

KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 grudnia 2025

Fed obniżył stopy o 25 pkt. baz., EBC najpewniej utrzyma je na niezmiennym poziomie.

- Ubiegłotygodniowe posiedzenie FOMC nie zmieniło istotnie sytuacji na globalnym rynku finansowym. Zgodnie z dominującymi oczekiwaniami stopy Fed zostały obniżone o 25 pkt. baz., jednocześnie decyzji tej towarzyszył raczej ostrożny przekaz dotyczący dalszego luzowania polityki pieniężnej.
- Podczas konferencji prasowej prezes Fed powiedział, że grudniowa obniżka była ostatnią w cyklu „zarządzania ryzykiem” oraz że stopy procentowe są obecnie zbliżone do poziomu tzw. neutralnej stopy, dlatego kolejne obniżki nastąpią jedynie w sytuacji pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Członkowie FOMC nie zmienili swoich oczekiwań dot. przyszłych stóp procentowych, co jednak nie dziwi biorąc pod uwagę brak publikacji wielu istotnych danych w związku z shutdownem.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia dot. osłabienia amerykańskiego rynku pracy na przełomie roku podtrzymujemy oczekiwania kolejnej obniżki stóp na posiedzeniu w styczniu o 25 pkt. baz. (i łącznie o 50 pkt. baz. w I poł. br.). Tę prognozę będą natomiast weryfikować publikacje danych z USA, w tym opóźniona publikacja miesięcznych danych z rynku pracy (zatrudnienie, bezrobocie, wynagrodzenia) za okres październik – listopad zaplanowana na wtorek. Dane te oraz publikowane na początku stycznia dane za grudzień będą najważniejszym czynnikiem determinującym krótkookresową politykę Fed. Opublikowane ostatnio październikowe dane ankiety JOLTS wskazały na nieco wyższy wobec prognoz poziom wolnych miejsc pracy, ale z drugiej strony na wzrost wskaźnika zwolnień.
- Publikacje danych dot. rynku pracy w bieżącym tygodniu będą zapewne ważniejsze dla inwestorów niż posiedzenie rady EBC. Biorąc pod uwagę stabilną sytuację w sferze realnej gospodarki strefy euro, jak i dot. inflacji, powszechnie oczekuje się, że rada EBC utrzyma stopy procentowe bez zmian oraz podtrzyma przekaz wskazujący na niskie prawdopodobieństwo zmiany poziomu stóp w kolejnych miesiącach.
- Przy wciąż niezłych danych dot. aktywności globalnej gospodarki, mało gołym okiem przekazie najważniejszych banków centralnych oraz wysokim poziomie długu publicznego w minionym tygodniu miał miejsce dalszy lekki wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wzrosły o ok. 5 pkt. baz., osiągając poziom 2,85% w przypadku papierów niemieckich oraz 4,18% w przypadku obligacji USA.
- Na rynku walutowym w minionym tygodniu zyskiwało euro i tracił dolar w relacji do koszyka walut i kurs euro wobec dolara wzrósł do 1,175 USD/EUR. Przeciwnie kierunki zmian notowano na rynkach akcji. Indeks MSCI dla USA osłabł w skali tygodnia o 0,7%, indeks dla strefy euro nie zmienił się, co przy lekkiej poprawie indeksu dla rynków wschodzących skutkowało spadkiem syntetycznego indeksu globalnego o 0,3%.

