

KOMENTARZ TYGODNIOWY

1 grudnia 2025

Spadek listopadowej inflacji CPI przesądza o obniżce stóp NBP.

- Dla krajowego rynku finansowego kluczowym wydarzeniem była piątkowa publikacja szacunku [flash listopadowej inflacji CPI](#). Wg danych GUS w wskaźnik CPI wyniósł 2,4% r/r z 2,8% r/r, obniżając się tym samym minimalnie poniżej celu inflacyjnego RPP 2,5%, poniżej prognoz naszych oraz rynkowych (2,6% r/r). Opierając się na dostępnych obecnie danych szacujemy, że w listopadzie silniej obniżyła się także inflacja bazowa do 2,6% – 2,7% r/r.
- Biorąc pod uwagę, że podczas listopadowej konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński bardzo wyraźnie wskazywał, że w grudniu zmiana poziomu stóp jest możliwa (wbrew ocenie o zwyczaju Rady utrzymania niezmiennych stóp w ostatnim miesiącu roku), zejście inflacji poniżej psychologicznego poziomu implikuje w naszej ocenie wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp na posiedzeniu Rady w tygodniu bieżącym. Taką interpretację słowom prezesa (tj. otwarcie furtki do obniżki, gdyby listopadowa inflacja zaskoczyła *in minus*) przypisywaliśmy w komentarzach po listopadowym posiedzeniu. Tę decyzję będzie także wspierać niższy odczyt dynamiki wynagrodzeń w październiku. Mniejsze znaczenie będą natomiast miały generalnie mocne pozostałe dane ze sfery realnej, w tym mocniejszy od oczekiwań [wzrost sprzedaży detalicznej](#) oraz (publikowanych wcześniej) danych dot. produkcji przemysłowej i budowlanej.
- Biorąc pod uwagę powyższe prognozujemy, że podczas kończącego się we środę posiedzenia RPP obniży po raz kolejny stopy procentowe o 25 pkt. baz. do poziomu 4,00%.
- Piątkowa niespodzianka inflacyjna silnie wpłynęła na sytuację na krajowym rynku stopy procentowej. Rentowności SPW obniżyły się o 19 – 29 pkt. baz. w zależności od tenoru. Rentowności 2-letnich papierów spadły do 3,88%, a 10-latek do 5,13%. W skali 15–20 pkt. baz. obniżyły się także kontrakty FRA oraz IRS.
- Wcześniej w trakcie tygodnia pozytywnie na krajowe obligacje mogło wpłynąć wzmocnienie oczekiwań rynkowych na grudniową obniżkę stóp przez Fed i lekki spadek (o ok. 5 pkt. baz.) obligacji skarbowych w USA (ponownie blisko poziomu 4,0% dla obligacji 10-letnich). Obecnie inwestorzy oczekują redukcji stóp na posiedzeniu w grudniu o 25 pkt. baz. z blisko 90-procentowym prawdopodobieństwem. Te oczekiwania wzmacniały kolejne wypowiedzi przedstawicieli Fed (szczególnie ta z poprzedniego weekendu prezesa nowojorskiego oddziału Fed J. Williama).
- Z publikowanych danych można z jednej strony wskazywać na uspokajające tygodniowe dane z rynku pracy dot. liczby nowych bezrobotnych, z drugiej strony na słabsze tygodniowe dane firmy ADP dot. zatrudnienia w sektorze prywatnym, nieco słabsze od oczekiwań wrześniowe dane dot. sprzedaży detalicznej oraz silniejszy od oczekiwań spadek inflacji bazowej PPI. Na grudniową decyzję FOMC wpłyną jeszcze zapewne październikowe dane z rynku pracy wg badania JOLTS (publikacja w kolejnym tygodniu), przed

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

posiedzeniem komitet nie pozna natomiast danych dot. sytuacji na rynku pracy (zmiana zatrudnienia, stopa bezrobocia) ani za październik, ani za listopad.

