

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 stycznia 2026

Pod koniec 2025 r. stabilna sytuacja na rynkach finansowych. Krajowa inflacja CPI w grudniu na poziomie 2,4% r/r.

- Końcówka 2025 roku minęła pod znakiem stonowanych zmian na globalnym rynku finansowym w warunkach ograniczonej płynności rynkowej w okresie świąteczno-noworocznym.
- W ostatniej dekadzie roku notowania na rynkach bazowych obligacji poruszały się w trendzie bocznym – rentowności 10-letnich papierów skarbowych w USA wahały się w przedziale 4,11–4,17%, a w Niemczech 2,85–2,90%. Stabilne pozostały oczekiwania rynkowe co do przyszłych decyzji głównych banków centralnych. Rynki oczekują z prawdopodobieństwem ok. 80%, że najbliższa obniżka stóp Fed o 25 pkt. baz. będzie miała miejsce na posiedzeniu kwietniowym. W przypadku EBC utrzymują się oczekiwania rynkowe, że w 2026 roku nie dojdzie do zmian stóp.
- Pod koniec 2025 roku impulsem dla wzrostu rentowności papierów skarbowych w USA mogła być publikacja stenogramu z grudniowego posiedzenia FOMC (podczas którego obniżono stopy o 25 pkt. baz.). Choć nie jest zaskoczeniem spora różnica zdań w Komitecie dot. przyszłej polityki monetarnej, to informacja, że „kilku zwolenników obniżenia stopy proc. na tym spotkaniu wskazało, że decyzja była bardzo zrównoważona lub że mogli poprzeć utrzymanie docelowego zakresu bez zmian” mogła dać impuls do korekty notowań obligacji na płytkim rynku.
- Na rynkach akcji przez większość ostatnich dni minionego roku panowały niezłe nastroje ze wzrostem notowań akcji, dopiero końcówka roku przyniosła korektę spadkową, głównie na rynku amerykańskim. W efekcie w ostatniej dekadzie grudnia globalny indeks akcji MSCI wzrósł jedynie o 0,2%, przy symbolicznym wzroście w USA o 0,1 oraz o 0,5% w strefie euro, z jednocześnie bardzo solidnym wzrostem indeksu MSCI na rynkach wschodzących (2,2%), głównie za sprawą rynków azjatyckich (z wyjątkiem Chin).
- Na rynku walutowym ostatnia dekada grudnia 2025 roku minęła pod znakiem okresowego osłabienia dolara w okolice 1,18 dolara za euro, która jednak w samej końcówce roku została odwrócona w okolice 1,175 USD/EUR, czyli do poziomów notowanych w połowie grudnia.
- Okres świąteczno-noworoczny minął przy ubogim kalendarzu publikacji danych makroekonomicznych. Z najistotniejszych publikacji wskazać należy publikację lepszych od oczekiwań danych nt. PKB w USA za III kw. ze wzrostem o 4,3% kw/kw w ujęciu zannualizowanym wobec 3,8% w II kw. oraz wobec oczekiwanych 3,3%. Ponadto w samej końcówce roku opublikowane zostały grudniowe indeksy PMI z gospodarki chińskiej i one także lekko zaskoczyły in plus.
- Na krajowym rynku ostatnia dekada 2025 roku minęła pod znakiem wzrostu notowań akcji na GPW (WIG wzrósł o 1,5%), lekkiego osłabienia złotego (w relacji do koszyka walut o 0,5%, do 4,23 złotego za euro oraz do 3,60 złotego za dolara

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

na koniec roku) i kontynuacji spadku rynkowych stóp procentowych (rentowności złotych obligacji i notowań IRS). Zmiany te miały miejsce w warunkach niskiej, świątecznej płynności rynkowej.