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

- Generalnie niezłe nastroje globalne osłabiają dolara i wzmacniają napływ kapitału na rynki wschodzące, pomimo kolejnych słabszych danych dot. chińskiej gospodarki. O ile w listopadzie wyniki chińskiego eksportu odreagowały po październikowym osłabieniu (wciąż słaby eksport do USA, ale wzmacniający się do strefy euro), to wskaźniki popytu krajowego ponownie zaskoczyły negatywnie, w szczególności pogłębił się spadek inwestycji i na sporo słabszym poziomie w listopadzie ukształtowała się sprzedaż detaliczna.
- Na krajowym rynku wzrost rentowności obligacji skarbowych okazał się silniejszy niż na rynkach bazowych, przy wzroście rentowności 10-latek o 11 pkt. baz. do 5,28% oraz wzroście rentowności 2-letnich papierów o 6 pkt. baz. do poziomu 4,0%. Na wzrost rentowności, poza wątkami globalnymi, mogły także wpływać wypowiedzi członków RPP, w których dominowała ostrożność dot. obniżek stóp NBP w najbliższym czasie (generalnie członkowie wskazywali na marzec jako najbardziej prawdopodobny moment kolejnej redukcji stóp) oraz generalnej przestrzeni do luzowania polityki pieniężnej w br. (wskazywane 25 – 50 pkt. baz. w całym roku).
- Te wypowiedzi są spójne z naszą prognozą bazową, niemniej przy wysokiej adaptacyjności Rady kluczowe dla tych decyzji będą napływające na bieżąco dane dot. inflacji. Zgodnie z dzisiejszą publikacją GUS skorygował lekko w górę szacunek listopadowego indeksu CPI – do 2,5% r/r z 2,4% wg *flash*. Na podstawie danych GUS szacujemy, że listopadowy wskaźnik inflacji bazowej obniżył się do 2,7% r/r wobec 3,0% w październiku (publikacja we wtorek).
- W bieżącym tygodniu rozpocznie się seria publikacji miesięcznych danych ze sfery realnej krajowej gospodarki, z których z punktu widzenia RPP zapewne najistotniejsze będą dane dot. wynagrodzeń (publikacja w czwartek). Po czwartkowej publikacji produkcji przemysłowej i budowlanej, w przyszły poniedziałek zostaną jeszcze opublikowane dane dot. sprzedaży detalicznej.
- Sytuacja rynkowa będzie zapewne natomiast zdominowana dużą liczbą publikacji danych z gospodarki amerykańskiej (opóźnione publikacje w związku z shutdownem). Poza danymi z rynku pracy, ważne będą także dane dot. listopadowego wskaźnika CPI oraz październikowych danych dot. wskaźnika PCE jak również dane dot. wydatków konsumentów w październiku. W przyszłym tygodniu opublikowane zostaną także wstępne wskaźniki PMI w strefie euro i USA za grudzień, które rzucą więcej światła na ocenę aktywności gospodarczej pod koniec 2025 r.
- Choć kolejne doniesienia wskazują na „owocne wyniki rozmów” dot. zakończenia wojny Rosja – Ukraina, w dalszym ciągu brak jest konkretniejszych informacji nt. ostatecznych warunków pokoju, skłonności Rosji do zawarcia porozumienia i tym samym czasowej perspektywy zakończenia wojny.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (18 grudnia)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.

Biorąc pod uwagę publikacje korzystnych danych dot. indeksów PMI, które ograniczają ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności w strefie euro oraz stabilne wskaźniki inflacji HICP, jak również wyhamowanie dotychczasowej aprecjacji euro, oczekujemy utrzymania dotychczasowego przekazu EBC wskazującego na preferencję utrzymania stabilnych stóp. Zakładamy, że prezes EBC Ch. Lagarde wciąż jako „optymalny” oceni stan polityki monetarnej. Jednocześnie zapewne rada EBC nie dokona żadnych istotniejszych zmian w komunikacji, które zamknęłyby opcję ewentualnej obniżki stóp w miesiącach kolejnych biorąc pod uwagę wciąż podwyższone ryzyko rozwoju sytuacji gospodarczej.

Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

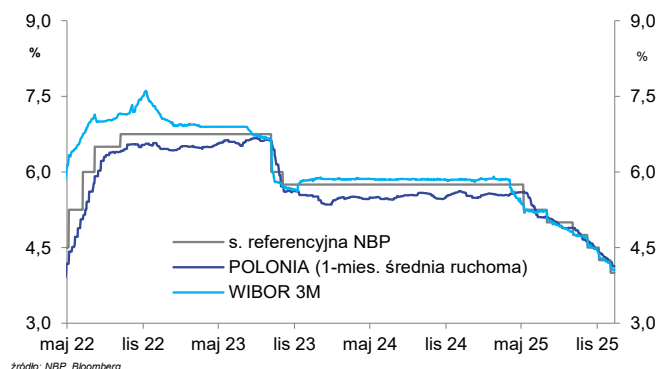
poniedziałek 15 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa		paź	0,2% m/m	0,8% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących		paź	-0,725 mld EUR	0,163 mld EUR	0,554 mld EUR
wtorek 16 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		gru	48,2 pkt.	48,5 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		gru	53,1 pkt.	53,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		gru	49,6 pkt.	49,9 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		gru	53,6 pkt.	53,3 pkt.	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy		lis	3,0% r/r	2,9% r/r*	2,7% r/r**
14:00	HU	Decyzja Węgierskiego Banku Centralnego dot. stóp procentowych		gru	6,50%	6,50%	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia		lis	119,0 tys. (wrz)	50,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia		lis	4,4% (wrz)	4,5%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia		lis	3,8% r/r (wrz)	3,6% r/r	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna		paź	0,2% m/m	0,1% m/m	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)		gru	52,2 pkt.	51,9 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)		gru	54,1 pkt.	55,0 pkt.	-
środa 17 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo		gru	88,1 pkt.	88,2 pkt.	-
czwartek 18 grudnia				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw		lis	-0,8% r/r	-0,9% r/r	-0,9% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw		lis	6,6% r/r	6,3% r/r	6,4% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa		lis	3,2% r/r	2,9% r/r	2,3% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI		lis	-2,2% r/r	-2,5% r/r	-2,2% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa		lis	4,1% r/r	2,5% r/r	0,7% r/r
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych		gru	4,00%	4,00%	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / ref.)		gru	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych		gru	3,50%	3,50%	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI		lis	3,0% m/m (wrz)	3,0% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI		lis	3,0% m/m (wrz)	3,1% m/m	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC		gru	-	-	-

