

Projekcja otworzy pole do szponcienia z obniżkami

- Poniedziałkowa sesja nie przyniosła istotnych zmian na globalnych rynkach finansowych. Indeks S&P500 zakończył dzień niewielką stratą na poziomie 0,3%. Złoty lekko się osłabił, a rentowności SPW nieznacznie wzrosły. Na rynkach bazowych dolar pozostał stabilny, rentowności UST odnotowały niewielki wzrost, natomiast wyraźniej zwiększały rentowności niemieckich papierów skarbowych, co było konsekwencją jastrzębiej wypowiedzi I.Schnabel z EBC. We wtorek oczekujemy stabilizacji notowań na rynkach FX i FI ze względu na ostrożność inwestorów przy zawieraniu nowych transakcji przed kluczową decyzją FOMC w środę.
- W Europie uwaga skupi się dziś na niemieckich danych o wymianie handlowej w październiku, zaś w regionie CEE najważniejsza będzie węgierska inflacja CPI w listopadzie, która powinna obniżyć się względem października (kons.: 3,9% r/r, PKOe: 4,0% r/r wobec 4,3% r/r miesiąc wcześniej).
- W USA poznamy raporty JOLTS za wrzesień i październik, które najpewniej wskażą na hamowanie popytu na pracę. Będą to jednocześnie ostatnie miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy, które pozna Fed przed grudniowym posiedzeniem – dane o zatrudnieniu w październiku i listopadzie zostaną opublikowane dopiero 16 grudnia.
- We Francji dziś odbędzie się kluczowe głosowanie nad ustawą o finansowaniu systemu zabezpieczenia społecznego, które rząd S.Lecornu może przegrać wobec kurczącego się poparcia w parlamencie. Brak uchwalenia dokumentu uruchomiłby tryb awaryjny finansowania świadczeń społecznych, zwiększając ryzyko destabilizacji fiskalnej oraz podnosząc prawdopodobieństwo wniosku o wotum nieufności wobec premiera.
- Ponadto dziś wypowiadać się będzie J.Nagel (Prezes Bundesbanku) oraz K.Ueda (Prezes BoJ).

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

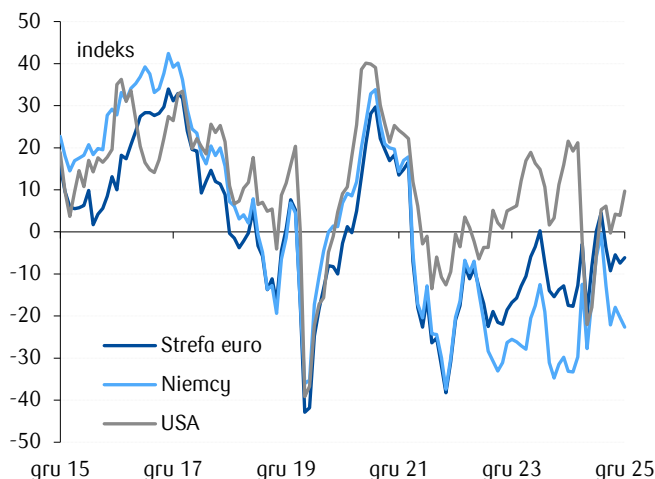
	Wartość 2025-12-08	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	110 095	0,1
STOXX Europe 600	578	-0,1
S&P500	6 847	-0,3
Waluty:		
EURPLN	4,24	0,2
USDPLN	3,64	0,4
CHFPLN	4,51	0,3
EURUSD	1,16	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,99	0
PL5Y	4,64	6
PL10Y	5,22	4
DE10Y	2,87	7
US10Y	4,17	3
Surowce:		
Ropa Brent	62	-2,0
Złoto	4189	-0,2

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

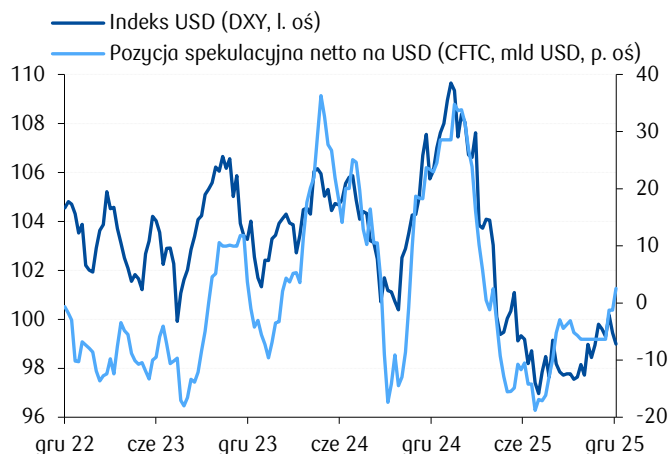
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **EUR:** Indeks nastrojów inwestorów Sentix w grudniu, zgodnie z oczekiwaniami, wzrósł do -6,2 pkt. z -7,4 pkt. w listopadzie (kons.: -6,3 pkt.). W szczególności wskaźnik sytuacji bieżącej wzrósł do -16,5 pkt. (+1 pkt. m/m), a oczekiwań do 4,8 pkt. (+1,5 pkt. m/m).