- Kontynuacji obniżenia rentowności złotych papierów skarbowych, które w przypadku obligacji 10-letnich obniżyły się o 4 pkt. baz. do 5,15% na koniec roku, sprzyjało ugruntowanie się oczekiwań na dalsze rozluźnianie polityki monetarnej NBP w nowym roku. Temu scenariuszowi sprzyja opublikowana w Sylwestra [wstępny szacunek grudniowej inflacji CPI](#) na poziomie 2,4% r/r. Według naszych szacunków daje ona punkt wyjścia dla dalszego obniżenia inflacji w I kw. br. w kierunku 2% r/r. W kierunku niższej inflacji będzie nadal oddziaływać kontynuacja spadku dynamiki cen żywności, pogłębienie ujemnej dynamiki cen paliw oraz kontynuacja stopniowego spadku inflacji bazowej (efekt obniżającej się dynamiki płac, mocnego złotego oraz globalnej presji na niskie ceny towarów).
- Publikacja zgodnej z oczekiwaniami grudniowej inflacji nie zmienia naszego bazowego scenariusza, zgodnie z którym do kolejnej obniżki stóp o 25 pkt. baz. dojdzie na posiedzeniu RPP w marcu – po pauzie w cyklu obniżek w styczniu i lutym. Zgodnie z ostatnimi wypowiedziami członków RPP, większość z nich preferuje przerwę w cyklu obniżek stóp. Jednocześnie na podstawie wcześniejszych doświadczeń mamy świadomość, że członkowie RPP potrafią zmienić podglądy pod wpływem bieżących danych o inflacji, dlatego ten czynnik trzeba brać pod uwagę przewidując przyszłe decyzje RPP. Podczas styczniowego posiedzenia RPP nie będzie miała do dyspozycji nowych danych inflacyjnych (brak publikacji inflacji *flash* za styczeń), a w lutym Rada będzie dysponowała jedynie styczniową inflacją sporządzoną w oparciu o koszyk inflacyjny obowiązujący w 2025 r. Choć w marcu RPP nadal nie będzie dysponowała szacunkami inflacji za styczeń i luty w oparciu o nowy koszyk inflacyjny (planowana publikacja w połowie marca), jednak będzie dysponowała nową projekcją NBP i bardziej wiarygodnymi prognozami inflacji – zarówno w krótkiej, jak i dłuższej perspektywie. Dlatego marzec w naszej ocenie jest najbardziej prawdopodobnym momentem najbliższej obniżki stóp NBP. Jednocześnie biorąc pod uwagę adaptacyjną funkcję reakcji RPP przyznajemy, że bilans dla naszego scenariusza ciąży w kierunku wcześniejszej niż późniejszej decyzji o obniżce stóp NBP.
- W przyszłym tygodniu i z początkiem kolejnego tygodnia oczekiwana jest seria publikacji danych ze światowej gospodarki, wśród nich najistotniejsze to: grudniowe dane z rynku pracy w USA nt. zatrudnienia i stopy bezrobocia (pierwsze przygotowywane po zakończeniu shutdownu w USA) oraz dwie ankiety JOLTS (za listopad i grudzień). Z USA ponadto opublikowane zostaną grudniowe wskaźniki koniunktury ISM w przemyśle i usługach. W przypadku strefy euro przyszły tydzień przyniesie publikacje wstępnego szacunku inflacji HICP za grudzień oraz sprzedaży detalicznej za listopad. Z Niemiec napłyną istotne dane nt. produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle za listopad.
- W Polsce nie oczekujemy istotnych publikacji danych, *nota bene* styczniowe posiedzenie RPP zaplanowane jest dopiero na 13-14 stycznia.
- Choć w okresie świąteczno-noworocznym napływały informacje nt. „dalszego postępu w negocjacjach” dot. porozumienia pokojowego Ukraina – Rosja, niemniej nie były one na tyle konkretne, by znacząco wesprzeć scenariusz, że osiągnięcie porozumienia pokojowego nastąpi w najbliższych dniach.