poniedziałek 22 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	lis	5,4% r/r	3,9% r/r	2,6% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lis	10,5% r/r	10,5% r/r	10,3% r/r

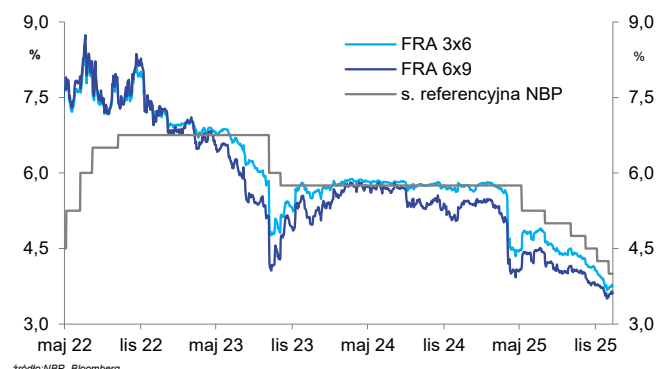
**prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z CPI w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu.*

Rynki finansowe

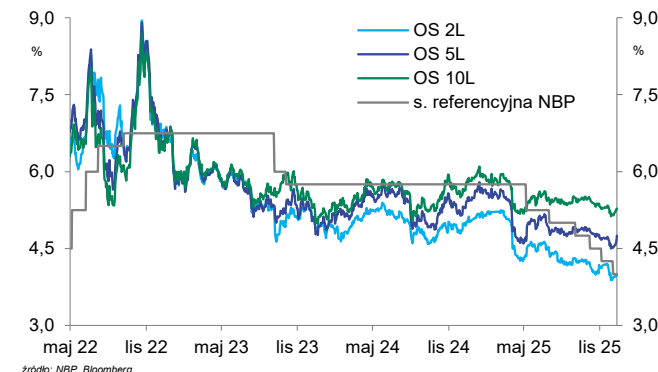
Krajowe stopy procentowe



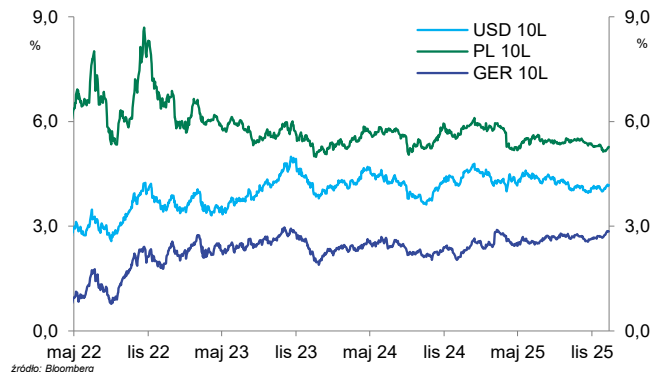
Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



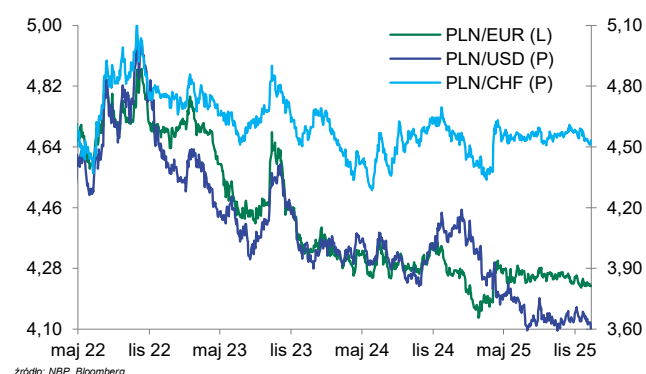
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



