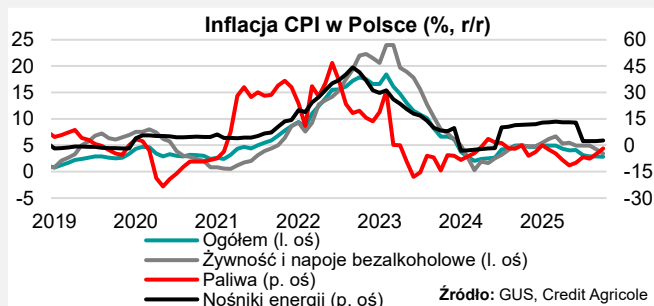


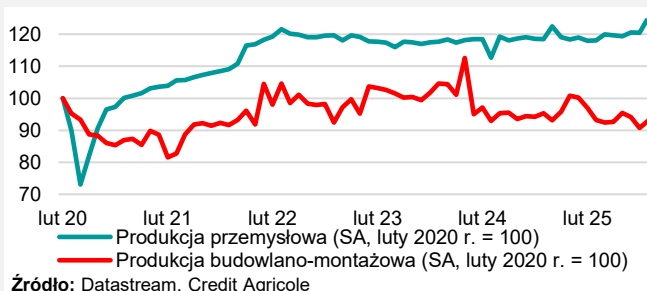
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Naszym zdaniem dynamika cen obniżyła się w listopadzie do 2,7% r/r wobec 2,8% w październiku, do czego przyczynił się spadek dynamiki cen żywności. Jednocześnie oczekujemy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 3,0% r/r. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (2,6%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej.

Prognozujemy, że pomimo poprawy koniunktury w przetwórstwie dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się do 1,8% r/r wobec 7,4% we wrześniu z uwagi na oddziaływanie niekorzystnych efektów kalendarzowych.



Ponadto oczekujemy, że wspomniane efekty statystyczne będą ograniczały przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej. Jednakże, z uwagi na efekty niskiej bazy, oczekujemy zwiększenia jej rocznej dynamiki do 1,0% r/r w październiku wobec 0,2% we wrześniu. Materializacja naszych, niższych od konsensusu prognoz będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy zaległe dane z USA, których publikacja została opóźniona przez *government shutdown*. Prognozujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się do 0,5% m/m we wrześniu wobec 0,6% w sierpniu. Byłby to już czwarty z rzędu wzrost sprzedaży. Wynik zgodny z naszą prognozą sygnalizowałby, że konsumpcja zwiększyła się w ujęciu zannualizowanym o ok. 3,0% w III kw. wobec 1,7% w II kw. Uważamy, że zamówienia na dobra trwałego użytku zwiększyły się we wrześniu o 0,5% m/m wobec wzrostu o 2,9% w sierpniu (efekt niższych zamówień na samoloty firmy Boeing). Oczekujemy, że pomimo lekkiego wzrostu indeks Conference Board ukształtuje się w listopadzie na wciąż relatywnie niskim poziomie (95,0 pkt. wobec 96,4 pkt. we wrześniu). Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

We wtorek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych zmniejszyła się z 6,4% r/r we wrześniu do 3,6% w październiku. Spadek dynamiki sprzedaży wynikał głównie z oddziaływania niekorzystnych efektów kalendarzowych i podwyższonej bazy, podczas gdy wyniki badań koniunktury wskazywały na poprawę nastrojów konsumentów. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (3,7%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj opublikowane zostaną dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce. Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w

październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,8% r/r. Oczekujemy ponadto, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się nieznacznie do 7,4% r/r w październiku z 7,5% we wrześniu. Publikacja danych z rynku pracy, choć ważna dla oceny perspektyw konsumpcji, będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

