

KOMENTARZ TYGODNIOWY

8 grudnia 2025

RPP zakończyła rok obniżką stóp do 4,0%. Teraz kolej na Fed – oczekujemy redukcji stóp o 25 pkt. baz.

- Na krajowym rynku wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej i obniżka stóp procentowych NBP o 25 pkt. baz. Taka decyzja Rady była powszechnie oczekiwana od momentu publikacji wstępnego szacunku listopadowej inflacji CPI na poziomie 2,4% (sporo poniżej oczekiwań).
- Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu nie przyniosła niespodzianki. Tak jak dotychczas prezes Głapiński podkreślił, że Rada nie zapowiada kolejnych decyzji i że decydować o nich będą napływające dane z gospodarki. Jednocześnie zasugerował, że w krótkim okresie „Rada będzie chciała przejść w stan „wait and see” zobaczyć, jak zadziałają [dotychczasowe] obniżki”. Wskazał natomiast, że perspektywy dalszego poluzowania polityki monetarnej w trakcie przyszłego roku są „dobre” i przy tej okazji padły poziomy 3,50% lub 3,75% jako te, które mogłyby być brane pod uwagę jako docelowe poziomy stopy referencyjnej NBP.
- Przekaz prezesa NBP z konferencji jest spójny z naszymi oczekiwaniami, że z początkiem 2026 r. w Radzie dojdą do głosu zwolennicy bardziej rozłożonego w czasie procesu dalszego obniżania stóp. Naszym zdaniem przesłanką do tego będzie wyhamowanie w grudniu trendu spadkowego inflacji, co przy obserwowanej jednoznacznie adaptacyjnej funkcji reakcji RPP będzie miało zapewne pierwszoplanowe znaczenie. Kolejne decyzje będą zależały od napływających danych inflacyjnych. W związku z tym, że w lutym i marcu nie będą dostępne precyzyjne dane nt. CPI przeliczone wg nowego koszyka inflacyjnego, trudno precyzyjnie wskazać moment kolejnej obniżki stóp. Obecnie największe prawdopodobieństwo przypisujemy kolejnej obniżce stóp w marcu.
- Zakładamy, że w 2026 r. w warunkach stabilizacji inflacji w okolicach celu NBP Rada będzie dążyła do stopniowego obniżenia stopy realnej (tj. stopie NBP skorygowanej o inflację) w okolice 1 pkt. proc. wobec 1,5 pkt. proc. obecnie. Taki kierunek zmian stóp wybrzmiał w ostatnich wypowiedziach kilku członków Rady. Dlatego oczekujemy, że w 2026 roku skala poluzowania polityki monetarnej wyniesie 50 pkt. baz., a stopa referencyjna NBP zostanie obniżona do poziomu 3,50% do połowy roku, w tempie jedna obniżka stóp na kwartał.
- W związku z tym, że ubiegłotygodniowa decyzja RPP była już zdyskontowana, nie miała istotnego wpływu na krajowy rynek finansowy. Podobnie publikacja [szczegółowych danych nt. PKB za III kw.](#), które wskazały na wzrost dynamiki PKB do 3,8% r/r, przy silniejszym od oczekiwań przyspieszeniu inwestycji (7,1% r/r) i korekcyjnym spowolnieniu konsumpcji (3,5% r/r).
- W tych warunkach krajowy rynek stopy procentowej podążał za zmianami na globalnym rynku finansowym, na którym miała miejsce przecena papierów skarbowych. W efekcie pomimo obniżki stóp NBP na krajowym rynku rentowności papierów skarbowych wzrosły na całej długości krzywej, w tym o 4 pkt. baz. dla złotych obligacji 10-letnich (do 5,17%).