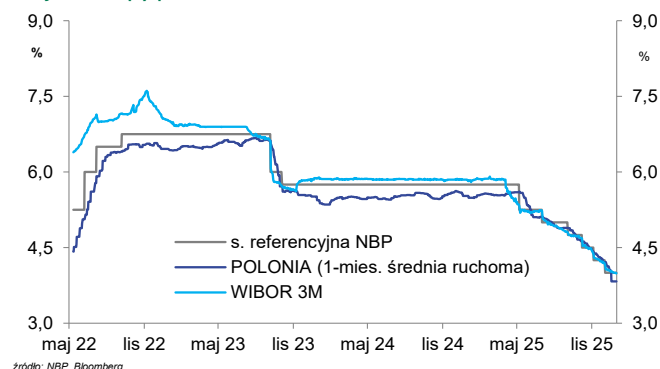
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 5 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	gru	52,1 pkt.	52,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	gru	48,2 pkt.	48,4 pkt.	-
środa 7 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	gru	2,1% r/r	2,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	gru	2,4% r/r	2,4% r/r	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	gru	52,6 pkt.	52,2 pkt.	-
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS	lis	7,67 tys.	7,70 tys.	-
czwartek 8 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	lis	1,5% m/m	-1,0% m/m	-
piątek 9 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	gru	0,7% r/r	-	-
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	lis	1,8% m/m	-0,4% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	lis	0,0% m/m	0,1% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	gru	64,0 tys.	52,5 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	gru	4,6%	4,5%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	gru	3,5% r/r	3,6% r/r	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	gru	52,9 pkt.	-	-
poniedziałek 12 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS	gru	-	-	-

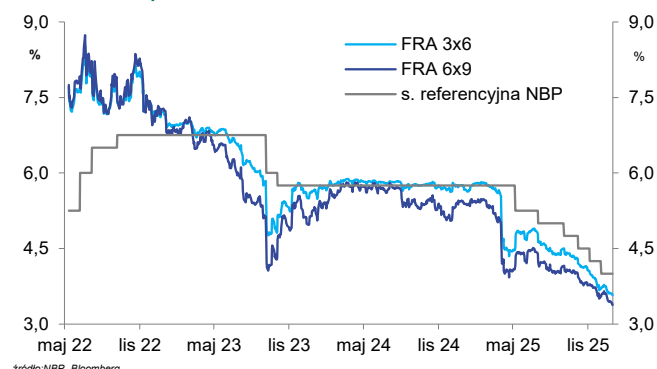
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

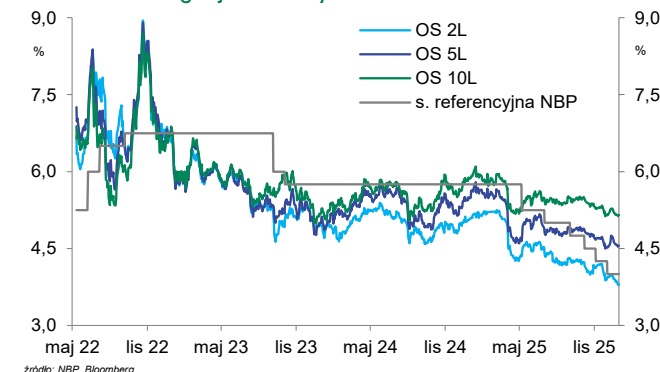
Krajowe stopy procentowe



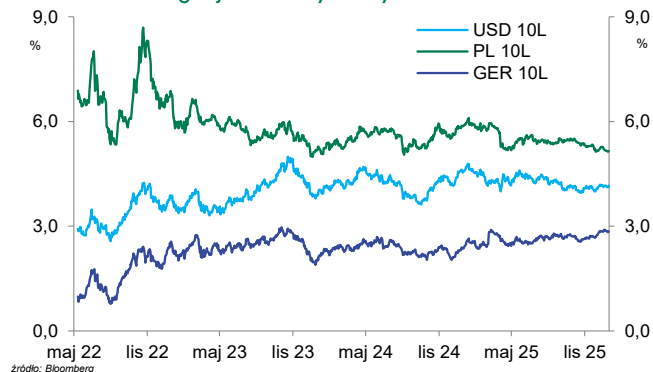
Oczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