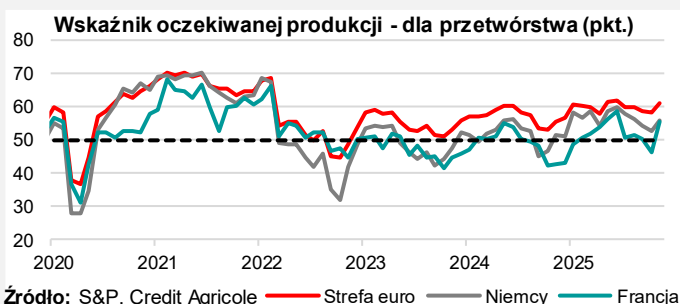
W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się listopadzie do 52,4 pkt. wobec 52,5 pkt. w październiku, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (52,5 pkt.). Tym samym indeks od stycznia br. pozostaje powyżej

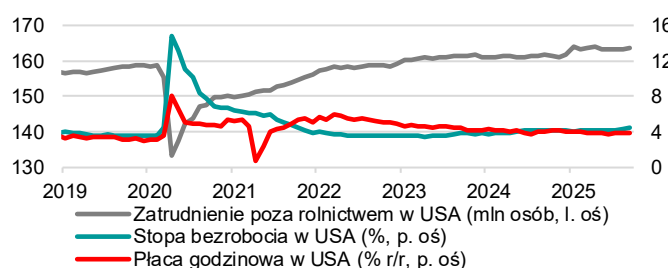
graniczy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI złożyły się niższy wkład składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz wyższy wkład składowej dla aktywności biznesowej w usługach. W ujęciu geograficznym osłabienie koniunktury odnotowano w Niemczech, podczas gdy do jej poprawy doszło we Francji oraz w pozostałych gospodarkach objętych badaniem. W kontekście perspektyw polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który zmniejszył się w listopadzie do 48,4 pkt. wobec 49,6 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,8 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zapasów oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej dla zatrudnienia. Warto odnotować, że składowa dla nowych zamówień znów spadła poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, co wskazuje na ryzyko spowolnienia wzrostu bieżącej produkcji w kolejnych miesiącach. Zgodnie z raportem, głównym źródłem spadku zamówień ogółem były niższe zamówienia eksportowe. Mimo to, składowa dla produkcji oczekiwanej w horyzoncie 12 miesięcy zwiększyła się w listopadzie w porównaniu do października, co sugeruje lepsze oceny dotyczące perspektyw aktywności wśród ankietowanych firm. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro nie zmieni się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniesie 0,2%, a średnioroczny wzrost PKB wyniesie 1,3% wobec 0,8%.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki, w tym zaległe dane z rynku pracy. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się we wrześniu o 119 tys. wobec spadku o 4 tys. w sierpniu (rewizja w dół z +22 tys.) i ukształtowało się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (55 tys.).

Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+59,0 tys.), rekreacji i hotelarstwie (+47,0 tys.) oraz sektorze rządowym (+22,0 tys.). Z kolei do najsilniejszego spadku zatrudnienia doszło w transporcie i magazynowaniu (-25,3 tys.), w działalności profesjonalnej i usługach biznesowych (-20,0 tys.) oraz w przetwórstwie (-6,0 tys.). Jednocześnie stopa bezrobocia zwiększyła się we wrześniu do 4,4% wobec 4,3% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (4,3%). Dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się we wrześniu w



