przez nowe osoby, a głównie ze sformalizowania pobytu przez dotychczasowych imigrantów. Było to głównie powiązane ze zbliżającym się końcem obowiązywania dotychczasowego systemu automatycznego przedłużania legalnego pobytu obywateli Ukrainy w Polsce w związku z działaniami wojennymi prowadzonymi na terytorium Ukrainy na mocy specustawy. Termin ten, który pierwotnie został ustalony na koniec września br., został kilka dni wcześniej ostatecznie przedłużony do marca 2026 r. Po tej dacie każda osoba, która będzie chciała kontynuować legalny pobyt w Polsce, będzie musiała złożyć indywidualny wniosek – np. o zezwolenie na pobyt czasowy. Natomiast uzyskanie zezwolenia na pobyt czasowy w celu wykonywania pracy wymaga przedstawienia dowodu zatrudnienia. Dodatkowym czynnikiem wspierającym podejmowanie legalnego zatrudnienia przez Ukraińców było wejście w życie Ustawy o warunkach dopuszczalności powierzania pracy cudzoziemcom na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej z dniem 1 czerwca 2025 r. Nowe przepisy uprościły procedury zatrudnienia cudzoziemców w Polsce, przede wszystkim poprzez pełną elektroniczną procesy oraz likwidację tzw. testu rynku pracy (obowiązek potwierdzenia przez urząd pracy, że na dane stanowisko nie ma odpowiednich kandydatów spośród zarejestrowanych bezrobotnych). Jednocześnie możemy zaobserwować istotne wyhamowanie imigracji obywateli Białorusi do Polski, która w 2025 r. odpowiadała jedynie za 3% (0,2 pkt. proc.) przyrostu liczby cudzoziemców pracujących w Polsce ogółem wobec 13% (0,7 pkt. proc.) w 2024 r. i 42% (2,7 pkt. proc.) w 2023 r.

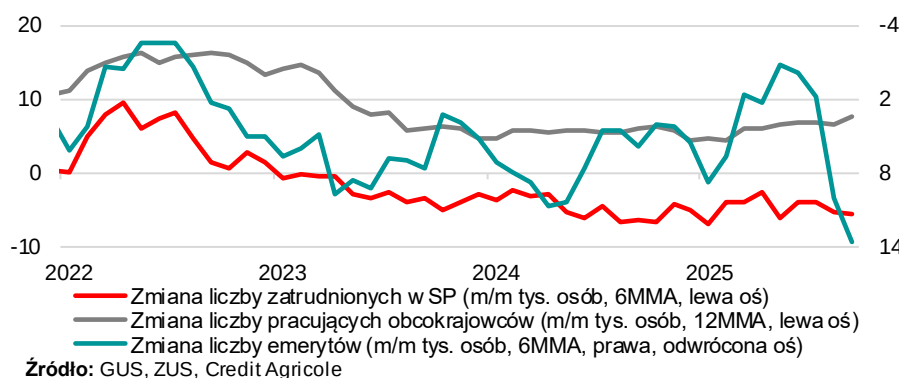
Drugą istotną grupą byli imigranci z Azji, których liczba wzrosła do 157 tys. we wrześniu 2025 r. wobec 141 tys. we wrześniu 2024 r. (tj. wzrost o 10,9%). W ramach naszej poprzedniej analizy (por. MAKROmapa z 29.07.2024) podkreślaliśmy znaczenie Gruzji, która w latach 2020-2022 odgrywała istotną rolę w ramach ogólnej imigracji do Polski. Niemniej, imigracja z Gruzji od września 2022 r. pozostaje w lekkim trendzie spadkowym. Warto zauważyć, że Gruzja to relatywnie niewielki kraj, co, co ogranicza podaż pracy z tego kierunku. Najważniejszą rolę w imigracji z Azji w 2025 r. odegrali obywatele państw Azji południowej, w szczególności Nepalu (wzrost o 4,4 tys.), Indii (2,8 tys.) i Filipin (1,8 tys.). W przypadku tych państw, imigracja do Polski podyktowana jest dużą różnicą w wynagrodzeniach, a tym samym należy ją traktować jako klasyczną imigrację zarobkową. Warto zaznaczyć, że wysoką migrację z państw Azji Południowej



można zaobserwować również w wielu państwach wysoko rozwiniętych (m.in. USA, Kanada, Wielka Brytania), tym samym obecność imigrantów z tego obszaru w Polsce jest jedynie elementem szerszego zjawiska. Z uwagi na zaostrzanie polityki imigracyjnej w USA, można oczekiwać, że w przyszłych latach większy napływ migrantów z tego obszaru będzie skierowany w stronę państw Unii Europejskiej, w tym Polski.

