



Polska

Komentarz makro-
ekonomiczny

Data

9 grudnia 2025 r.

Arkadiusz Krześniak
Główny Ekonomista
(+48) 22 579 9105

Polska: Komentarz tygodniowy

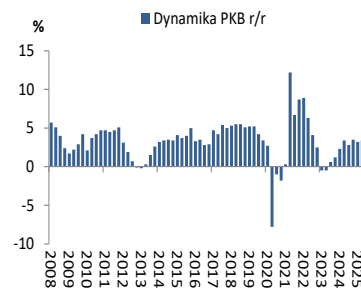
W UBIEGŁYM TYGODNIU:

GUS zrewidował w górę dynamikę **PKB** za 3 kw. br. do 0,9% kw/kw i 3,8% r/r z poprzednio podanych 0,8% kw/kw i 3,7% r/r. W trzecim kwartale br. spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło realnie o 3,5% r/r (dodając 2,0 pkt. proc. do wzrostu PKB), spożycie publiczne wzrosło realnie o 7,4% r/r (dodając 1,5 pkt. proc. do wzrostu PKB). Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 7,1% r/r (dodając 1,1 pkt. proc. do wzrostu PKB), co zostało, jednakże, zniwelowane przez zmniejszenie stanu zapasów (które zmniejszyło wzrost PKB o 1,0 pkt. proc.), i w rezultacie akumulacja brutto wzrosła o 0,6% r/r (co zwiększyło wzrost PKB tylko o 0,1 pkt. proc.).

Indeks **PMI w przemyśle** wzrósł do 49,1 pkt. w listopadzie z 48,8 pkt. w październiku, sygnalizując niewielkie tempo kontrakcji w przemyśle. W listopadzie nowe zamówienia nadal spadały, ale w niewielkim tempie, a sprzedaż na eksport wzrosła po raz pierwszy od marca br. Zatrudnienie w badanych przedsiębiorstwach spadało umiarkowanie, a produkcja niemal się ustabilizowała. Koszty produkcji wzrosły marginalnie, ale przedsiębiorstwa zasadniczo nie zmieniały cen wyrobów, ze względu na presję konkurencyjną. Nadal utrzymywał się optymizm co do wzrostu produkcji w horyzoncie 12 miesięcy.

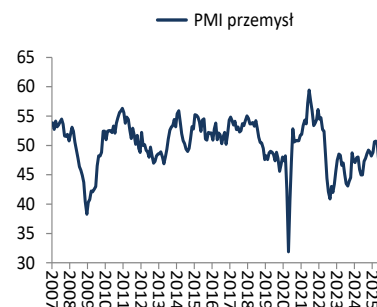
Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, obniżyła stopy procentowe o 25 pb. redukując główną stopę referencyjną do 4,00%. W komunikacie po posiedzeniu RPP wskazała, że w 3 kw. br. dynamika PKB przyspieszyła do 3,8%, ze względu na wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji. Jednocześnie w październiku wzrosła sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa i produkcja budowlana podczas gdy dynamika wynagrodzeń spadła i następował dalszy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Na konferencji prasowej prezes NBP, prof. Adam Glapiński powiedział, że obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny do spadku inflacji i inflacji obecnej oraz dodał, że jest dopasowany do obecnej sytuacji gospodarczej Polski. Prezes NBP zasugerował, że Rada Polityki Pieniężnej będzie chciała przejść w tryb wyczekiwania na kolejne dane, aby upewnić się, jaki wpływ na dynamikę inflacji oraz gospodarkę w kolejnych kwartałach będą miały dokonane w tym roku obniżki. RPP w 2025 r. obniżyła stopy procentowe w sześciu obniżkach - łącznie o 175 punktów bazowych. W jego ocenie stopa interwencyjna może pozostać na obecnym poziomie 4% nieco dłużej. Jego zdaniem, to, czy ten cykl obniżek zakończy się na poziomie 3,75%, czy też 3,50%, będzie zależał od czynników zewnętrznych oraz od preferencji 10 osobowej Rady Polityki Pieniężnej. Prezes NBP dodał, że RPP będzie nadal działać ostrożnie, aby zapewnić trwałe utrzymanie inflacji w celu inflacyjnym. Naszym zdaniem RPP może obniżyć jeszcze stopy łącznie o 50 pb. w pierwszej połowie 2026 r.