Źródło: S&P, Credit Agricole — Strefa euro — Niemcy — Francja



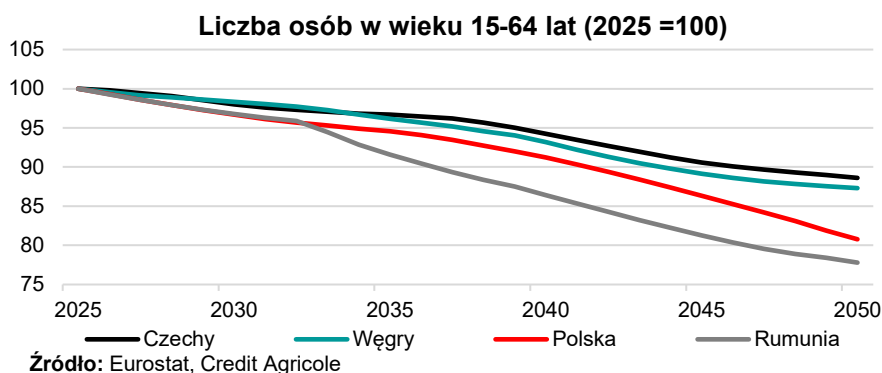
Źródło: Datastream, Credit Agricole

porównaniu do sierpnia i wyniosła 3,8%. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,10 mln wobec 4,05 mln), które potwierdziły utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 51,0 pkt. wobec 53,6 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (52,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oczekiwań. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie roku zwiększyła się w listopadzie do 4,7%, wobec 4,6% w październiku (w okresie styczeń-październik średnia wartość tej mediany wyniosła 4,9%, a w całym 2024 r. 2,9%). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zmniejszy się w III kw. do 1,1% wobec 3,3% w II kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z październikowego posiedzenia FOMC. Zapis dyskusji ujawnił wyraźny podział pomiędzy członkami FOMC dotyczący tego, czy w grudniu należy dokonać kolejnej obniżki stóp procentowych. Choć „większość” członków FOMC uważa, że Fed powinien dalej łagodzić politykę pieniężną, to „kilka” osób z tej grupy uważa, że w grudniu może być zbyt wcześnie na kolejną obniżkę stóp. Jednocześnie „kilku” członków FOMC stwierdziło, że opowiedzą się za obniżką stóp procentowych w grudniu, gdy dane, które napłyną pomiędzy posiedzeniami będą zgodne z ich oczekiwaniami. Z kolei „wielu” członków FOMC uważa, że po uwzględnieniu ich oczekiwań dotyczących perspektyw makroekonomicznych najlepsza byłaby stabilizacja stóp procentowych na bieżącym poziomie. Wydźwięk Minutes został oceniony przez rynek jako jastrzębi, co wspiera nasz scenariusz, zgodnie z którym FOMC utrzyma stopy procentowe na grudniowym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Czynnikiem ryzyka w górę dla naszego scenariusza są jednak opublikowane w ubiegłym tygodniu lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy (patrz poniżej).

W ubiegłym tygodniu miały miejsce wypowiedzi kilku członków RPP. L. Kotecki stwierdził, że w najbliższych miesiącach jest przestrzeń do obniżek stóp procentowych w łącznej skali 50pb przy czym opowiada się za tym, aby w grudniu zrobić pauzę i utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Wcześniej, w podobnym duchu wypowiadał się H. Wnorowski, który stwierdził, że po listopadowej obniżce stóp procentowych potrzebna jest przerwa w obniżkach. Z kolei W. Janczyk powiedział, że jeżeli otoczenie gospodarcze pozostanie stabilne, można zakładać niewielkie dostosowanie stóp procentowych i obniżenie ich w najbliższej przyszłości. Stwierdził, że kolejna obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić już w grudniu. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym RPP utrzyma w grudniu stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a w I kw. 2026 r. obniży je o 25pb.

Czy kraje CE4 pokonają kryzys demograficzny?



Państwa Europy Środkowo-Wschodniej mierzą się obecnie z narastającym kryzysem demograficznym, którego wspólną cechą jest utrzymujący się, głęboki spadek dzietności oraz szybkie starzenie się populacji. Zgodnie z projekcją Eurostatu, liczba osób w wieku produkcyjnym (15-64 lata) do 2040 r. zmniejszy się o 5,8% w Czechach, 6,8% na Węgrzech, 8,8%

w Polsce i 13,6% w Rumunii. W horyzoncie 2050 r. spadki te będą dwukrotnie większe. Choć diagnoza problemu jest podobna, kraje regionu wypracowały odmienne modele pronatalistyczne, obejmujące bezpośrednie transfery pieniężne, ulgi podatkowe, działania strukturalne na rynku pracy i inwestycje w opiekę instytucjonalną.