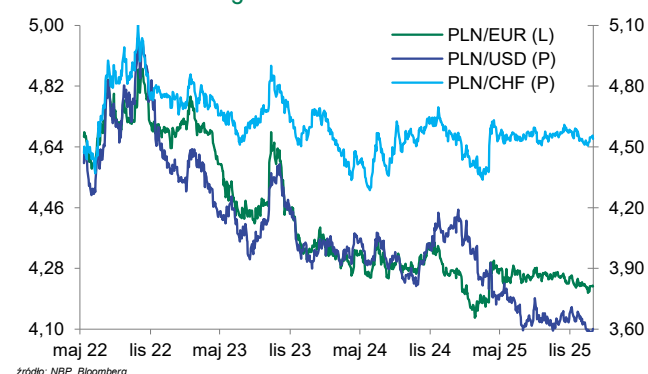
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



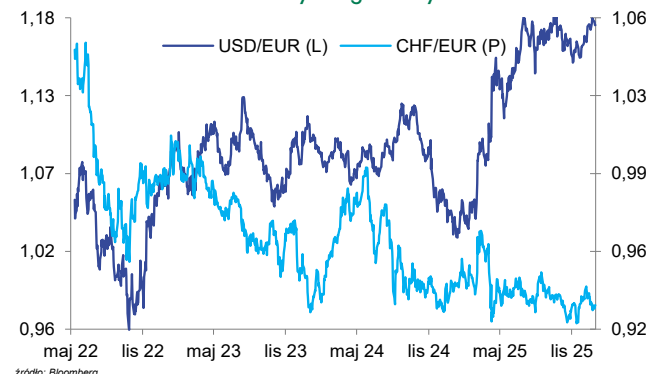
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



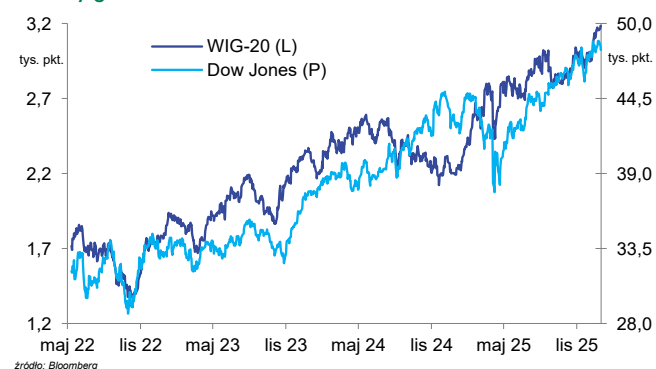
Notowania kursu złotego



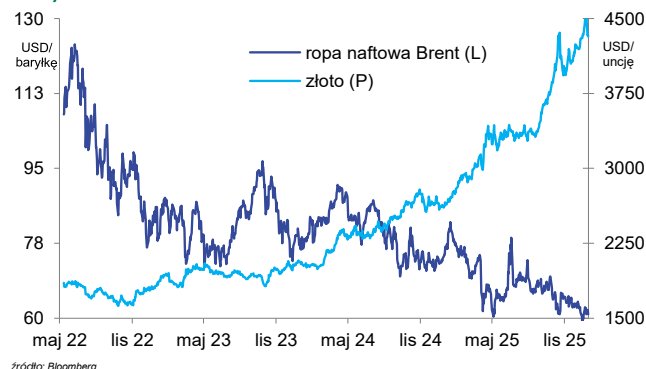
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

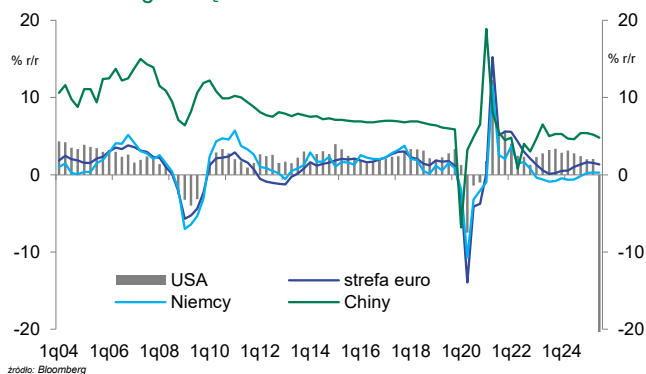


Ceny surowców

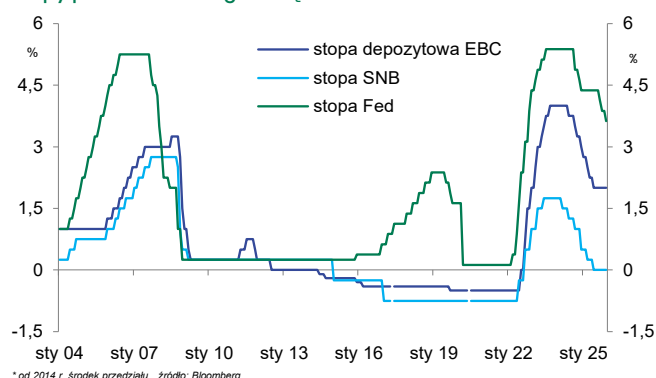


Sfera realna

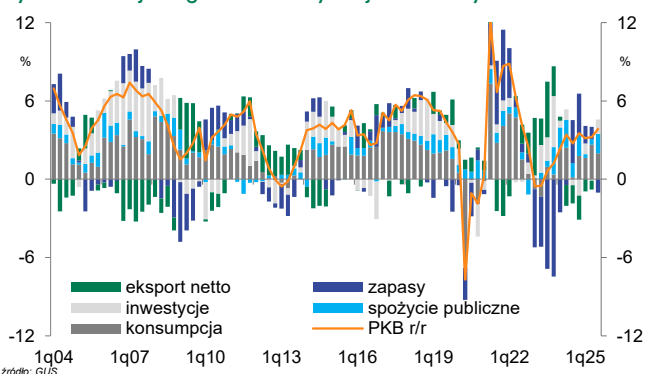
Wzrost PKB za granicą



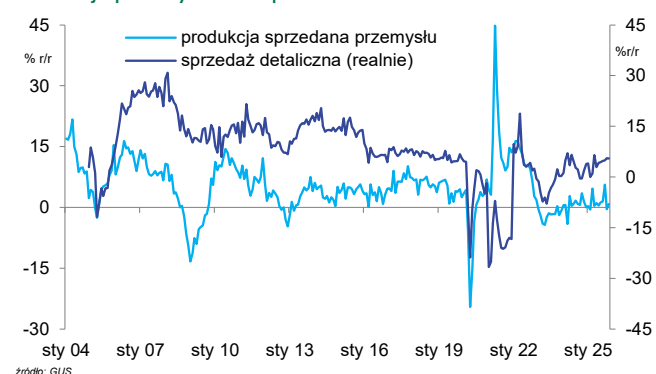
Stopy procentowe za granicą



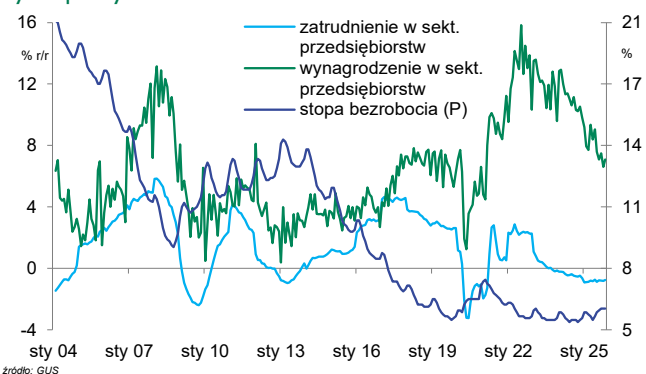
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



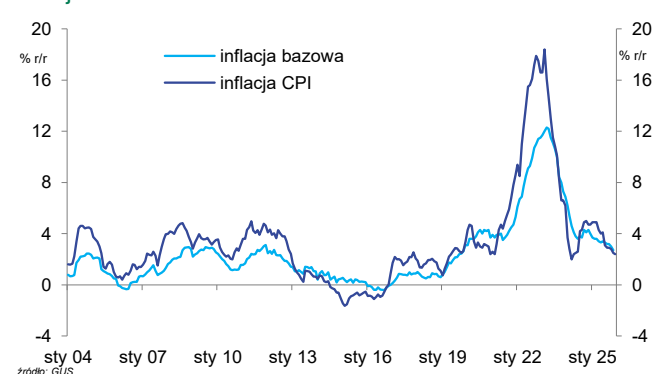
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



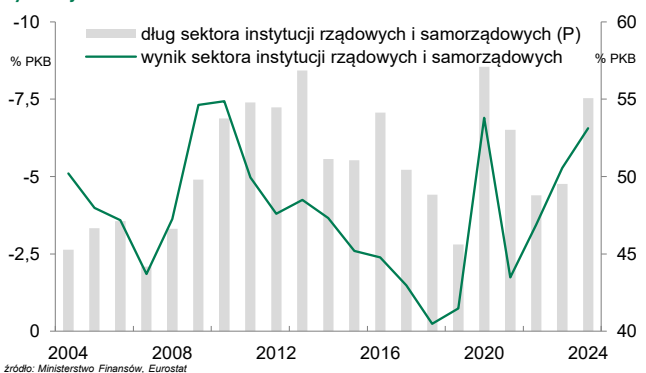
Rynek pracy



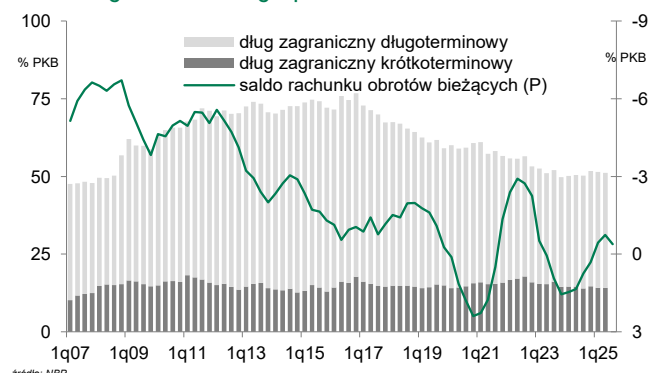
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2025	19.12.2025	31.12.2025	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	4,02	3,99	4,00	3,95	3,85
FRA 3x6	%	3,67	3,64	3,58	-	-	-
FRA 6x9	%	3,51	3,47	3,38	-	-	-
FRA 9x12	%	3,46	3,44	3,33	-	-	-
IRS 2L	%	3,72	3,67	3,58	-	-	-
IRS 5L	%	3,85	3,85	3,79	-	-	-
IRS 10L	%	4,24	4,25	4,22	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,88	3,90	3,80	3,92	3,90	3,85
Obligacje skarbowe 5L	%	4,50	4,62	4,55	4,62	4,60	4,55
Obligacje skarbowe 10L	%	5,13	5,19	5,15	5,23	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,24	4,21	4,23	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,66	3,59	3,60	3,63	3,65	3,66
PLN/CHF	PLN	4,54	4,52	4,54	4,56	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,16	1,17	1,17	1,17	1,17	1,16
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	4,15	4,17	4,10	4,05	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,89	2,85	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.