Indeks Sentix w strefie euro niemal odrobił stratę z listopada, zaś w Niemczech kontynuuje spadki



Pozycja spekulacyjna netto na USD zmieniła się z krótkiej na długą po raz pierwszy od marca 2025.



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

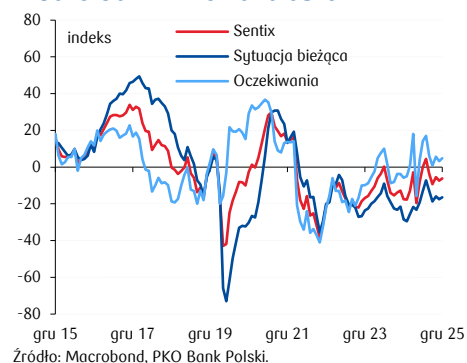
W komentarzu do danych podkreślono rozbieżność między inwestorami profesjonalnymi, którzy są bardziej optymistyczni, i inwestorami prywatnymi, którzy tego optymizmu nie podzielają. Sytuacja w Niemczech jest bardziej wymagająca niż w całej strefie euro, a główny wskaźnik Sentix obniżył się w grudniu do -22,7 pkt. (-2,3 pkt. m/m), przede wszystkim za sprawą ocen sytuacji bieżącej (-41,8 pkt.). Odmienne trendy panują za oceanem – w USA indeks wzrósł do 9,7 pkt. z 4,0 pkt. miesiąc wcześniej, prawdopodobnie za sprawą zakończenia shutdownu rządu federalnego.

- **UKR/EUR:** Na spotkaniu w Londynie K.Starmer, E.Macron, F.Merz i W.Zełenski dyskutowali o wsparciu dla Ukrainy w kontekście amerykańskiej inicjatywy pokojowej, ocenianej przez europejskich liderów jako zbyt korzystna dla Moskwy. Przywódcy UE wskazali na „pozytywny postęp” w pracach nad mechanizmem wykorzystania zamrożonych rosyjskich aktywów na rzecz odbudowy Ukrainy. Wielka Brytania zadeklarowała gotowość dołączenia do unijnych działań zwiększających presję finansową na Moskwę, oferując wykorzystanie ok. 8 mld GBP zamrożonych aktywów państwowych Rosji jako zabezpieczenia pożyczek dla Kijowa. Po rozmowach W.Zełenski poinformował, że ukraińscy i europejscy doradcy bezpieczeństwa przygotowują zrewidowaną wersję planu pokojowego, którą Kijów przedstawi dzisiaj stronie amerykańskiej.
- **GER:** Według wstępnych danych produkcja przemysłowa w październiku wzrosła o 0,8% r/r (ca) wobec spadku o 1,4% r/r we wrześniu (dane zrewidowane). Wynik całego sektora przemysłowego napędzało górnictwo i wydobywanie (8,2% r/r) oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych (13,2% r/r). W pozostałych branżach wzrost nie przekroczył 0,5% r/r, natomiast przetwórstwo przemysłowe odnotowało spadek o 0,1% r/r. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 1,8% (sca). Średnioroczna dynamika produkcji w 2025 najpewniej pozostanie ujemna, jednak będzie istotnie wyższa niż w 2024 (por. wykres na marginesie).
- **CZE:** Produkcja przemysłowa w październiku wzrosła o 1,1% r/r, nieznacznie powyżej oczekiwań (kons.: 0,9% r/r), wobec wzrostu o 3,6% r/r we wrześniu. Wzrost w ubiegłym miesiącu mógł wynikać z większej liczby dni roboczych (+1 dzień r/r), podczas gdy w październiku 2025 ich liczba była taka sama jak w 2024. W ujęciu miesięcznym produkcja obniżyła się o 0,1%. Wartość nowych zamówień w przemyśle wzrosła o 2,9% r/r. Jednocześnie produkcja budowlana wzrosła o 7,1% r/r (przy spadku o 0,4% m/m).
- **CZE:** Stopa bezrobocia w listopadzie wyniosła 4,6% - zgodnie z oczekiwaniami i bez zmiany względem października. Liczba osób bezrobotnych nieznacznie wzrosła (do 341,3 tys. z 340,5 tys.). W połączeniu ze spadkiem liczby wakatów do 90,6 tys. z 94,0 tys. miesiąc wcześniej skutkowało to spadkiem relacji nieobsadzonych miejsc pracy do liczby osób bezrobotnych (V/U ratio), co sugeruje zmniejszanie napięć na rynku pracy.