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 globalnym rynku wspomniany wzrost rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych był spory. W skali tygodnia rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich wzrosły o 13 pkt. baz. do blisko 4,15%, a niemieckich o 11 pkt. baz. do 3,80% na koniec tygodnia. Trudno wskazać jednoznaczną przyczynę tak wyraźnego wzrostu rentowności. Skłaniamy się do wniosku, że przede wszystkim była to korekta po silnym spadku rentowności tydzień wcześniej w warunkach oczekiwania na wynik posiedzenia Fed w bieżącym tygodniu. Opublikowane w minionym tygodniu dane z USA raczej nie dały mocnych przesłanek do tak wyraźnych zmian, gdyż okazały się niejednoznaczne – z jednej strony spadek zatrudnienia w USA wg ADP i dalszy wzrost liczby zapowiadanych zwolnień pracowników wg raportu firmy Challenger, ale z kolei nieco mocniejsze tygodniowe dane o liczbie nowych bezrobotnych, silniejsza poprawa nastrojów konsumentów wg U. Michigan, czy nieco lepsze odczyty listopadowych indeksów ISM w USA. Bardziej wiarygodny obraz gospodarki USA poznamy dopiero w przyszłym tygodniu, po opóźnionej z powodu shutdownu publikacji listopadowych danych z rynku pracy. W tych warunkach miniony tydzień nie przyniósł już istotnych zmian w oczekiwaniach co do posiedzenia FOMC w najbliższą środę – rynki praktycznie niezmiennie od dwóch tygodni dyskontują obniżkę stóp o 25% z prawdopodobieństwem ok. 90%.
- W pozostałych segmentach globalnego rynku finansowego zmiany notowań aktywów były ograniczone –lekką (0,3%) w skali tygodnia wzrósł globalny indeks akcji MSCI, kurs euro w relacji do koszyka walut zyskał 0,2%, z kolei dolar stracił 0,3% i na koniec tygodnia dolar lekko osłabił się w relacji do euro do 1,165 USD/EUR.
- Na krajowym rynku notowania akcji zachowały się gorzej od większości rynków zagranicznych i WIG spadł o 1,7% w skali tygodnia. Z kolei kurs złotego lekko zyskał na wartości w relacji do koszyka walut (0,2%), głównie w wyniku lekkiego umocnienia wobec dolara (3,63 USD/PLN) przy stabilizacji w relacji do euro 4,23 PLN/EUR.
- Kluczowym wydarzeniem rynkowym bieżącego tygodnia i generalnie końca bieżącego roku będzie środowe posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (FOMC). Podobnie jak rynek oczekujemy, że FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 3,50% – 3,75%. Sądzymy, że za obniżką stóp przeważającym argumentem będzie ryzyko osłabienia koniunktury na amerykańskim rynku pracy, przy niższym ryzyku dla inflacji oraz wysokim poziomie bieżących stóp procentowych. Ryzyko dla tej prognozy pozostaje jednak spore, biorąc pod uwagę brak pełnego obrazu sytuacji gospodarczej w USA, w tym na rynku pracy, w związku z opóźnieniami publikacji danych i wskaźników z powodu shutdownu. Przy założeniu scenariusza obniżki stóp oczekujemy, że podczas konferencji prasowej prezes Fed pozostanie bardzo wstrzemięźliwy w komentowaniu przyszłych decyzji, wskazując na konieczność dokładnej analizy kolejnych danych z USA. Przed samym posiedzeniem FOMC zostaną jeszcze opublikowane październikowe dane z rynku pracy USA wg badania JOLTS.
- Z pozostałych globalnych wydarzeń mamy w kalendarzu posiedzenie Narodowego Banku Szwajcarii z powszechnym oczekiwaniem stabilizacji stóp.
- W Polsce w tym tygodniu nie są planowane istotne publikacje danych, dopiero z początkiem kolejnego poznamy szczegóły listopadowej inflacji CPI.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (2–3 grudnia)**

Oczekujemy, że komitet FOMC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz. w tym stopę funduszy federalnych do poziomu 3,50% – 3,75%.