Polska polityka prorodzinna w ostatnich latach opierała się na kombinacji transferów pieniężnych, instrumentów podatkowych, a w ostatniej fazie również na działaniach strukturalnych ukierunkowanych na zwiększenie aktywności zawodowej rodziców. Kluczowym narzędziem pozostaje świadczenie pieniężne w ramach programu „Rodzina 800+”. Program ten, mimo swojej powszechności, ma ograniczony potencjał pronatalistyczny, lecz pełni istotną funkcję redystrybucyjną i stabilizującą dochody rodzin. Uzupełniają go świadczenia o charakterze jednorazowym, jak tzw. „becikowe”, warunkowane kryterium dochodowym oraz coroczne wsparcie „300+” na wyprawkę szkolną. W ramach systemu podatkowego przewidziano progresywne ulgi prorodzinne, których wysokość rośnie wraz z liczbą dzieci. Ponadto rodzice czwórki dzieci są zwolnieni z podatku dochodowego (do określonego progu). Obecnie debatowane jest rozszerzenie zwolnienia z PIT również na rodziny z co najmniej dwojgiem dzieci, co zwiększyłoby ich dochody rozporządzalne średnio o kilkaset złotych miesięcznie.

Warto również zwrócić uwagę na reformy, które zostały wprowadzone w Polsce w obszarze polityki aktywizującej. Program „Aktywny Rodzic”, który został uruchomiony w 2024 r. bazuje na podejściu, w którym państwo w większym stopniu premiuje pracę i korzystanie z opieki instytucjonalnej. Rodzice dzieci w wieku 12–35 miesięcy mogą wybierać między trzema formami wsparcia: dodatkiem 1500 zł na opłacenie niani lub członka rodziny jako formalnego opiekuna; subsydiem do żłobka lub klubu dziecięcego do 1500 zł, przekazywanym bezpośrednio do placówki; lub 500 zł dla osoby pozostającej w domu. Konstrukcja programu jest wyraźnie ukierunkowana na redukcję tzw. „kosztu alternatywnego” pracy kobiet. Wprowadzenie obowiązkowej umowy z opiekunem prowadzi również do włączenia dotychczas nieformalnych opiekunek w system ubezpieczeniowy ZUS. Komplementarną inicjatywą w tym zakresie jest program „Maluch+”, który umożliwia finansowanie budowy, modernizacji oraz bieżącego funkcjonowania nowych placówek opieki nad dziećmi do lat trzech. W połączeniu z legislacyjnym wdrożeniem unijnej dyrektywy Work-Life Balance – obejmującej m.in. dziewięcioletniowy nieprzenoszalny część urlopu rodzicielskiego dla drugiego rodzica oraz prawo do elastycznej pracy – działania te tworzą ramy systemowe mające przeciwdziałać typowemu dla Polski spadkowi aktywności zawodowej kobiet po urodzeniu pierwszego dziecka. Dodatkowym komponentem polityki pronatalistycznej w Polsce stało się przywrócenie finansowania procedur in vitro.

Na tle pozostałych krajów regionu węgierska polityka pronatalistyczna jest wyjątkowo kompleksowa. Rząd V. Orbána traktował w ostatnich latach kwestie demograficzne jako element polityki strategicznej, konsekwentnie budując systemowe zachęty do posiadania większej liczby dzieci. Ważnym instrumentem pozostają preferencyjne kredyty mieszkaniowe (CSOK i ich nowa wersja – CSOK Plusz). Program CSOK Plusz oferuje małżeństwom kredyty o nominalnej wartości od 15 do 50 mln HUF (tj. 39-130 tys. EUR, w zależności od liczby posiadanych dzieci) o maksymalnym oprocentowaniu w wysokości 3%, podczas gdy rynkowe stopy procentowe były w ostatnich latach kilkukrotnie wyższe. Wsparcie to łączone jest z mechanizmami umorzenia: w przypadku narodzin drugiego dziecka 10 mln HUF (26 tys. EUR) długu jest automatycznie anulowane, a każde kolejne dziecko skutkuje dalszymi umorzeniami. Jednocześnie program zachęt kredytowych został geograficznie zróżnicowany; na obszarach wiejskich działa tzw. Falusi CSOK, przewidujący bezzwrotne dotacje do 15 mln HUF (39 tys. EUR) na zakup lub remont nieruchomości. Węgry stosują również jedno z największych w Europie ulg podatkowych: matki czwórki dzieci są zwolnione z podatku PIT do końca życia, a od października 2025 r. zwolnienie to objęło także matki trójki dzieci. Rząd planuje również rozszerzenie zwolnienia podatkowego na matki dwójki dzieci od początku przyszłego roku. Uważamy jednak, że to działanie jest głównie umotywowane trwającą kampanią wyborczą, a w mniejszym stopniu jest ukierunkowane na wspieranie dzietności.

Węgry oferują również inne preferencyjne instrumenty finansowe, takie jak „Babaváró” – pożyczka do 11 mln HUF (ok. 29 tys. EUR), udzielana bez zabezpieczeń, która po narodzinach dziecka może ulec częściowemu lub całkowitemu (w zależności od liczby potomstwa) umorzeniu. Program ten obejmuje małżeństwa (tj. wyłącza związki nieformalne) i został w ostatnich latach ograniczony wiekowo (maksymalnie 30 lat), tak aby bardziej wspierać wczesne macierzyństwo. Ciekawym elementem systemu jest powiązanie polityki rodzinnej z polityką edukacyjną: kobiety spłacające kredyty studenckie mają prawo do umorzenia połowy zobowiązania po urodzeniu drugiego dziecka i pełnego umorzenia przy trzecim, a w przypadku matek poniżej 30. roku życia dług może zostać anulowany już przy pierwszym dziecku. Jednocześnie władze węgierskie inwestują w rozwój infrastruktury, co doprowadziło do podwojenia liczby miejsc w żłobkach od 2010 r., choć należy zwrócić uwagę, że dostępność w regionach wiejskich pozostaje ograniczona. Rozbudowano także instrumenty umożliwiające podejmowanie pracy w trakcie pobierania świadczeń, w tym tzw. GYED Extra, dający możliwość łączenia dochodu z pracy z pobieraniem zasiłku na dzieci od szóstego miesiąca życia.

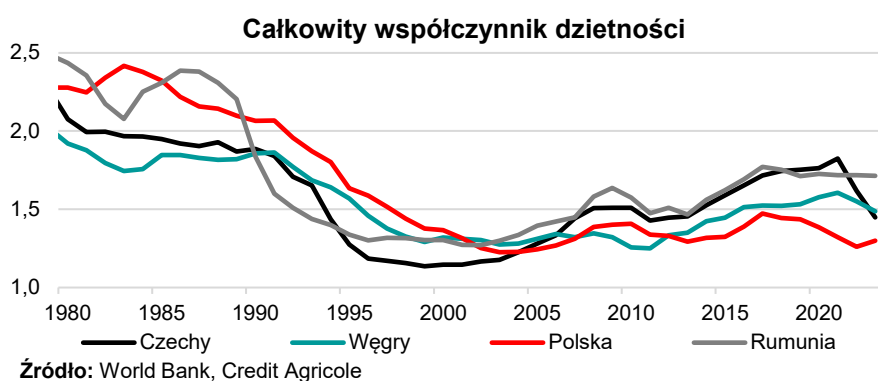
Czechy realizują inny model, w którym nacisk kładzie się na skracanie przerw zawodowych związanych z rodzicielstwem oraz zwiększanie elastyczności rynku pracy. Przez ponad dwie dekady Czechy stosowały rozwiązania oparte na długim urlopie macierzyńskim i wysokiej swobodzie w zakresie tempa wypłaty zasiłku o łącznej kwocie 300 tys. CZK (ok. 12 tys. EUR). Rodzice mogli rozłożyć w czasie pobieranie świadczenia nawet do czterech lat życia dziecka, co sprzyjało rezygnacji z pracy i sprzyjało dezaktywizacji zawodowej kobiet. W 2024 r. rząd przeprowadził reformę, która jednocześnie podniosła łączną wartość zasiłku do 350 tys. CZK (ok. 14 tys. EUR), ale skróciła maksymalny okres pobierania do trzech lat. Jednym z najbardziej przełomowych elementów zmian jest wzmocnienie prawa do powrotu na to samo stanowisko pracy w przypadku powrotu przed ukończeniem przez dziecko drugiego roku życia. Wcześniej takie zabezpieczenie obowiązywało tylko w ramach urlopu macierzyńskiego (tj. przez 28 tygodni). Rozwiązanie to ma przeciwdziałać utrwalonej praktyce przenoszenia matek wracających z urlopu na stanowiska niższego szczebla.