- Wzrost prawdopodobieństwa obniżki stóp Fed osłabił nieco dolara, który w relacji do koszyka walut stracił 0,6%, co przy aprecjacji euro o 0,3% skutkowało wzrostem kursu euro wobec dolara w kierunku 1,16 USD/EUR.
- Notowania dolara mógł także osłabiać spadek globalnej awersji do ryzyka. Po wyraźnym pogorszeniu nastrojów w tygodniu wcześniejszym, miniony tydzień minął pod znakiem odreagowania, przy zapewne pozytywnym odbiorze z jednej strony wyższych szans na niższe stopy w USA a z drugiej wciąż danych wspierających scenariusz jedynie łagodnego spowolnienia gospodarczego w miesiącach kolejnych. W rezultacie ceny akcji w minionym tygodniu silnie wzrosły. Globalny indeks MSCI wzrósł aż o 3,4%, przy wzroście o 3,8% w USA oraz 2,7% w strefie euro. Indeks dla rynków wschodzących zyskał na wartości 2,2%.
- Przy tak pozytywnych nastrojach globalnych w minionym tygodniu solidnie o 2,7% wzrósł indeks WIG. Złoty wzmocnił się w relacji do koszyka walut o 0,3%, obniżając się poniżej poziomu 4,25 w relacji do euro.
- Pozytywnych nastrojów na rynkach wschodzących mogą nie wspierać już generalnie słabe wskaźniki koniunktury PMI w Chinach za listopad, utrzymujące się poniżej poziomu 50 pkt. (w tym także indeksu dla sektora usług) potwierdzające scenariusz dalszego spowolnienia aktywności.
- Z publikowanych w bieżącym tygodniu danych istotne będą zapewne dane dot. wrześniowych wydatków konsumentów oraz inflacji PCE w USA. Z drugiej strony tak opóźnione informacje (dot. sytuacji pod koniec III kw.) zapewne nie będą tak istotne, jak publikowane na bieżąco wskaźniki koniunktury, w tym wśród przedsiębiorstw (wskaźniki ISM) oraz konsumentów (Uniwersytetu Michigan).
- Po pewnym przyspieszeniu negocjacji dot. pokoju na Ukrainie, informacje z minionego tygodnia nie zapowiadają raczej ich zakończenia w bardzo krótkim okresie. Wypowiedzi przedstawicieli administracji USA (gł. sekretarz stanu Marco Rubio) pozostają w optymistycznym tonie, niemniej wskazują, że wciąż pozostają tematy, które jeszcze nie zostały zaadresowane. Na ten moment brak jest też jednoznacznej wypowiedzi ze strony rosyjskiej co do zaproponowanych zmian po rozmowach USA – Ukraina w Genewie w zeszły weekend.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (2–3 grudnia)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe NBP o 25 pkt baz., w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 4,00%.

Podczas ostatniej konferencji prasowej prezes Glapiński kilkakrotnie wskazał, że Rada podejmuje decyzję z posiedzenia na posiedzenie, i że nie deklaruje przyszłych ruchów Rady, jednocześnie jednak dopuścił możliwość obniżki stóp na kolejnym, grudniowym posiedzeniu.

W naszej ocenie szalę za obniżeniem stóp o kolejne 25 pkt. baz. już w grudniu przechyliła publikacja wstępnego szacunku inflacji CPI za listopad, która wskazała na obniżenie CPI do 2,4% r/r (poniżej oczekiwań rynkowych), przy jednoczesnym szacowanym obniżeniu inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) do 2,6%–2,7% r/r w listopadzie wobec 3,0% r/r w październiku. Dodając do tego spadek dynamikę płać poniżej 7% r/r uważamy, że w najbliższą środę dojdzie do ponownego poluzowania polityki monetarnej NBP.

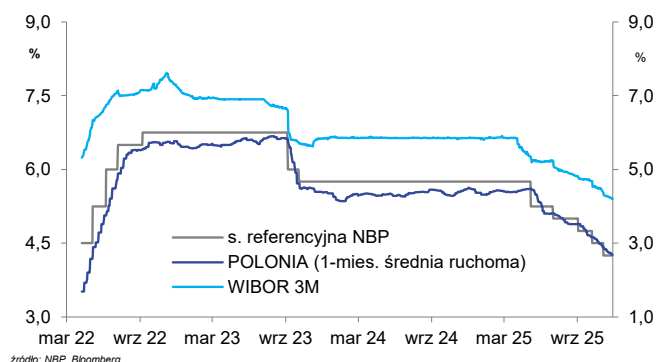
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 1 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Dynamika PKB (ost.)	III kw.	3,7% r/r (flash)	3,7% r/r	3,7% r/r
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	lis	48,7 pkt.	49,0 pkt.	-
wtorek 2 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:00	US	Wystąpienie publiczne prezesa Fed J. Powella na Uniwersytecie Stanford	gru	-	-	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	lis	2,1% r/r	2,1% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	lis	2,4% r/r	2,4% r/r	-
środa 3 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	lis	52,6 pkt.	52,5 pkt.	-
14:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezesa EBC Ch. Lagarde przed Komisją ECON PE	gru	-	-	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych	gru	4,25% (ref)	4,00% (ref)	4,00% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP	gru	-	-	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa	wrz	0,1% m/m	-0,1% m/m	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	lis	52,4 pkt.	50,7 pkt.	-
16:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezesa EBC Ch. Lagarde przed Komisją ECON PE	gru	-	-	-
czwartek 4 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	paź	-0,1% m/m	0,2% m/m	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	gru	-	-	-
piątek 5 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	paź	1,1% m/m	0,4% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (fin.)	III kw.	0,1% kw/kw (II szac.)	-	-
14:00	PL	Publikacja protokołu z październikowego posiedzenia RPP	lis	-	-	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	wrz	2,7% m/m	2,8% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	wrz	2,9% m/m	2,9% m/m	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	wrz	0,4% r/r	0,3% r/r	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	wrz	0,6% r/r	0,3% r/r	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	gru	51,0 pkt.	52,0 pkt.	-
poniedziałek 8 grudnia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	paź	1,3% m/m	-	-

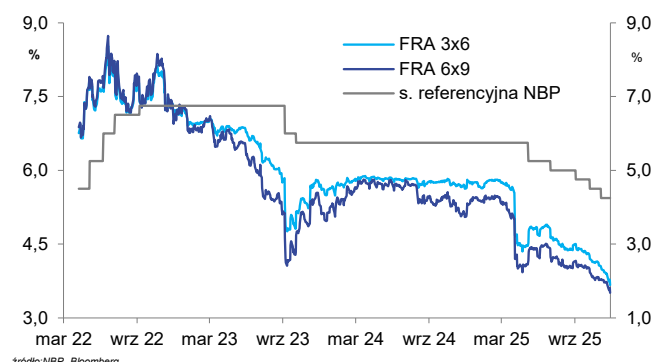
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

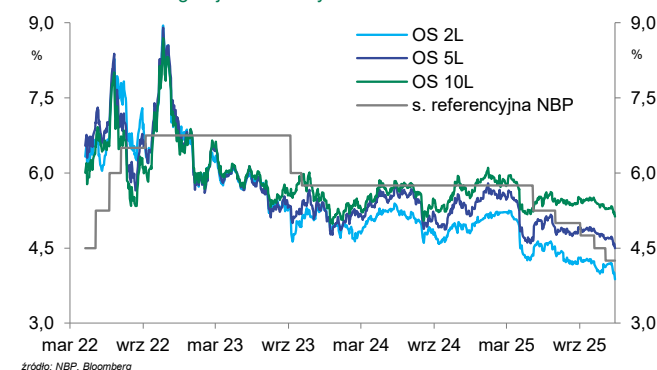
Krajowe stopy procentowe



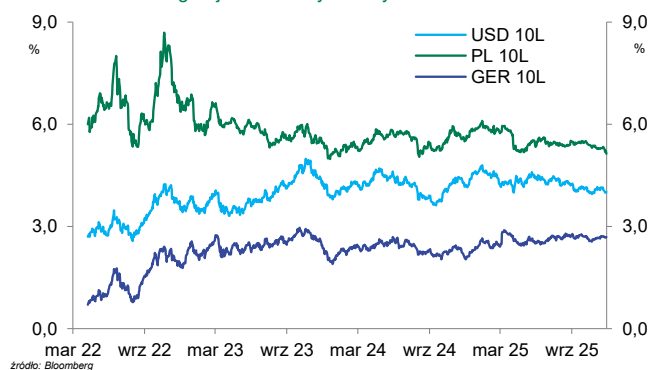
Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



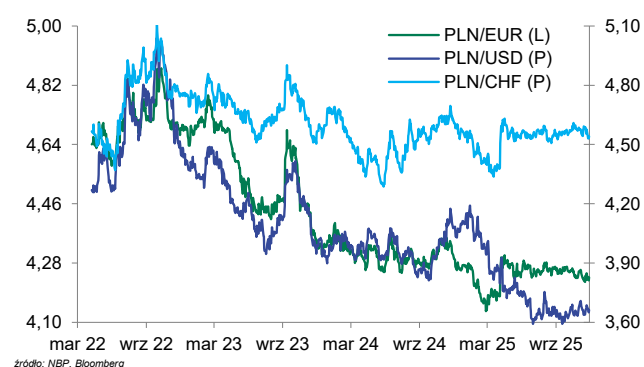
Krentowności obligacji skarbowych - Polska



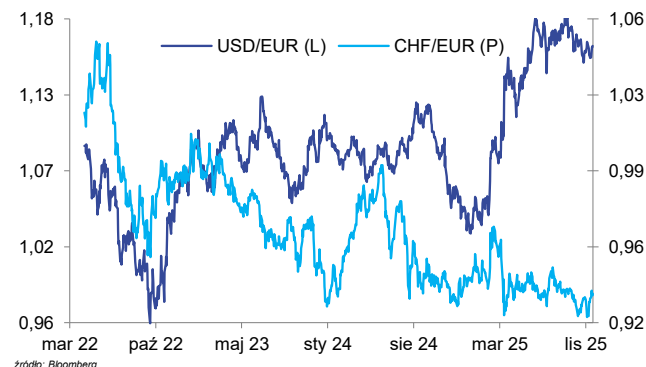
Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



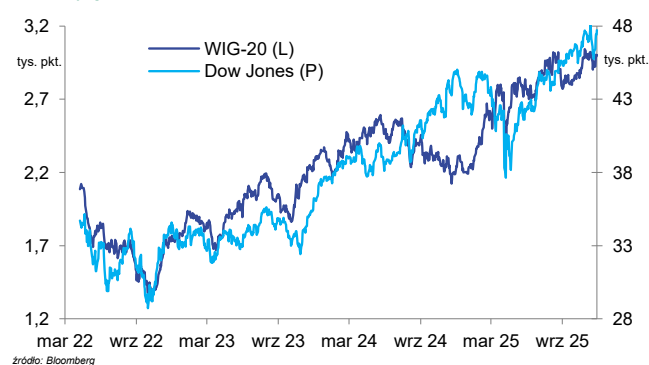
Notowania kursu złotego



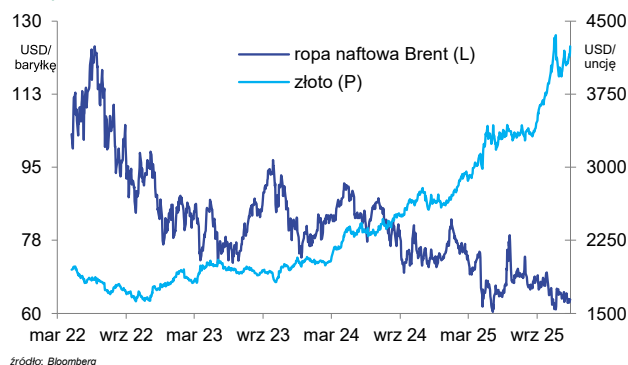
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

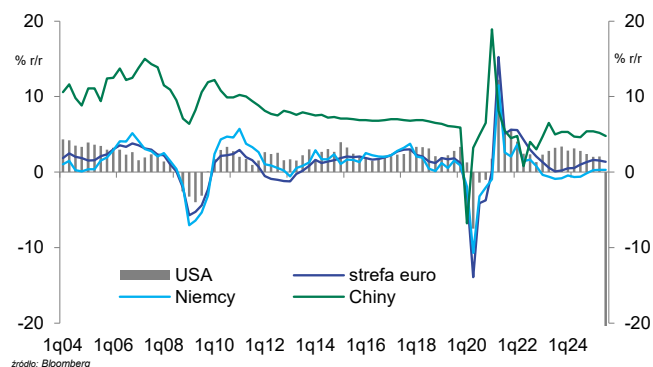


Ceny surowców

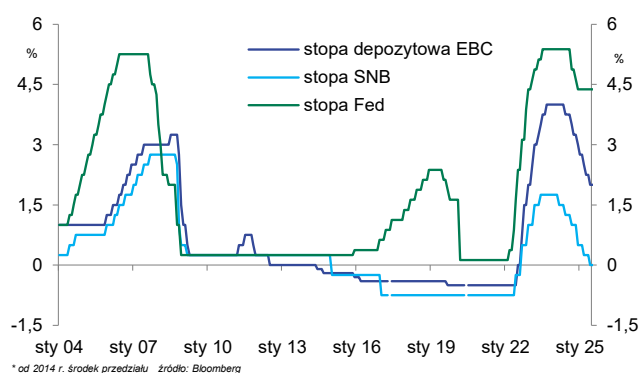


Sfera realna

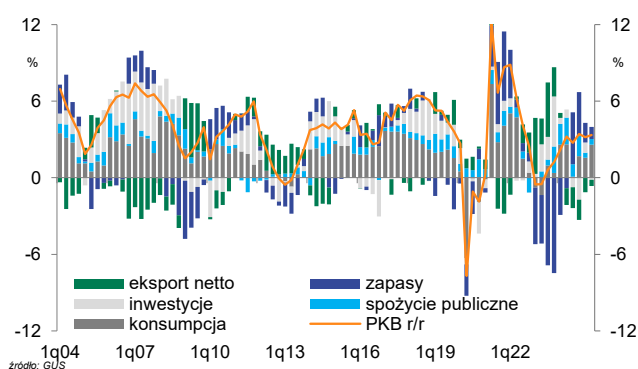
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