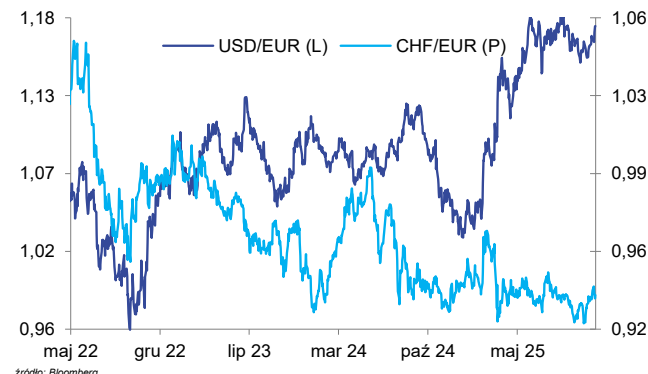
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



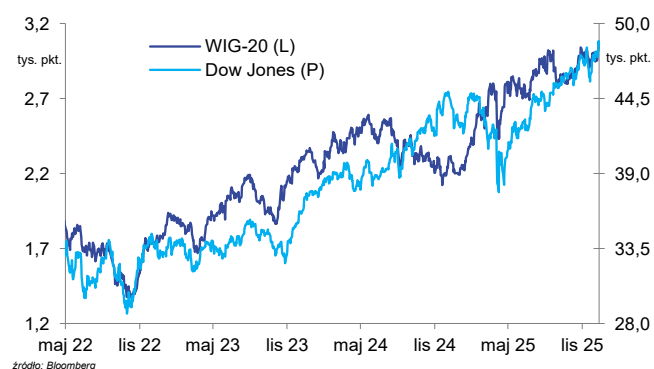
Notowania kursu złotego



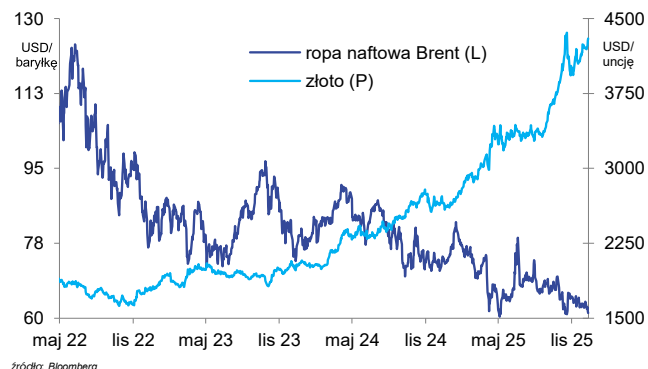
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