Prognozujemy, że przy utrzymującym się ryzyku osłabienia koniunktury na amerykańskim rynku pracy, niższym ryzyku dla inflacji oraz wysokim poziomie bieżących stóp procentowych w FOMC przeważą argumentacja za kolejną obniżką stóp. Ryzyko dla tej prognozy pozostaje jednak wysokie biorąc pod uwagę wciąż wysoki bieżący poziom inflacji i szereg danych ze sfery realnej wskazujących na generalnie stabilną koniunkturę gospodarczą. Kluczowym czynnikiem ryzyka jest brak pełnego obrazu sytuacji gospodarczej w USA, w tym na rynku pracy, w związku z opóźnieniami publikacji danych i wskaźników z powodu shutdownu. Na wysokie ryzyko dla prognozy wyniku grudniowego posiedzenia wskazują także wcześniejsze wypowiedzi członków FOMC, które wskazują na wyraźne różnice zdań wewnątrz komitetu.

Zakładamy jednak, że jeżeli członkowie komitetu utrzymają optykę zarządzania ryzykiem decyzji dot. stóp procentowych, ostatecznie jako mniejsze ryzyko zostanie poluzowanie warunków monetarnych. Przy założeniu takiego scenariusza oczekujemy, że podczas konferencji prasowej prezes Fed pozostanie bardzo wstrzeźliwy w komentowaniu przyszłych decyzji, wskazując na konieczność dokładnej analizy danych, w tym danych których publikacja została przesunięta z powodu shutdownu.

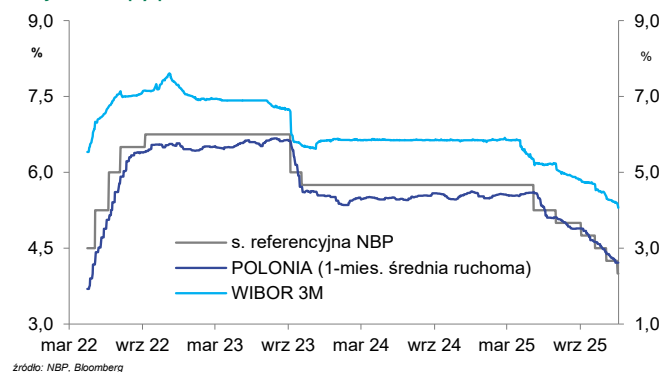
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 8 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	paź	1,3% m/m	-0,5% m/m	-
wtorek 9 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Eksport	lis	-1,1% r/r	4,0% r/r	-
03:00	CHN	Import	lis	1,0% r/r	2,7% r/r	-
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS	paź	-	-	-
środa 10 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI	lis	0,2% r/r	0,7% r/r	-
11:55	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde	gru	-	-	-
20:00	US	Decyzja FOMC dot. stóp procentowych	gru	3,75% - 4,00%	3,50% - 3,75%	3,50% - 3,75%
20:00	US	Projekcje makroekonomiczne członków FOMC	gru	-	-	-
20:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	gru	-	-	-
czwartek 11 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	CH	Decyzja Narodowego Banku Szwajcarii dot. stóp procentowych	gru	0,00%	0,00%	0,00%
poniedziałek 15 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa	lis	4,9% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	lis	2,9% r/r	2,9% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje	lis	-1,7% r/r	-2,4% r/r	-
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	lis	2,4% r/r (wst.)	-	2,4% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	paź	0,2% m/m	-	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	paź	-0,725 mld EUR	0,163 mld EUR	0,554 mld EUR

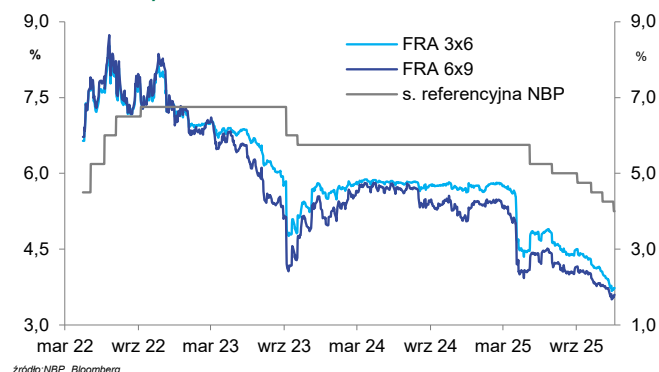
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

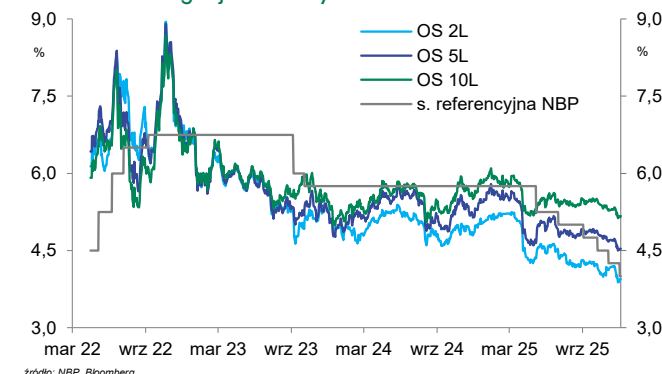
Krajowe stopy procentowe



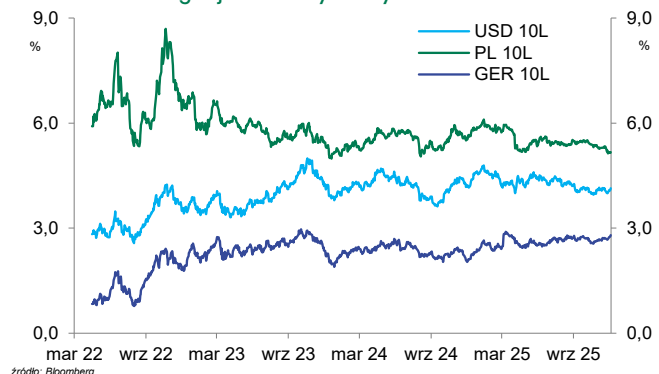
Oczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



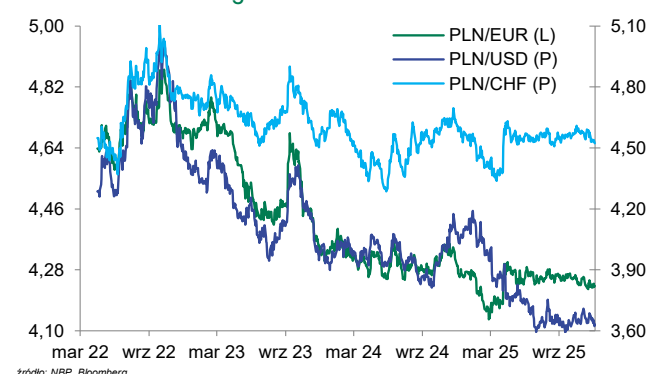
Rentowności obligacji skarbowych - Polska



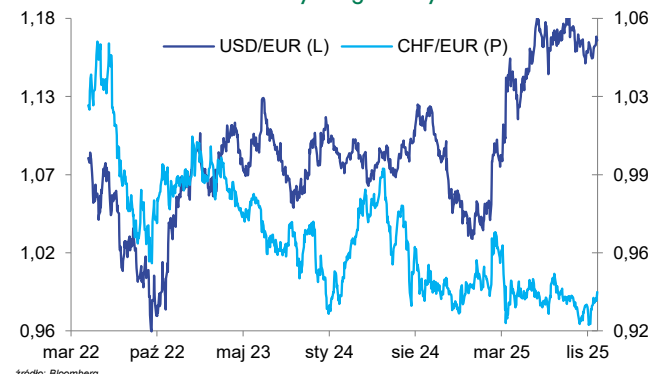
Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