Wykres 1. Dynamika PKB



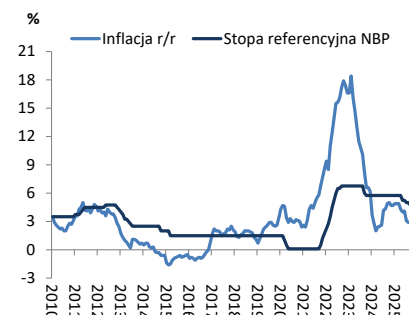
Źródło: GUS

Wykres 2. PMI przemysł



Źródło: S&P Global

Wykres 3. Inflacja i stopa referencyjna NBP



Źródło: GUS, NBP



GŁÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
------	---------	---------------------	-------------	----------	-----------

Brak publikacji istotnych wskaźników

Źródło: prognozy Deutsche Bank Polska S.A., Bloomberg Finance LP

Prognozy kursów walutowych oraz stóp procentowych

	EUR/PLN	USD/PLN	CHF/PLN	GBP/PLN	EUR/USD	Stopa referencyjna	WIBOR 3M*	WIBOR 6M*	EURIBOR 3M	Fed Funds (mid)	Inflacja (Polska)	Rentowność 10L obligacji skarbowych
(koniec okresu)												
gru-25	4,240	3,624	4,511	4,802	1,170	4,00	3,98	3,85	2,08	3,625	2,4	5,20
sty-26	4,250	3,602	4,497	4,826	1,180	4,00	3,89	3,65	2,08	3,625	2,7	5,15
lut-26	4,260	3,604	4,494	4,902	1,182	3,75	3,73	3,54	2,08	3,625	2,4	5,10
mar-26	4,265	3,599	4,489	4,967	1,185	3,75	3,63	3,48	2,08	3,625	2,5	5,05
kwi-26	4,270	3,588	4,471	4,988	1,190	3,50	3,55	3,55	2,08	3,625	2,3	5,00
maj-26	4,278	3,580	4,456	4,994	1,195	3,50	3,55	3,65	2,08	3,625	2,6	4,90
cze-26	4,276	3,563	4,431	4,989	1,200	3,50	3,55	3,65	2,08	3,625	2,6	4,85
lip-26	4,275	3,563	4,407	5,005	1,200	3,50	3,55	3,65	2,08	3,625	2,4	4,80
sie-26	4,275	3,563	4,362	5,005	1,200	3,50	3,55	3,65	2,08	3,625	2,4	4,75
wrz-26	4,270	3,558	4,357	4,999	1,200	3,50	3,55	3,65	2,08	3,375	2,5	4,75

* - według mapy drogowej opublikowanej przez UKNF odejście od WIBOR ma nastąpić w 2027 r.

Uwaga: W związku z wejściem w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014, sposób ustalania stawek WIBOR oraz ich wysokość może ulec zmianie.

Źródło: Deutsche Bank Polska S.A.



Załącznik 1

Wyłączenie odpowiedzialności

Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie

Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że dane zawarte w niniejszej publikacji mają charakter wyłącznie informacyjny, a przedstawiona w niej treść nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, zaproszenia do składania ofert ani rekomendacji do zawarcia transakcji. Niniejsza publikacja nie może być traktowana jako doradztwo ani też nie pełni jakichkolwiek funkcji doradztwa. Wszelkie informacje wykorzystane w niniejszej publikacji zostały pozyskane ze źródeł ogólnie dostępnych, uznanych powszechnie za rzetelne. Deutsche Bank Polska S.A. dołożył należytej staranności w celu zweryfikowania i zaktualizowania informacji zamieszczonych powyżej, jednak w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za ich dokładność ani kompletność jak również za jakąkolwiek szkodę jaką Klient lub osoby trzecie mogą ponieść w wyniku decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszej publikacji.

Transakcje lub produkty tu wymienione mogą nie być adekwatne dla wszystkich inwestorów. Przed podjęciem decyzji zawarcia transakcji lub nabycia produktu Klient powinien, nie opierając się wyłącznie na informacjach przekazanych w niniejszej publikacji, w sposób niezależny ocenić ryzyko ekonomiczne transakcji i czy jest w stanie je podjąć, jej charakter podatkowy, księgowy oraz prawne konsekwencje transakcji jak również potencjalne korzyści oraz straty z nią związane jak również ocenić charakterystykę rynku. Założenia, symulacje i opinie zawarte w niniejszej publikacji stanowią własny osąd Deutsche Bank Polska S.A./osób go sporządzających aktualny w dacie publikacji tego dokumentu, który może ulec zmianie bez konieczności publikowania tego faktu. Wszelkie prognozy są oparte na założeniach dotyczących warunków rynkowych i nie ma gwarancji, że którykolwiek z prognozowanych wyników może być osiągnięty. Historyczne wyniki nie gwarantują wyników w przyszłości. Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że informacje zawarte powyżej w żadnym przypadku nie powinny być traktowane przez klienta jako rekomendacja ani doradztwo Deutsche Bank Polska S.A.

Niniejsza publikacja nie może być powielana ani dystrybuowana w jakikolwiek sposób, a w szczególności za pośrednictwem środków masowego przekazu, bez uprzedniej pisemnej zgody Deutsche Bank Polska S.A., al. Armii Ludowej 26, 00-609 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy KRS pod numerem 0000022493, NIP 676-01-07-416, REGON 350526107, kapitał zakładowy 2 496 849 384 zł (opłacony w całości).

Analyst Certification

Poglądy i opinie wyrażone w tym raporcie stanowią odzwierciedlenie własnego osądu niżej podpisanego analityka, który nie otrzymał, ani nie otrzyma jakiegokolwiek wynagrodzenia za umieszczenie konkretnej rekomendacji lub poglądu w tym raporcie.

Arkadiusz Krześniak