Na przestrzeni ostatnich lat wzrosło również znaczenie imigracji z obszaru Ameryki Łacińskiej. Liczba pracujących cudzoziemców z tego obszaru wzrosła z 14 tys. we wrześniu 2024 r. do 24 tys. we wrześniu 2025 r. (wzrost o 66% r/r). Podobnie jak w przypadku opisanych wyżej państw azjatyckich, jest to przede wszystkim migracja zarobkowa. Badanie wykonane przez agencję zatrudnienia EWL z 2024 r. dostarcza również dodatkowych informacji o roli, jaką imigranci z Azji i Ameryki Południowej pełnią na rynku pracy. Większość (54%) pracowników z tych obszarów wykonuje w Polsce prace fizyczne. Zatrudnienie osób objętych badaniem koncentruje się w przemyśle przetwórczym (30% badanych pracowników), handlu i sprzedaży (20%), oraz w hotelarstwie i gastronomii (12%). Najbardziej liczną nacją w ramach strumienia migracji z Ameryki Łacińskiej byli Kolumbijczycy. W tym przypadku ankietowane osoby wskazywały, że duże znaczenie w podjęciu decyzji o migracji mają niekorzystne zjawiska występujące w Ameryce Południowej, takie jak niestabilność polityczna, ubóstwo i wysoka przestępczość.

W przypadku z Afryki wzrost liczby obcokrajowców w ciągu ostatniego roku był niewielki (18 tys. we wrześniu 2025 r. wobec 16 tys. we wrześniu 2024 r.), i wynikał głównie ze zwiększenia się liczby imigrantów z Zimbabwe (4,4 tys. wobec 3,3 tys.), oraz w mniejszym stopniu z imigracji z państw Afryki Północnej. Dotychczasowy napływ imigrantów z Zimbabwe koncentrował się w województwie lubelskim i był po części powiązany z podjęciem studiów.

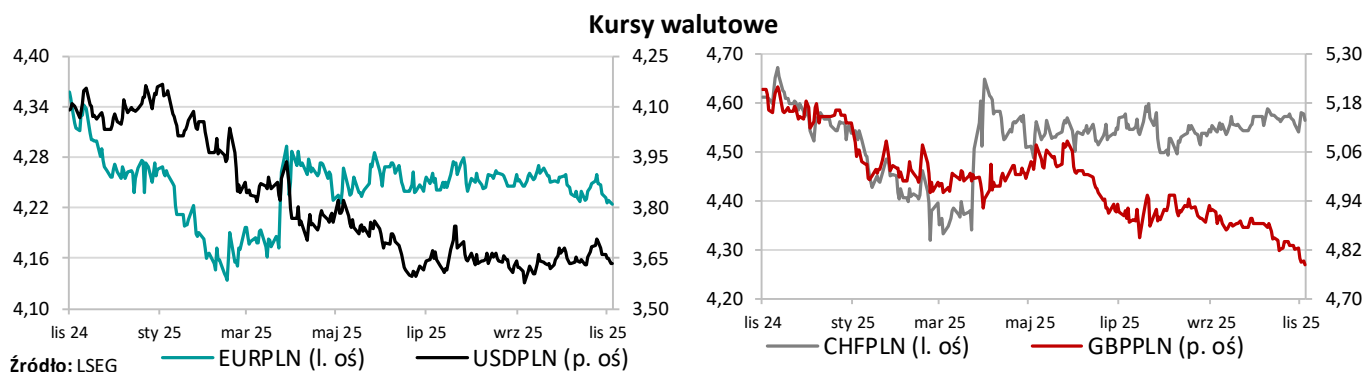


Zgodnie z danymi GUS zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszało się w ujęciu rok do roku nieprzerwanie od października 2023 r. Obserwowana tendencja jest w dużej mierze efektem oddziaływania niekorzystnych czynników podażowych – zmniejszającego się zasobu siły roboczej ze względu na osiągnięcie wieku emerytalnego przez roczniki z

wyżu demograficznego (por. wykres). Warto zwrócić uwagę, że w ostatnich latach wpływ niekorzystnych uwarunkowań demograficznych na tendencje na rynku pracy był kompensowany przez napływ imigrantów zarobkowych. W ostatnich dziesięciu latach liczba obcokrajowców legalnie pracujących w Polsce wzrosła 12-krotnie. Na początku 2014 r. było ich ok. 100 tys., podczas gdy obecnie jest to ponad 1,2 mln osób. Uważamy, że w krótkim okresie tempo wzrostu liczby obcokrajowców pracujących w Polsce raportowanych przez ZUS utrzyma się na relatywnie stabilnym poziomie, co będzie powiązane z

koniecznością legalizacją pobytu przez Ukraińców przed marcem 2026 r. Ponadto od końca sierpnia br. rząd Ukrainy zezwolił mężczyznom w wieku 18-22 lat na wyjazd za granicę, co przyczyni się do nasilenia napływu nowych imigrantów. Oczekujemy, że dopiero wraz z uchwalaniem kolejnych aktów prawnych w zakresie polityki migracyjnej przewidzianych w strategii migracyjnej napływ obcokrajowców do Polski będzie się zmniejszał. Dokładny przebieg wydarzeń w tym zakresie jest trudny do przewidzenia, gdyż w dużej mierze zależy on od determinacji rządu w tym zakresie.

