

KOMENTARZ TYGODNIOWY

22 grudnia 2025

Stabilizacja stóp EBC i niejednoznaczne dane z USA. Nowe taryfy URE obniżą inflację CPI na początku 2026 r.

• Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, na posiedzeniu w minionym tygodniu [rada EBC](#) utrzymała stabilne stopy procentowe, w tym stopę depozytową na poziomie 2,0%. Podczas konferencji prasowej prezes Lagarde powtórzyła ocenę, że rada pozostaje „dobrze pozycjonowana i w dobrym miejscu odnośnie do polityki pieniężnej”, ale nie eksponowała tego przekazu już tak mocno jak dotychczas.

• Lekką zmianę retoryki prezes EBC odczytujemy jako chęć pewnej korekty oceny dot. prawdopodobieństwa jakichkolwiek dostosowań w polityce pieniężnej w dłuższym okresie. W większym stopniu te zmiany interpretujemy jako zrównywanie się ryzyka obniżki jak i podwyżki stóp (dotychczas wyraźnie jednostronny bilans ryzyka w kierunku obniżki) niż wzrost prawdopodobieństwa jakiegokolwiek zmiany stóp. Podtrzymujemy zatem naszą dotychczasową prognozę stabilizacji stóp w 2026 r.

• Bardziej oczekiwanym wydarzeniem były publikacje danych makroekonomicznych z USA. Zgodnie z danymi z rynku pracy, w sektorze prywatnym w październiku i listopadzie zatrudnienie wzrosło odpowiednio o 52 tys. oraz 69 tys., tj. podobnie do przeciętnych wyników z II i III kw. br. Stopa bezrobocia w listopadzie (brak danych październikowych) wzrosła natomiast nieznacznie mocniej do 4,6% z 4,4% we wrześniu. Silniej do 3,5% r/r w listopadzie obniżyła się także dynamika wynagrodzeń. Trudno zatem o jednoznaczną ocenę sytuacji na rynku pracy przy z jednej strony stabilnym tempie wzrostu zatrudnienia, ale z drugiej strony troszkę szybszym wzroście bezrobocia. Trudności w interpretacji danych jest także potencjalny wpływ shutdownu na jakość szacunkowych danych (m.in. dobór próby badania), stąd zapewne dopiero dane grudniowe dadzą bardziej przekonujące informacje dot. bieżącej koniunktury na amerykańskim rynku pracy.

• Podobnie, grudniowe dane będą istotną weryfikacją czy faktycznie dezinflacja w USA przyspieszyła. Wg danych listopadowych inflacja CPI obniżyła się do 2,7% r/r, a inflacja bazowa do 2,6% r/r, wyraźnie poniżej prognoz rynkowych. Biorąc jednak pod uwagę brak aktualizacji badań ankietowych za październik, wyniki listopadowe są obciążone większym ryzykiem.

• Zgodne z prognozą lekkiego spowolnienia aktywności były natomiast wyniki sprzedaży detalicznej potwierdzające słabsze wyniki konsumpcji prywatnej na początku kwartału. Ponadto wstępne dane dot. indeksów PMI dla USA za grudzień wskazały na wyraźne osłabienie nastrojów pod koniec roku, wyraźnie poniżej (w szczególności dla sektora usługowego) poziomów notowanych od lipca br.

• Wyraźnie niższy odczyt odnotowano także w przypadku indeksów PMI dla strefy euro. Tym samym po dwóch miesiącach pozytywnych niespodzianek,

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

dane grudniowe już ostudziły rosnący optymizm dot. wyników gospodarczych w strefie euro, podobnie jak grudniowy odczyt indeksu Ifo dla gospodarki niemieckiej.

- Sytuacja na rynkach finansowych nie zmieniała się już istotnie, przy wciąż sporych wątpliwościach dot. danych z USA oraz zbliżającym się okresie świątecznym. Globalny indeks cen akcji MSCI wzrósł w skali tygodnia o 0,2%. Zarówno notowania dolara jak i euro w relacji do koszyka walut zmieniały się minimalnie, a kurs euro wobec dolara utrzymał się lekko powyżej poziomu 1,17 USD/EUR.
- Rentowności obligacji skarbowych w USA nieznacznie obniżyły się (o 4 pkt. baz. do 4,15% w przypadku 10-latek) przy minimalnym wzroście oczekiwań dot. skali obniżek stóp Fed w średnim terminie i niezmiennych prognozach dla stycznia. Lekko wzrosły natomiast (o 4 pkt. baz. do 2,89%) rentowności papierów niemieckich, na co mogła wpłynąć lekka modyfikacja przekazu EBC.
- Z kolei rentowności krajowych SPW wyraźnie obniżyły się w minionym tygodniu o 9–13 pkt. baz. w zależności od tenoru. Solidnie (o ok. 15 pkt. baz.) obniżyły się także stawki IRS oraz FRA. Te zmiany były zapewne efektem ogłoszenia decyzji URE dot. nowej taryfy na energię elektryczną (od stycznia 2026 r. spadek ceny energii elektrycznej o 1,0% względem tzw. zamrożonego poziomu obowiązującego w 2025 r.) oraz taryfy na dystrybucję paliw gazowych (spadek opłat dystrybucyjnych o ok. 1,7%). Ogłoszone przez URE stawki implikują mniejszy od dotychczas zakładanego miesięczny wzrost cen nośników energii (wzrost z tytułu wyższych opłat dystrybucyjnych energii elektrycznych oraz podwyżki opłaty mocowej) w styczniu 2026 r. Ten efekt wpływa na prognozę spadku inflacji CPI w I kw. 2026 r. do ok. 2,0% r/r.
- Choć prognozy inflacji na początku roku są obciążone zdecydowanie wyższą niepewnością, ponadto w 2026 r. zmiana koszyka inflacyjnego będzie dużo głębsza niż w latach minionych, to dalszy spadek inflacji w kierunku kolejnego psychologicznego poziomu 2,0% r/r zwiększa ryzyko przyspieszenia kolejnej obniżki stóp procentowych NBP. Podtrzymujemy scenariusz bazowy wstrzymania się z kolejną obniżką stóp do marca, szczególnie przy założeniu okresowego lekkiego wzrostu inflacji bazowej w grudniu, niemniej w stosunku do wcześniejszych założeń ryzyko dla tego scenariusza wzrosło, szczególnie gdyby okresowo inflacja CPI obniżyła się poniżej poziomu 2,0%.
- Presji na szybsze obniżki stóp nie wspierają natomiast dane listopadowe z [rynku pracy](#). Po kilku miesiącach silniejszego spadku dynamiki wynagrodzeń, w listopadzie wynik zaskoczył *in plus* i dynamika płac powróciła do poziomu 7,0% r/r, przy utrzymującym się od wielu miesięcy stabilnym zatrudnieniu. Stabilna sytuacja na rynku pracy ogranicza ryzyko spowolnienia konsumpcji prywatnej. Choć w listopadzie [dynamika sprzedaży detalicznej](#) wyraźnie obniżyła się, to wynikało to z efektów kalendarzowych. Negatywnie zaskoczyły natomiast wyniki [produkcji w budownictwie](#) i [przemysłu](#). Przy wciąż rosnącej skali projektów współfinansowanych ze środków UE sądzimy, że słabsze dane z budownictwa są wynikiem „standardowej” zmienności danych z miesiąca na miesiąc. Z kolei sporo słabszy wynik produkcji przemysłowej może być opóźnionym odreagowaniem bardzo mocnych danych wrześniowych, po tym jak październikowy korekcyjny spadek produkcji był ograniczony. Na podstawie

opublikowanych w minionym tygodniu danych podtrzymujemy prognozę lekkiego spadku dynamiki PKB w IV kw. do 3,5% r/r.

- W bieżącym tygodniu opublikowane zostaną jeszcze dane dot. listopadowej stopy bezrobocia. Z powodu czynników sezonowych oczekujemy lekkiego jej wzrostu do 5,7%. W ostatnim dniu grudnia GUS opublikuje szacunek *flash* grudniowej inflacji. Prognozujemy, że inflacja CPI obniży się do 2,4% r/r z 2,5% notowanych w listopadzie przy niższej rocznej dynamice cen paliw oraz żywności, ale przy oczekiwanym lekkim wzroście inflacji bazowej do 2,8% r/r (efekty bazy).
- Na rynku globalnym w tygodniu bieżącym opublikowany zostanie opóźniony szacunek PKB w USA w III kw. oraz dane dot. produkcji przemysłowej za październik. Zapewne ważniejsza będzie natomiast publikacja stenogramów z grudniowego posiedzenia FOMC, zaplanowana na 30 grudnia. Z danych na przełomie roku ważne będą natomiast indeksy koniunktury w Chinach, weryfikujące tezę o wyraźnym spowolnieniu aktywności gospodarczej, w szczególności popytu krajowego.
- Choć w kontekście porozumienia pokojowego Ukraina – Rosja wciąż wskazywane są informacje dot. „postępów rozmów” to nie pojawiły się nowe informacje, które znacząco wzmocniłyby prognozę osiągnięcia porozumienia w krótkim okresie.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Wskaźnik inflacji w grudniu – szacunek *flash* (31 grudnia)**

Szacujemy, że w grudniu wskaźnik inflacji CPI wyniósł 2,4% r/r wobec 2,5% r/r w listopadzie. Oczekujemy, że do lekkiego (wg naszych szacunków ok 0,05 pkt. proc.) obniżenia indeksu rocznego CPI przyczyniła się kontynuacja obniżenia rocznej dynamiki cen żywności (m.in. efekt spadku cen masła i mięsa) oraz pogłębienie spadku cen paliw w ujęciu r/r. W przeciwnym kierunku, ograniczając skalę obniżenia CPI, oddziaływał lekki wzrost inflacji bazowej – efekt niskiej bazy odniesienia sprzed roku. Według naszych szacunków ceny nośników energii były neutralne dla grudniowego wskaźnika CPI.

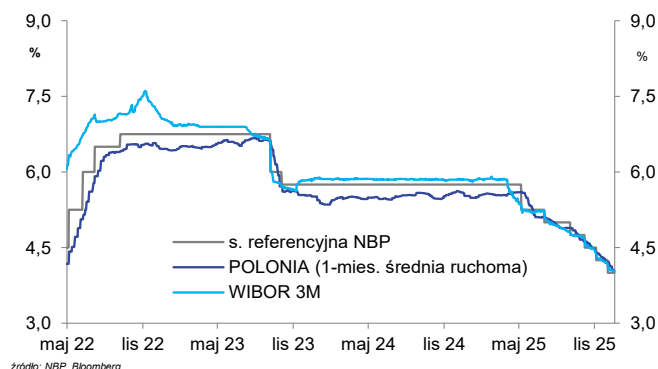
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 22 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lis	10,5% r/r	10,5% r/r	10,3% r/r
wtorek 23 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lis	5,6%	5,7%	5,7%
14:30	US	Dynamika PKB (wst.)	III kw.	3,8%kw/kw	3,2% kw/kw	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	paź	0,1% m/m	0,1% m/m	-
wtorek 30 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> z grudniowego posiedzenia FOMC	gru	-	-	-
środa 31 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	gru	49,2 pkt.	49,1 pkt.	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	gru	49,5 pkt.	49,7 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	gru	49,9 pkt.	49,7 pkt.	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	gru	2,5% r/r	-	2,4% r/r
piątek 2 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	gru	49,1 pkt.	-	49,0 pkt.
poniedziałek 5 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	gru	52,1 pkt.	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	gru	48,2 pkt.	48,3 pkt.	-