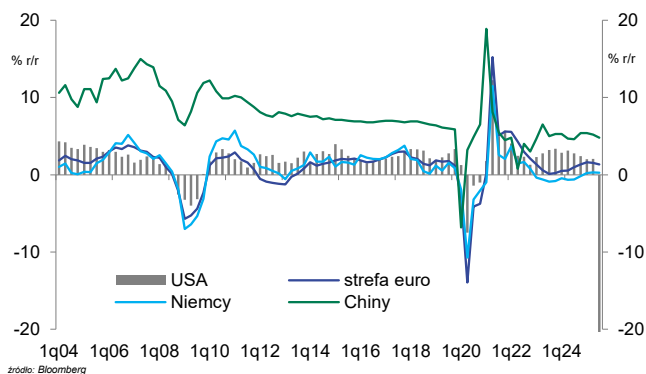


Ceny surowców

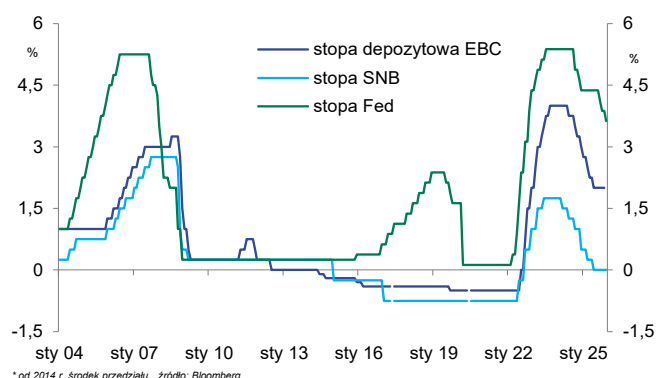


Sfera realna

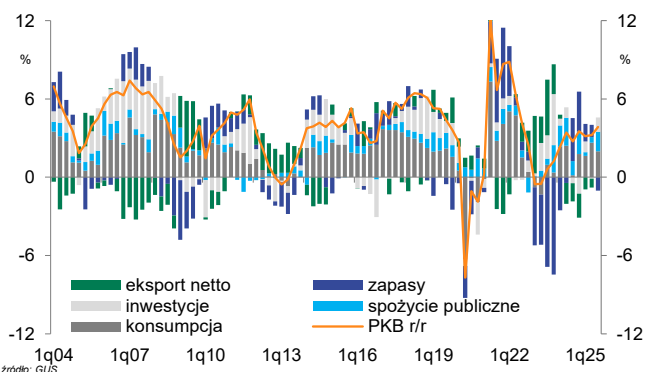
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



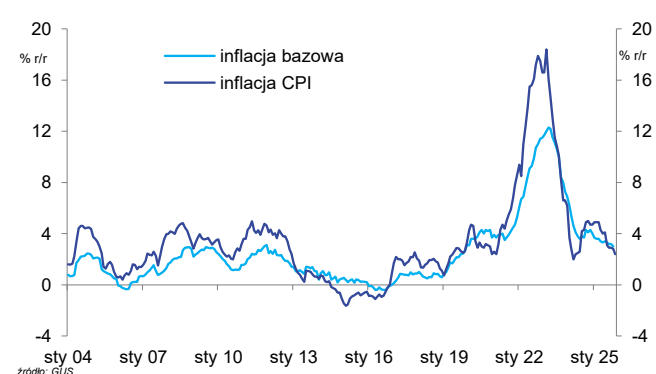
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



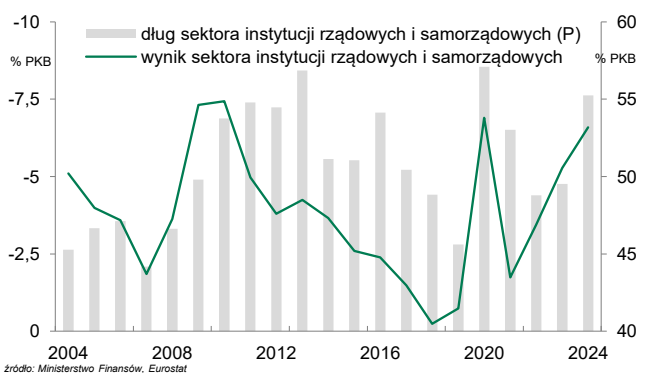
Rynek pracy



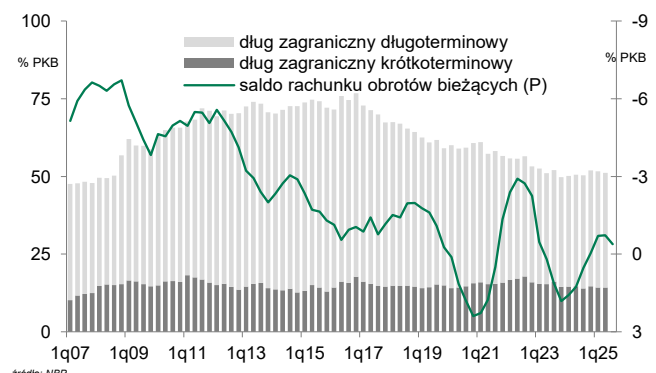
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2025	05.12.2025	12.12.2025	31.12.2025	31.01.2026	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	4,07	4,06	4,05	4,00	3,85
FRA 3x6	%	3,67	3,73	3,75	-	-	-
FRA 6x9	%	3,51	3,60	3,62	-	-	-
FRA 9x12	%	3,46	3,56	3,59	-	-	-
IRS 2L	%	3,72	3,76	3,79	-	-	-
IRS 5L	%	3,85	3,92	3,98	-	-	-
IRS 10L	%	4,24	4,31	4,39	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,88	3,94	4,00	3,95	3,90	3,80
Obligacje skarbowe 5L	%	4,50	4,54	4,75	4,55	4,50	4,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,13	5,17	5,28	5,20	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,24	4,23	4,23	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,66	3,63	3,60	3,68	3,70	3,73
PLN/CHF	PLN	4,54	4,52	4,53	4,56	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,16	1,16	1,17	1,16	1,15	1,14
Stopa Fed	%	4,00	4,00	3,75	3,75	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	4,14	4,18	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,80	2,86	2,65	2,60	2,55

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.