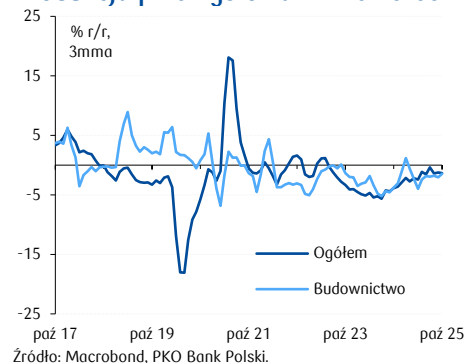
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** H.Wnorowski (RPP) powiedział, że marcowa projekcja to będzie pierwszy moment dający nowe spojrzenie, które będzie pozwalało na „większą spekulację” nad dalszymi obniżkami. Dodał, że jako duży optymistą widzi stopy bliżej poziomu 3,00% niż 3,50%, choć nie wyklucza także kroku wstecz (tj. podniesienia stóp). Członek RPP powiedział, że Rada podczas dyskusji w pierwszej kolejności skupia się na inflacji CPI i bazowej, a następnie wzroście PKB, dynamice wynagrodzeń i kursie złotego. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że w 1h26 stopa referencyjna NBP osiągnie poziom 3,50%, jednak bilans czynników ryzyka jest przesunięty w kierunku niższej ścieżki.
- **POL:** Ministerstwo Infrastruktury poinformowało, że stawka opłaty paliwowej w 2026 wzrośnie o 4,0% dla wszystkich paliw. Opłata wyniesie 210,29 PLN (vs 202,20 PLN w 2025) za 1000l benzyny silnikowej oraz wyrobów powstałych z jej mieszania z biokomponentami. Opłata dla olejów napędowych, wyrobów powstałych ze zmieszania tych olejów

Indeks Sentix w strefie euro



Produkcja przemysłowa w Niemczech



Stopa bezrobocia w Czechach



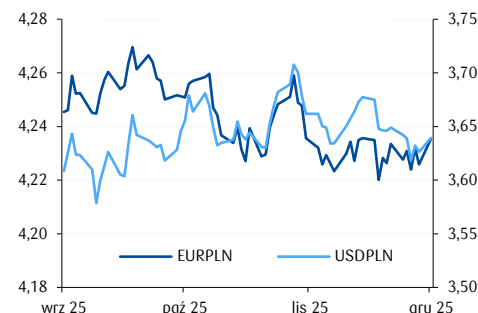
z biokomponentami oraz biokomponentów stanowiących samoistne paliwa wyniesie 453,52 PLN (vs 436,07 PLN) za 1000l. Dla gazów opłata wzrośnie do 256,75 PLN (vs 246,87 PLN) za 1000kg.

- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 7 grudnia podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 56,1% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty lekko się osłabił, w pobliżu 4,2350 na EURPLN oraz 3,64 na USDPLN, przy kursie EURUSD oscylującym wokół 1,1640.
- Pierwsza sesja nowego tygodnia nie przyniosła istotnych zmian na globalnych rynkach finansowych a zmienności nie sprzyjał ubogi kalendarz makroekonomiczny. Nieco lepszy od oczekiwań grudniowy odczyt indeksu Sentix, obrazującego nastroje inwestorów w strefie euro, nie miał zauważalnego wpływu na notowania wspólnej waluty. **Inwestorzy pozostawali ostrożni w zajmowaniu nowych pozycji w oczekiwaniu na środową decyzję Fed oraz publikację tzw. *dot plots*, czyli wykresu prezentującego rozkład oczekiwań członków FOMC dotyczących poziomu stóp procentowych na koniec 2026 i w dłuższym okresie. W kontekście amerykańskiej waluty warto odnotować, że najnowsze tygodniowe dane CFTC dotyczące pozycjonowania pokazały, iż pozycja spekulacyjna netto na USD zmieniła się z krótkiej na długą, co oznacza przewagę zakładów na wzrost wartości dolara.** Taka sytuacja ma miejsce po raz pierwszy od marca 2025, czyli od okresu sprzed ogłoszenia „szokujących cel” przez D.Trumpa, które doprowadziły do gwałtownego osłabienia amerykańskiej waluty.
- We wtorek złoty pozostanie pod wpływem impulsów napływających z otoczenia globalnego. Biorąc pod uwagę wagę środowego posiedzenia FOMC, nie zakładamy istotnych przesunięć na obserwowanych przez nas parach walutowych, choć zmienność na dolarze może zostać nieco podbita przez publikację odczytów liczby nowych wakatów wg JOLTS, interpretowaną w kontekście pojawiających się sygnałów osłabienia amerykańskiego rynku pracy. **Na koniec dnia zakładamy stabilizację kursu EURPLN w pobliżu 4,24 oraz utrzymanie się kursu USDPLN w pobliżu strefy 3,65-3,66, gdzie przebiega krótkoterminowy opór techniczny na tej parze.**
- W poniedziałek kontynuowane było stromienie krajowej krzywej SPW, a zmiany notowań mieściły się w przedziale 0/+6pb. Na rynkach bazowych dochodowości obligacji Niemiec wzrosły o +6/+7pb, a amerykańskich o ok. +2/+3 pb.
- Na ostatniej w bieżącym roku aukcji regularnej **Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 12 mld PLN, przy popycie sięgającym niemal 15 mld PLN.** Utrzymujący się popyt na krajowe SPW oraz wciąż wyceniana przez rynek perspektywa obniżek stóp NBP w przyszłym roku stabilizowały krajowe obligacje, mimo negatywnego otoczenia dla papierów skarbowych na rynkach bazowych. **W przypadku rynków europejskich katalizatorem przyspieszenia wzrostów rentowności była prawdopodobnie weekendowa wypowiedź I. Schnabel z zarządu EBC, w której zasugerowała zakończenie cyklu obniżek stóp w strefie euro, wskazując jednocześnie, że kolejnym ruchem EBC będzie ich podwyżka.** Słabość obligacji z głównych europejskich parkietów przełożyła się negatywnie na zachowanie papierów amerykańskich, choć, co ciekawe, nie zmieniły się tam rynkowe wyceny prawdopodobieństwa grudniowego cięcia stóp Fed. Być może zatem, w obliczu niekorzystnego globalnego otoczenia, część inwestorów uznała, że ryzyko braku gołębiego przekazu FOMC na kończącym się w środę posiedzeniu jest duże i postanowiła nasilić realizację zysków po tym, jak próby kontynuacji trendu spadków rentowności UST z przełomu miesiąca zakończyły się niepowodzeniem.
- Nie sądzimy, aby kolejne odczyty z amerykańskiego rynku pracy (raport JOLTS za wrzesień i październik) w obliczu zbliżającego się posiedzenia Fed miały znaczący wpływ na wtorkowe nastroje na bazowych rynkach FI. Uwzględniając powyższe, ale także bliskość technicznych oporów na papierach 10-letnich Niemiec i USA (odpowiednio 2,90% oraz 4,18%), zakładamy we wtorek uspokojenie nastrojów i spadek rynkowej zmienności. W naszej opinii **polskie SPW będą podążać za nastrojami z rynków bazowych, a scenariusz kontynuacji lokalnych trendów bocznych pozostaje dla nas obowiązujący.**

Waluty



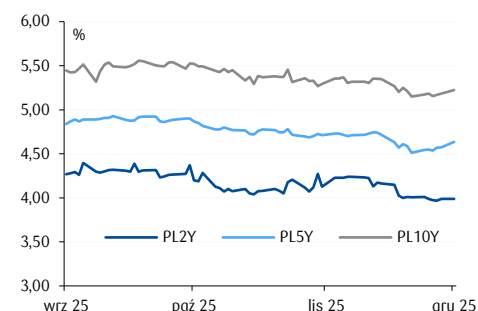
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Tenor	4q25	1q26
EURPLN	4,24	4,22
USDPLN	3,56	3,49
CHFPLN	4,46	4,40
EURUSD	1,19	1,21
EURCHF	0,95	0,96