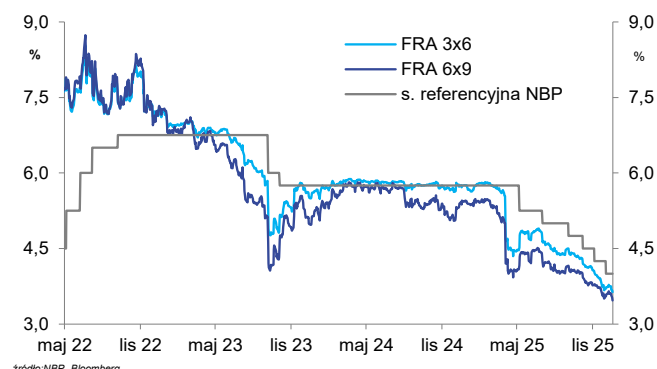
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

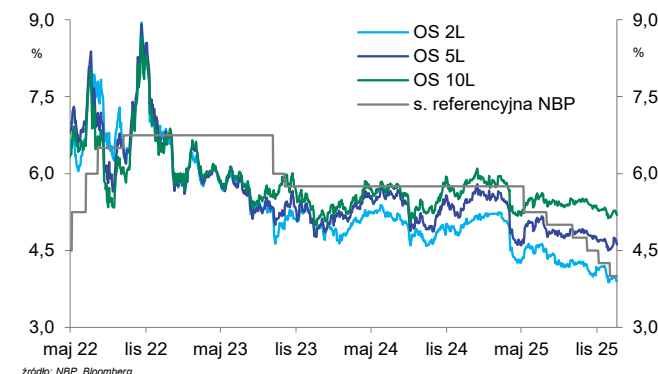
Krajowe stopy procentowe



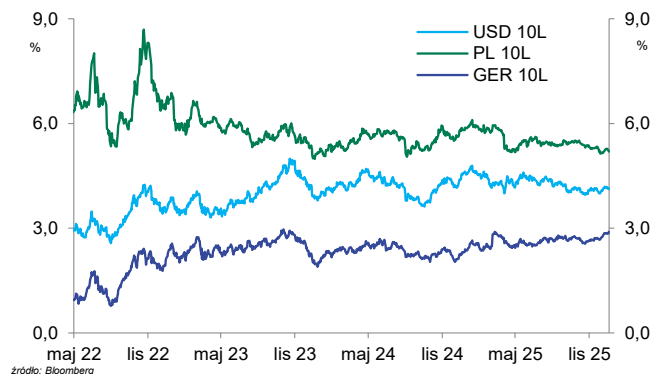
Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



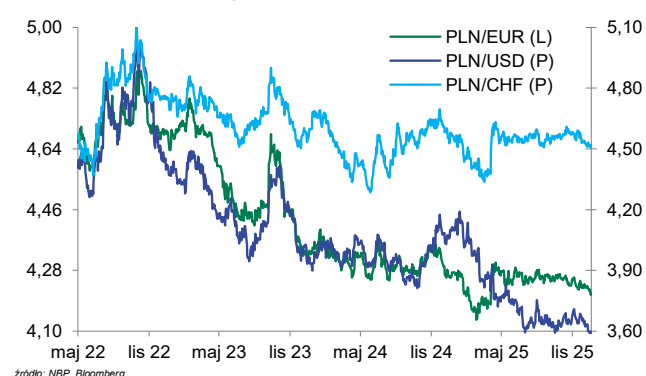
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



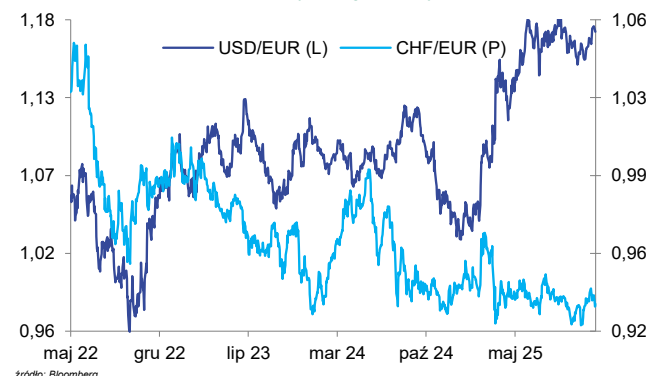
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