W Czechach wprowadzono również uelastycznienie warunków pracy poprzez rozszerzenie prawa do telepracy oraz skróconych godzin pracy na rodziców małych dzieci, a także poprzez wprowadzenie od 2025 r. mechanizmu samodzielnego ustalania godzin pracy. Zliberalizowano także zasady dodatkowego zatrudnienia w okresie urlopu rodzicielskiego, umożliwiając wykonywanie pracy u dotychczasowego pracodawcy (w ograniczonym wymiarze godzinowym) w ramach umowy cywilnoprawnej. Warto zwrócić uwagę na znaczące niedobory infrastruktury opiekuńczej w Czechach. Pomimo wzrostu liczby miejsc w przedszkolach w ostatnich latach, dostęp do opieki nad małymi dziećmi jest utrudniony w wielu regionach. Państwo próbuje temu przeciwdziałać poprzez intensywny rozwój tzw. „dětských skupin” – małych, elastycznych form opieki organizowanych przez pracodawców, fundacje czy gminy, finansowanych ze środków publicznych. W połączeniu z reformami podatkowymi, obejmującymi m.in. ograniczenie ulgi na współmałżonka niepracującego, działania te tworzą model, który coraz bardziej upodabnia czeską politykę rodzinną do skandynawskich rozwiązań opartych na wysokiej partycypacji zawodowej kobiet.

Rumunia prowadzi politykę rodzinną, która łączy elementy transferów socjalnych, instrumentów aktywizacyjnych i preferencyjnych kredytów, ale cechuje się ona silnym zróżnicowaniem terytorialnym. Podstawowym filarem wsparcia jest powszechne świadczenie, którego wysokość jest corocznie indeksowana wskaźnikiem inflacji. Obejmuje wszystkie dzieci (obecnie w wysokości 323 RON, tj. 63 EUR), przy czym wyższa stawka (794 RON, tj. 156 EUR) przysługuje dzieciom do drugiego roku życia. Największe znaczenie dochodowe ma jednak świadczenie z tytułu urlopu rodzicielskiego, wynoszące 85% średniego wynagrodzenia z 12 miesięcy poprzedzających poród. Warto zwrócić, że świadczenie objęte jest górnym limitem wysokości 8500 RON (ok. 1670 EUR). Takie rozwiązanie spotkało się z krytyką lepiej zarabiających kobiet, gdyż w ich wypadku macierzyństwo będzie wiązało się ze znaczącym zmniejszeniem dochodu rozporządzalnego. Z uwagi na pogarszającą się sytuację w finansach publicznych Rumunii (por. MAKROMAPA z 7.07.2025), od 2025 r. świadczenie podlega obowiązkowej składce zdrowotnej, co obniżyło

jego wysokość netto i wywołało szeroką krytykę społeczną. Rumunia wprowadziła również system zachęt do szybszego powrotu na rynek pracy: rodzice wracający do pracy przed ukończeniem przez dziecko szóstego miesiąca życia otrzymują dodatkowe 1500 RON (295 EUR) miesięcznie, a powracający później – 650 RON (128 EUR), przy czym dodatek ten obowiązuje do ukończenia przez dziecko trzeciego roku życia.