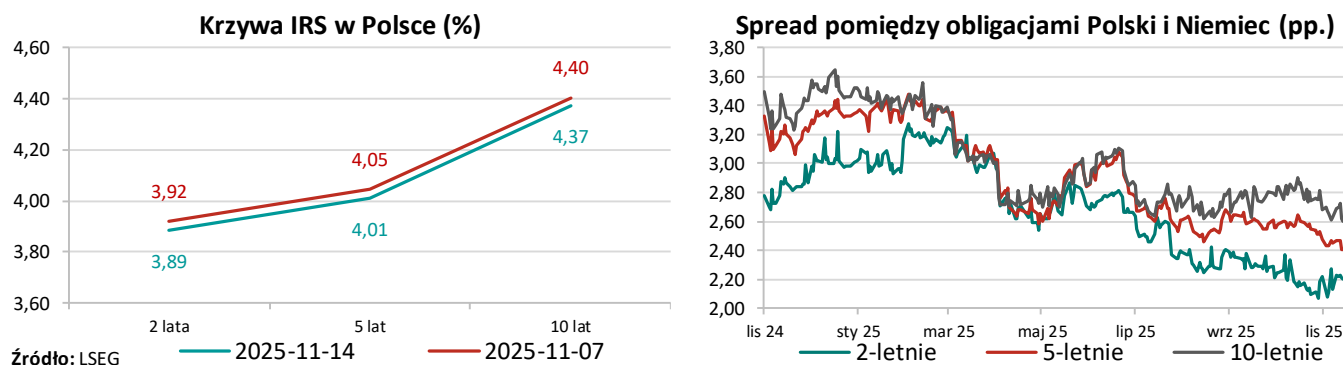
Publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy kluczowa dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2234 (umocnienie złotego o 0,3%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był relatywnie stabilny i kształtował się wokół poziomu 4,23. Jednocześnie mieliśmy jednak do czynienia z osłabieniem dolara względem euro, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania części inwestorów na dalsze obniżki stóp procentowych w USA.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana czwartek publikacja zaległych danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. Uważamy, że może ona sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Podobny efekt może mieć przewidziana na środę publikacja *Minutes* z październikowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą neutralne dla kursu złotego.

Publikacja zaległych danych z amerykańskiego rynku pracy w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,89 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,01 (spadek o 4pb), a 10-letnie do 4,37 (spadek o 3pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowaliśmy spadek stawek IRS na całej długości krzywej, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych w Polsce. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w ubiegłym tygodniu spadek stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaległa publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy, która może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. W kierunku wyższej zmienności na rynku może oddziaływać również przewidziana na czwartek publikacja *Minutes* w październikowego posiedzenia FOMC. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	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
Kurs EURPLN*	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,25
Kurs USDPLN*	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,66
Kurs CHFPLN*	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,52
Inflacja CPI (r/r, %)	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	2,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,4	1,8	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,2	1,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,2	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	4,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	7,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	
Saldo ROB (mln EUR)	918	-281	-1427	-35	115	-1136	-424	-1004	-194	-1168	-3042	-725		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,9	-2,3	0,7	2,7	1,2	3,9	-1,2	4,9	2,7	3,0	-1,4	5,8		
Import (r/r, %, EUR)	6,5	-0,4	3,9	10,4	4,0	10,5	6,3	6,1	0,6	2,6	-1,1	7,3		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	3,3	4,0	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	4,0	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	2,9	3,6	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	5,5	7,4	8,6	10,9	7,2	6,5	-0,9	5,0	7,9
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	1,9	2,2	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	2,0	2,3	5,4
Import (ceny stałe, %, r/r)	4,3	3,4	2,9	2,8	5,0	6,1	6,5	6,1	4,5	3,3	6,0
Wkłady do wzrostu PKB											
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,3	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6	1,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	0,9	1,7	1,1	1,7	1,2	1,5	-0,2	0,8
Eksport netto (pp.)		-0,9	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-1,2	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,7	-0,9	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,6	5,4	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	5,4	5,2
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,2	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,2	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,6	2,3	2,8	2,9	3,5	3,6	3,7	2,9
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	4,35	4,10	4,10	4,10	4,11	5,84	4,35	4,11
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	5,75	4,25	4,00
EURPLN**	4,19	4,24	4,26	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,60	3,63	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*		
				CA	RYNEK**	
Poniedziałek 17.11.2025 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Październik	3,2	2,9	2,9
Środa 19.11.2025 r.						
9:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Wrzesień	11,9		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	2,1	2,1	2,1
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Październik			
Czwartek 20.11.2025 r.						
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	4,3	4,3	4,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Wrzesień	22	55	50
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	-12,8		2,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	-14,2		-14,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	4,06	4,11	4,08
Piątek 21.11.2025 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	49,6		49,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	53,0		53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	50,0		50,2
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	52,5		52,5
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	52,5		52,0
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	50,3	52,0	50,4

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet