

KOMENTARZ BIEŻĄCY

18 grudnia 2025

Rada EBC utrzymała stopy bez zmian, lekko osłabiła przekaz dot. polityki pieniężnej jako „odpowiednio pozycjonowanej”.

• Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego pozostawiła **niezmienione stopy procentowe w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.**

• Fragment komunikatu dot. perspektyw polityki pieniężnej pozostał **niezmieniony.** Powtórzono zapis, że Rada Prezesów będzie ustalać odpowiednie nastawienie polityki pieniężnej na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie, a Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

• Z drugiej strony w części dot. perspektyw gospodarczych nie powtórzono już zapisu dot. przebiegu inflacji zgodnie z prognozami EBC, gdyż w najnowszej rundzie progностycznej bank centralny podwyższył prognozowaną ścieżkę inflacji. Zgodnie z tą prognozą inflacja HICP w I. 2026 – 2028 wyniesie odpowiednio 1,9% r/r, 1,8% r/r oraz 2,0% r/r, co implikuje podwyższenie prognozy inflacji na 2026 r. o 0,2 pkt. proc. Dodatkowo EBC wyraźniej podwyższył prognozę inflacji bazowej, która ma wynieść w kolejnych latach: 2,2%, 1,9% oraz 2,0%. Tym samym obecnie bank centralny oczekuje spadku inflacji bazowej poniżej poziomu 2,0% dopiero w 2027 r. (wcześniejsza prognoza inflacji bazowej 1,9% r/r w 2026 r.). W komunikacie wskazano na wolniejsze od oczekiwań obniżenie dynamiki cen usług.

• Podczas konferencji prasowej prezes Lagarde wskazała na wyższą od prognoz dynamikę płac. Podkreśliła także, że wciąż perspektywy inflacyjne pozostają bardzo niepewne.

• Prezes Lagarde powiedziała, że rada potwierdziła, że **rada pozostaje „dobrze pozycjonowana i w dobrym miejscu odnośnie do polityki pieniężnej”,** ale nie eksponowała tego przekazu już tak mocno jak dotychczas. Ponadto dodała, że to „dobre pozycjonowanie” nie oznacza, że polityka pieniężna jest statyczna, i wciąż dla rady „wszystkie opcje pozostają na stole”. W odpowiedzi na pytanie, czy rada dyskutowała dziś kwestię zmiany poziomu stóp procentowych – prezes zaprzeczyła, w trakcie konferencji nie powiedziała także niczego, co wskazywałoby na wyraźny wzrost ryzyka modyfikacji stóp w przyszłości.

• Zmianę retoryki prezes Lagarde odczytujemy jako chęć pewnej korekty oceny dot. prawdopodobieństwa jakichkolwiek dostosowań w polityce pieniężnej w dłuższym okresie, niż jednoznaczne wskazanie na wyraźny wzrost prawdopodobieństwa zmiany parametrów polityki monetarnej. W większym stopniu te zmiany interpretujemy jako zrównywanie się ryzyka obniżki jak i podwyżki stóp (dotychczas wyraźnie jednostronny bilans ryzyka w kierunku obniżki) niż znaczący wzrost prawdopodobieństwa jakiegokolwiek zmiany stóp.

• Modyfikacja jest efektem notowanego w ostatnich miesiącach nieco wyższego poziomu inflacji HICP, w tym inflacji bazowej, co przy stabilizującej się

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

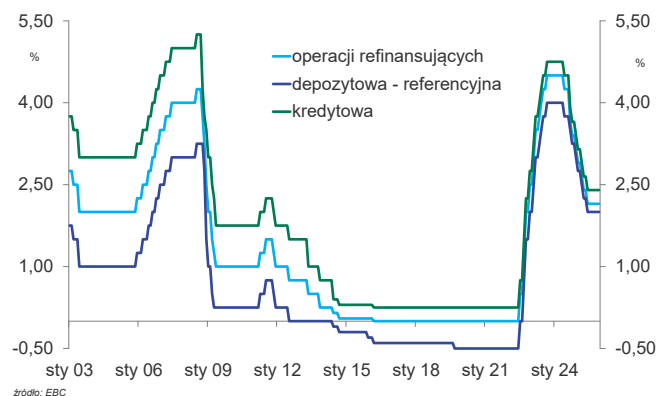
sytuacji gospodarczej wpływa na nieco większe obawy dot. perspektywy spadku inflacji. W dalszym ciągu jednak czynniki ryzyka dot. zarówno wzrostu gospodarczego jak i inflacji pozostają bardzo niepewne i obecnie dla rady najbardziej odpowiednią strategią jest analizowanie napływających danych.

- **Na podstawie komunikacji EBC nie mamy podstaw do zmiany naszej prognozy bazowej, tj. stabilizacji stóp w kolejnych miesiącach po serii wcześniejszych obniżek stóp.** W bazowym scenariuszu stabilizowania się sytuacji w handlu zagranicznym, ograniczonej skali spowolnienia aktywności jednocześnie utrzymującej się stabilnej inflacji, stabilizacja stóp wydaje się najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Zakładamy, że dynamika wynagrodzeń w strefie euro będzie w 2026 r. obniżać się szybciej, co powinno obniżyć obawy rady EBC dot. inflacji cen usług i perspektywy obniżenia wskaźnika HICP do poziomu 2,0% r/r.

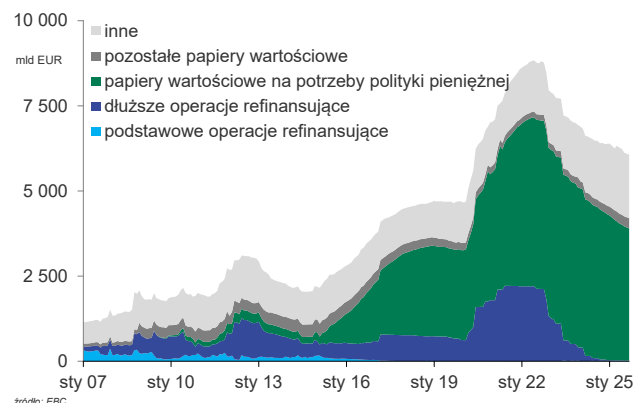
- **Biorąc pod uwagę utrzymujące się ryzyko dla prognoz gospodarczych USA (i tym samym gospodarki globalnej), relatywnie odległą perspektywę przyspieszenia aktywności z tytułu poluzowania polityki fiskalnej w Europie w dalszym ciągu nieco większe prawdopodobieństwo przypisujemy obniżce stóp niż jej podwyżce, jednocześnie jednak dotychczas publikowane dane z gospodarki strefy euro wyraźnie obniżyły prawdopodobieństwo takiego ruchu.**

	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza			
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	1q26	2q26	3q26	4q26
stopa depozytowa %	2,00	cze 24 -25 p.b.	4,00	cze 25 -25 p.b.	-	2,00	2,00	2,00	2,00
stopa operacji refinansujących	2,15	cze 24 -25 p.b.	4,50	cze 25 -25 p.b.	-	2,15	2,15	2,15	2,15

Stopy procentowe EBC



Bilans EBC – struktura aktywów



stopa procentowa		sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25
stopa depozytowa	%	2,75	2,75	2,50	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
stopa operacji refinansujących	%	2,90	2,90	2,65	2,40	2,40	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
stopa kredytowa	%	3,15	3,15	2,90	2,65	2,65	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40	2,40

Źródło: EBC

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.