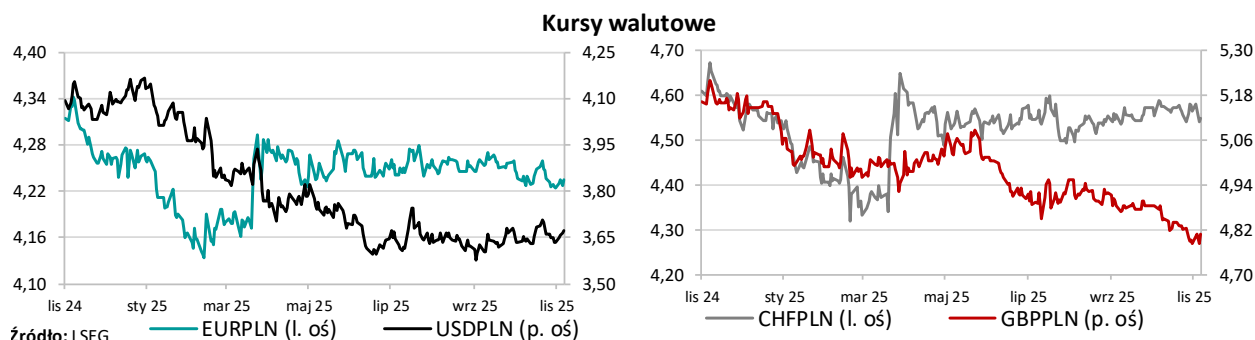
Ważną rolę odgrywają preferencyjne kredyty „Family Start” oraz „Student Invest”, które mają obniżyć koszty rozpoczęcia samodzielnego życia rodzinnego. W ramach Family Start młode osoby w wieku 18-45 lat mogą uzyskać kredyt do 150 tys. RON (ok. 29 tys. EUR), z 75-procentową dopłatą do odsetek przez państwo. Finansowane mogą być zarówno koszty ślubu, jak i czynszu, edukacji dzieci czy zakupu rodzinnego samochodu. Program „Student Invest”, skierowany do młodych osób, umożliwia uzyskanie do 75 tys. RON (ok. 15 tys. EUR) na cele edukacyjne i mieszkaniowe przy pełnym subsydiowaniu odsetek. Rumunia oferuje również ogólnokrajowy system finansowania procedury in vitro. Bony o wartości 15 tys. RON (ok. 2950 EUR), z czego 5 tys. można wykorzystać na leki hormonalne, a 10 tys. na procedury medyczne, dostępne są zarówno dla par, jak i samotnych kobiet. Jednocześnie Rumunia cierpi na znaczną nierówność w dostępie do usług publicznych: miejskie samorządy, zwłaszcza Bukareszt i Kluż-Napoka, oferują dodatkowe świadczenia – m.in. zasiłki dla noworodków, vouchery „Materna” czy lokalne programy dofinansowania opieki – podczas gdy regiony wiejskie rzadko zapewniają dodatkowe wsparcie.



Pomimo szerokiego zakresu wsparcia ze strony państwa, współczynniki dzietności (tj. średnia liczba dzieci, którą statystycznie urodziłaby kobieta w całym okresie reprodukcyjnym) wciąż kształtują się w państwach regionu poniżej wartości 2,1, czyli poziomu, który zapewniłby zastępowalność pokoleń (por. wykres). W tym kontekście kluczowym filarem

odpowiedzi na kryzys demograficzny staje się polityka migracyjna. Strategia Polski zakłada przede wszystkim ograniczenie i ścisłą kontrolę napływu cudzoziemców, opierając politykę migracyjną na nadrzędnym priorytecie bezpieczeństwa państwa i spójności społecznej (por. MAKROMAPA z 17.11.2025). Strategia na lata 2025-2030 wprowadza selektywne zasady dostępu do terytorium Polski, w szczególności poprzez zaostreżenie 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. Czechy z kolei budują model „smart migration”, radykalnie ograniczając napływ pracowników niskow kwalifikowanych i oferując wizy wybranym grupom specjalistów. Takie podejście ma wspierać modernizację przemysłu przy jednoczesnym uszczelnieniu systemu migracji. Na Węgrzech obowiązuje oficjalna retoryka minimalnej migracji. Jednocześnie realizacja nowych inwestycji – w szczególności w sektorze bateryjnym – uzależniona jest od masowego napływu pracowników gościnnych z Azji, którzy przebywają w kraju tylko na czas realizacji projektów. Rumunia natomiast przyjęła rolę otwartego kraju, utrzymując rekordowe kontyngenty pozwoleń na pracę (100 tys. rocznie) i de facto zastępując odpływ rodzimej siły roboczej napływem pracowników z Nepalu, Sri Lanki czy Indii. Wszystkie cztery kraje, mimo odmiennych narracji politycznych, stopniowo akceptują fakt, że bez kontrolowanej imigracji gospodarczej nie są w stanie utrzymać dotychczasowego poziomu zatrudnienia, a polityka rodzinna i migracyjna stają się dwoma komplementarnymi narzędziami stabilizacji podaży pracy.