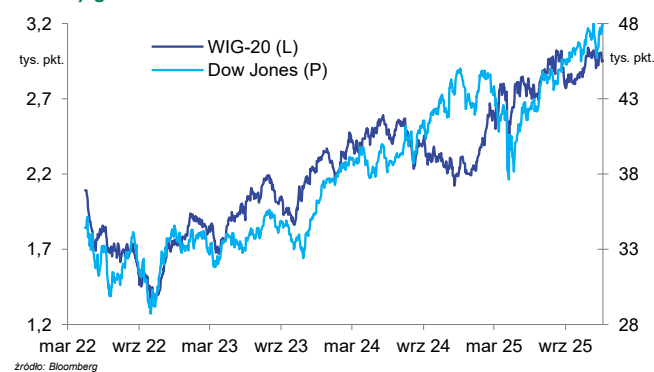
Notowania kursu złotego



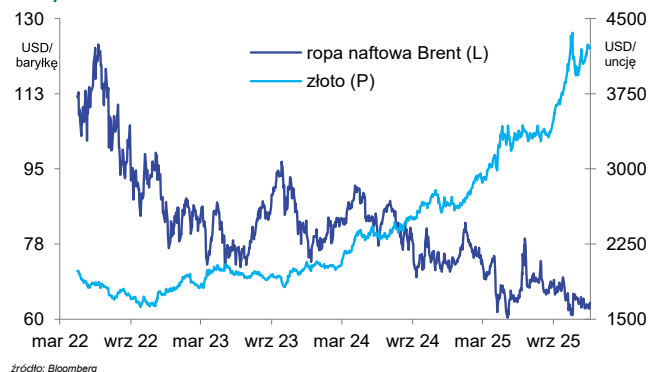
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

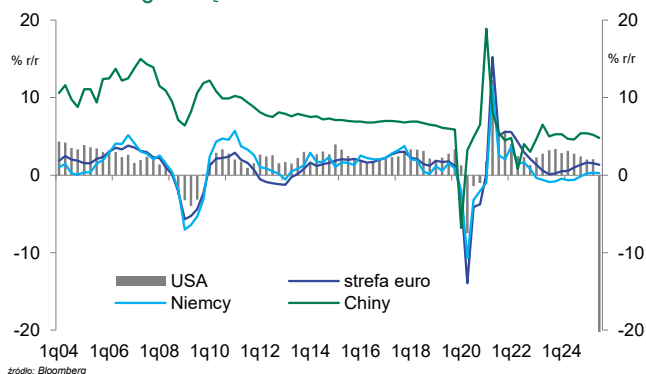


Ceny surowców

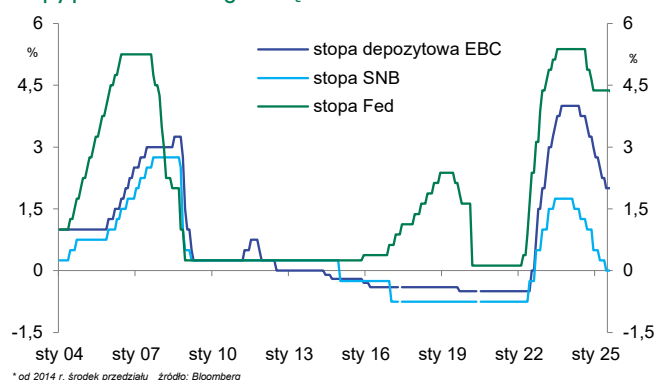


Sfera realna

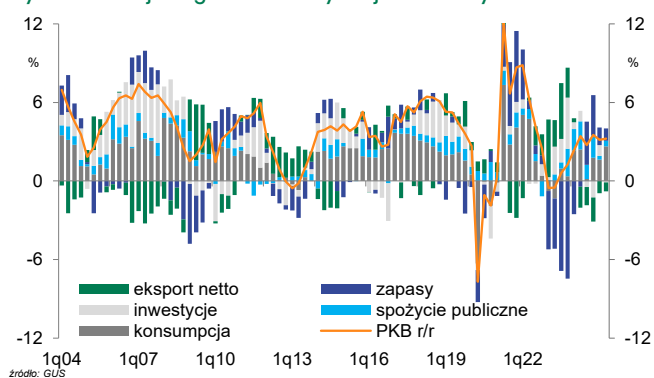
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