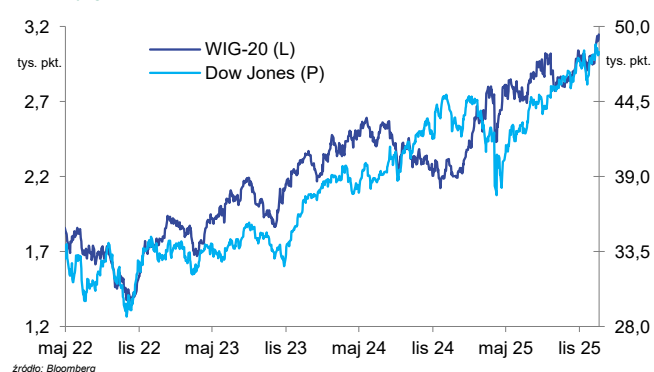
Notowania kursu złotego



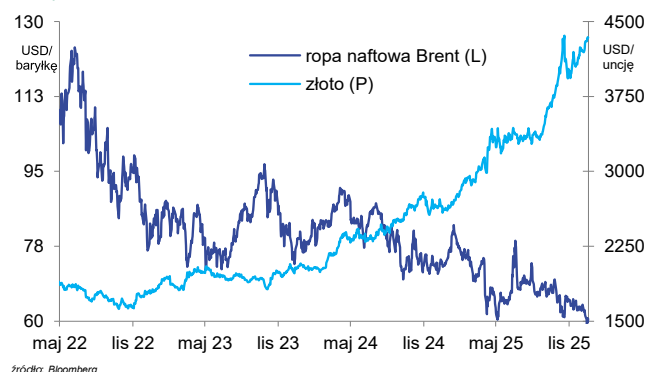
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

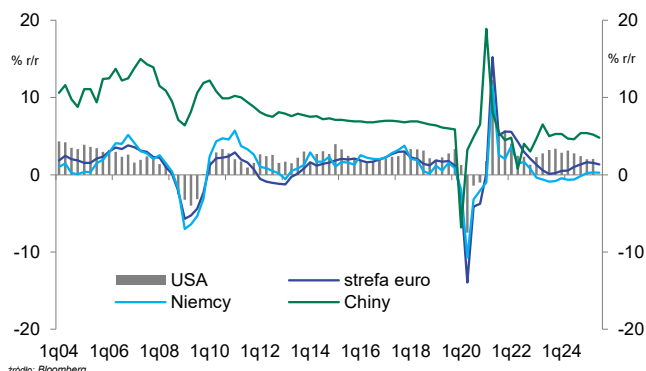


Ceny surowców

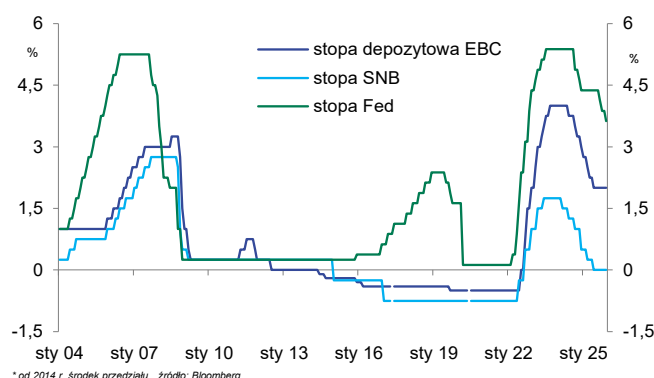


Sfera realna

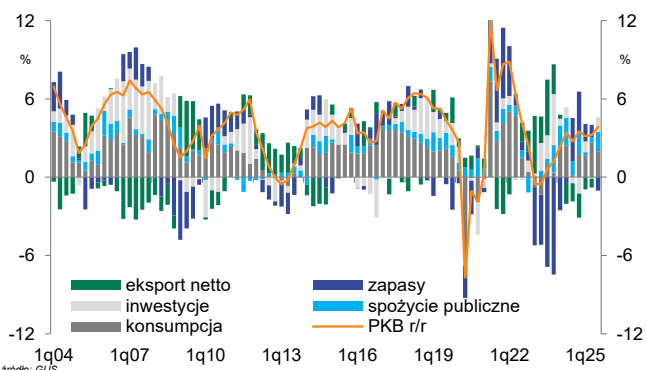
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