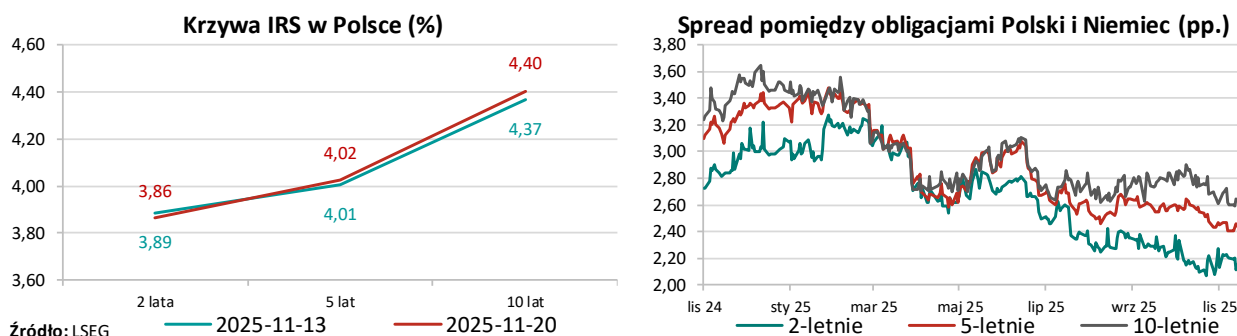
Krajowe dane o inflacji mogą umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2349 (osłabienie złotego o 0,3%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN pozostawał w łagodnym trendzie wzrostowym. Sprzyjało temu umocnienie dolara względem euro, które nastąpiło mimo zwiększenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na piątek publikacja krajowych danych o inflacji. Uważamy, że może ona oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Przeciwny wpływ może mieć natomiast zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej. Zaplanowane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.

Krajowe dane o inflacji w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,86 (spadek o 3pb), 5-letnie zwiększyły się do 4,02 (wzrost o 1pb), a 10-letnie do 4,40 (wzrost o 3pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowaliśmy obniżoną zmienność stawek IRS. Sprzyjała temu niska zmienność stawek IRS na rynkach bazowych.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Uważamy, że może ona sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Przeciwny wpływ będzie miała w naszej ocenie zaplanowana na dzisiaj publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej. 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	3,0	
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	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	0,9	1,7	1,1	1,7	1,2	1,5	-0,2	0,8	1,3
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	-0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-1,2	-0,4	-0,1
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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 24.11.2025 r.						
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	7,4	1,8	2,5
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Październik	-1,2	-1,7	-1,8
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	7,5	7,4	7,2
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Październik	-0,8	-0,8	-0,8
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Październik	0,2	1,0	2,2
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	88,4		88,5
Wtorek 25.11.2025 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,0	0,0	0,0
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Październik	6,6	4,0	4,0
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Październik	6,4	3,6	3,7
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	11,1	10,6	10,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	0,6	0,5	0,4
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	0,2		
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Sierpień	0,2		0,1
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	-4,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	94,6	95,0	94,2
Środa 26.11.2025 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	5,6	5,6	5,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	2,9		0,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	800		709
Czwartek 27.11.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	2,8		2,8
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	-0,46		
Piątek 28.11.2025 r.						
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Listopad	2,8	2,7	2,6
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Listopad	2,3		2,4
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Listopad	43,8		

* 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