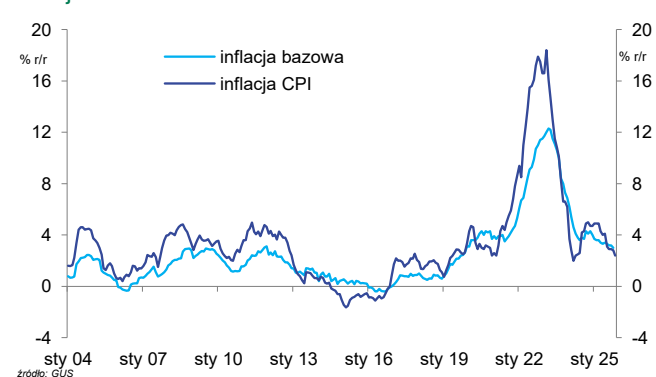
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



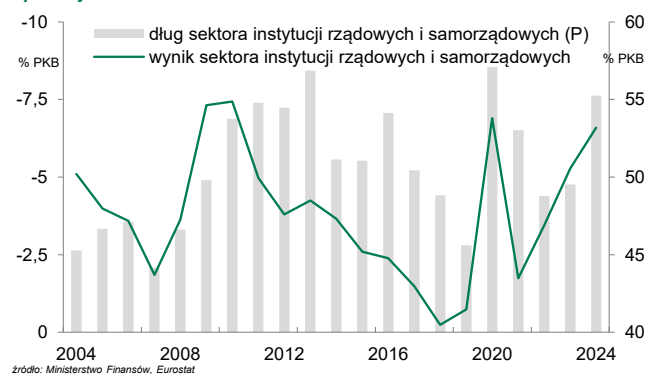
Rynek pracy



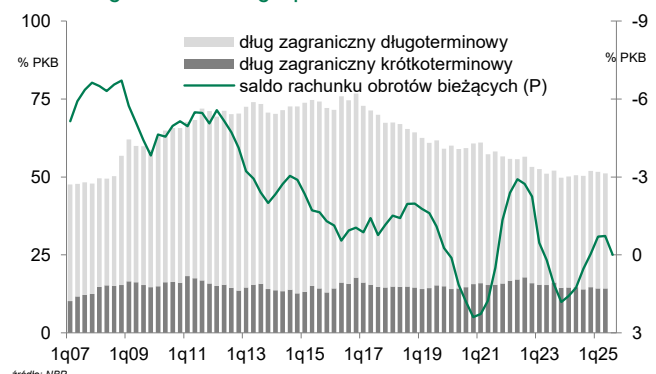
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2025	28.11.2025	05.12.2025	31.12.2025	31.01.2026	31.03.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,25
WIBOR 3M	%	4,22	4,22	4,07	4,05	4,00	3,85
FRA 3x6	%	3,67	3,67	3,73	-	-	-
FRA 6x9	%	3,51	3,51	3,60	-	-	-
FRA 9x12	%	3,46	3,46	3,56	-	-	-
IRS 2L	%	3,72	3,72	3,76	-	-	-
IRS 5L	%	3,85	3,85	3,92	-	-	-
IRS 10L	%	4,24	4,24	4,31	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,88	3,88	3,94	3,95	3,90	3,80
Obligacje skarbowe 5L	%	4,50	4,50	4,54	4,55	4,50	4,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,13	5,13	5,17	5,20	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,24	4,24	4,23	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,66	3,66	3,63	3,70	3,71	3,73
PLN/CHF	PLN	4,54	4,54	4,52	4,56	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,16	1,16	1,16	1,15	1,15	1,14
Stopa Fed	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	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	4,01	4,14	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,69	2,69	2,80	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 jakiejkolwiek 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.