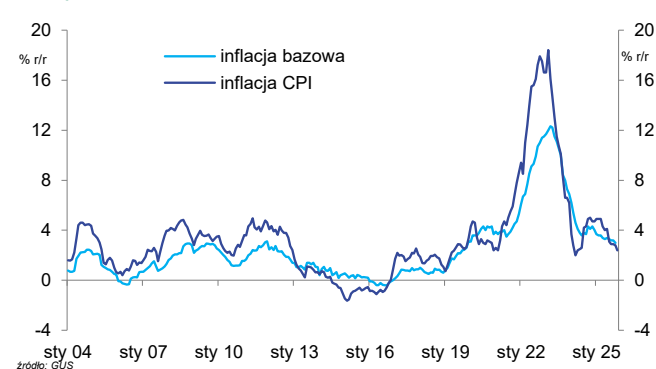
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



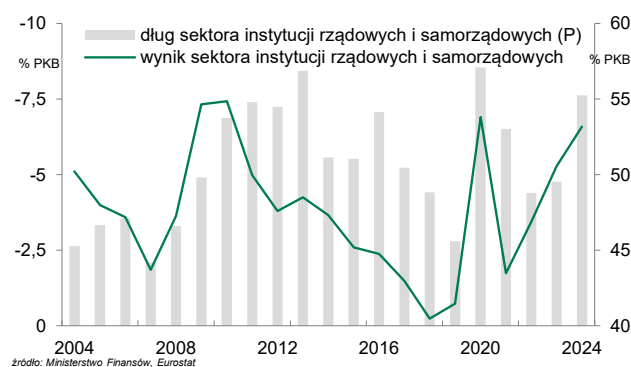
Rynek pracy



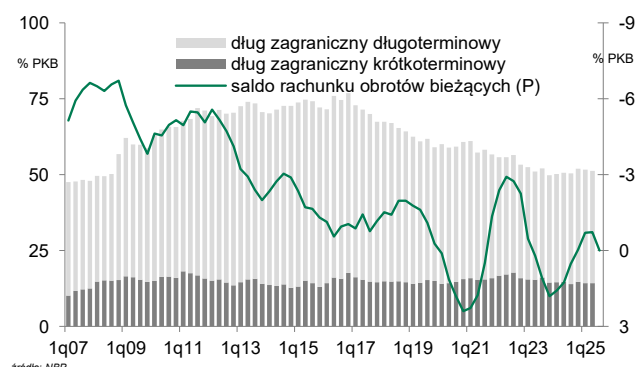
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Konrowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2025	21.11.2025	28.11.2025	31.12.2025	31.01.2026	31.03.2026
Stopa lombardowa NBP	%	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,25
Stopa referencyjna NBP	%	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	3,75
Stopa depozytowa NBP	%	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,25
WIBOR 3M	%	4,46	4,23	4,22	4,05	4,00	3,85
FRA 3x6	%	4,07	3,85	3,67	-	-	-
FRA 6x9	%	3,77	3,68	3,51	-	-	-
FRA 9x12	%	3,68	3,64	3,46	-	-	-
IRS 2L	%	3,96	3,87	3,72	-	-	-
IRS 5L	%	4,04	4,03	3,85	-	-	-
IRS 10L	%	4,41	4,41	4,24	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,13	4,15	3,88	3,95	3,90	3,80
Obligacje skarbowe 5L	%	4,72	4,70	4,50	4,55	4,50	4,45
Obligacje skarbowe 10L	%	5,32	5,32	5,13	5,20	5,20	5,15
PLN/EUR	PLN	4,25	4,25	4,24	4,25	4,25	4,25
PLN/USD	PLN	3,68	3,69	3,66	3,70	3,71	3,73
PLN/CHF	PLN	4,58	4,58	4,54	4,57	4,56	4,56
USD/EUR	USD	1,15	1,15	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	%	4,08	4,06	4,01	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,63	2,70	2,69	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.