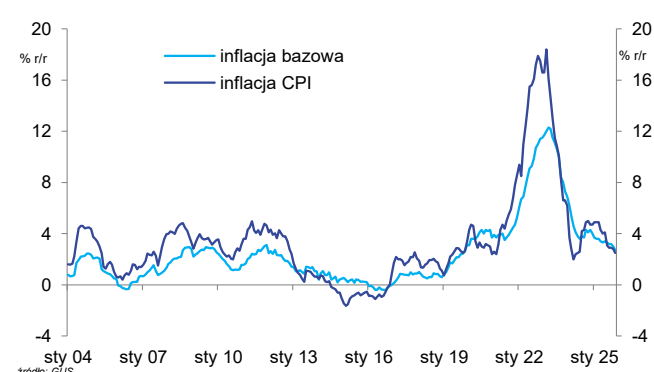
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



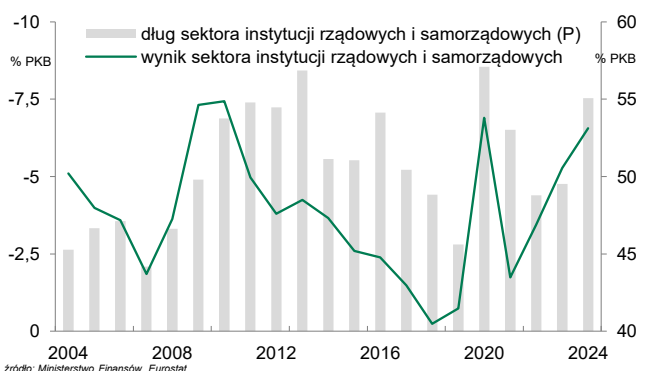
Rynek pracy



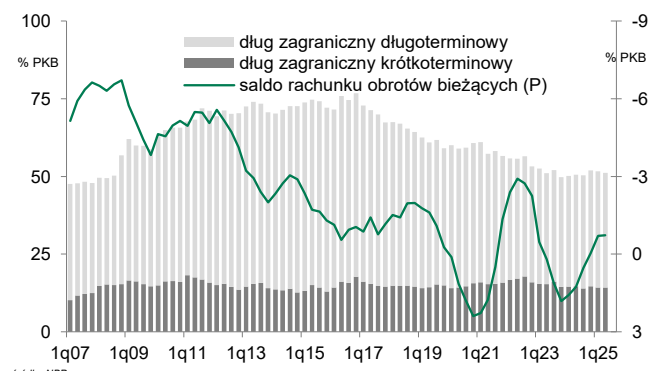
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2025	12.12.2025	19.12.2025	31.01.2026	28.02.2026	31.03.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25
WIBOR 3M	%	4,22	4,06	4,02	4,00	3,95	3,85
FRA 3x6	%	3,67	3,75	3,64	-	-	-
FRA 6x9	%	3,51	3,62	3,47	-	-	-
FRA 9x12	%	3,46	3,59	3,44	-	-	-
IRS 2L	%	3,72	3,79	3,67	-	-	-
IRS 5L	%	3,85	3,98	3,85	-	-	-
IRS 10L	%	4,24	4,39	4,25	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,88	4,00	3,90	3,90	3,85	3,80
Obligacje skarbowe 5L	%	4,50	4,75	4,62	4,60	4,55	4,50
Obligacje skarbowe 10L	%	5,13	5,28	5,19	5,20	5,15	5,15
PLN/EUR	PLN	4,24	4,23	4,21	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,66	3,60	3,59	3,70	3,71	3,73
PLN/CHF	PLN	4,54	4,53	4,52	4,56	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,16	1,17	1,17	1,15	1,15	1,14
Stopa Fed	%	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,01	4,18	4,15	4,10	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,86	2,89	2,80	2,75	2,70

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione. Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.