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



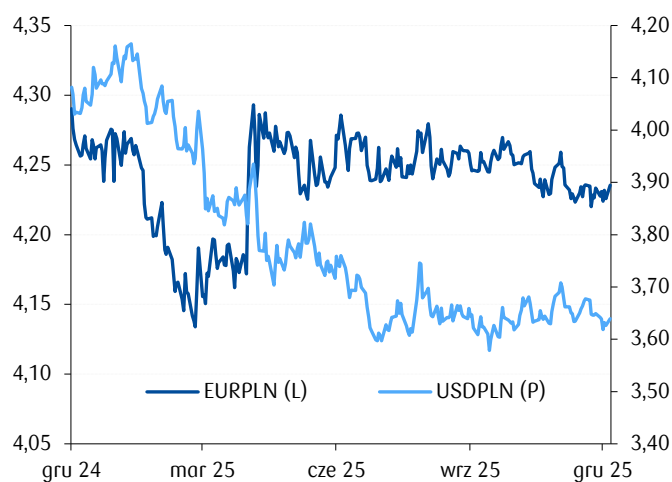
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

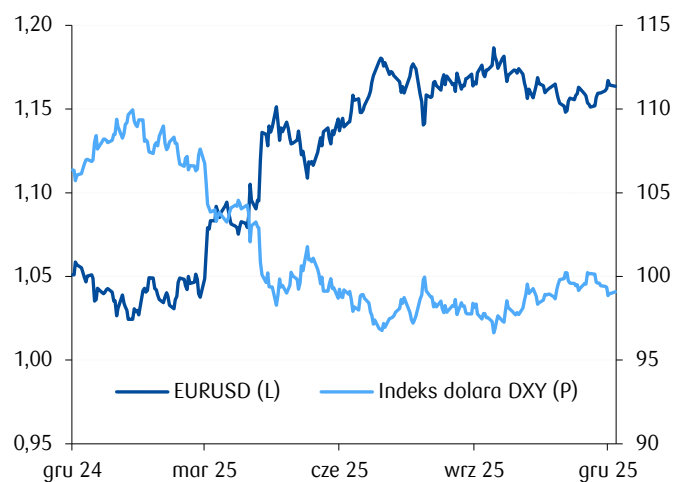
Tenor	4q25	1q26
PL1Y	3,62	3,40
PL2Y	4,10	3,83
PL5Y	4,75	4,60
PL10Y	5,40	5,15

Źródło: PKO Bank Polski.

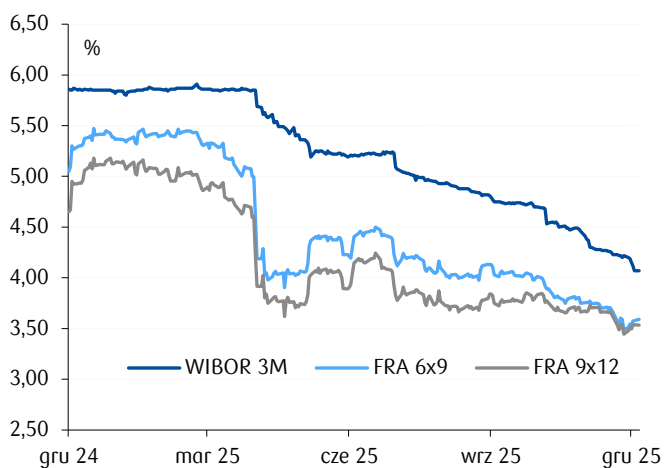
PLN vs główne waluty



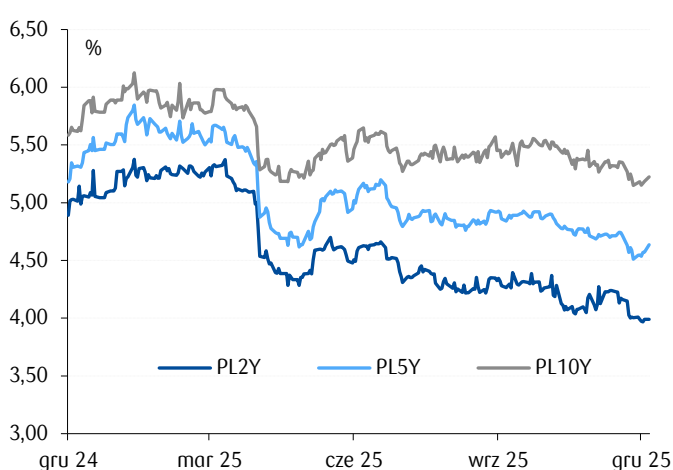
Notowania USD



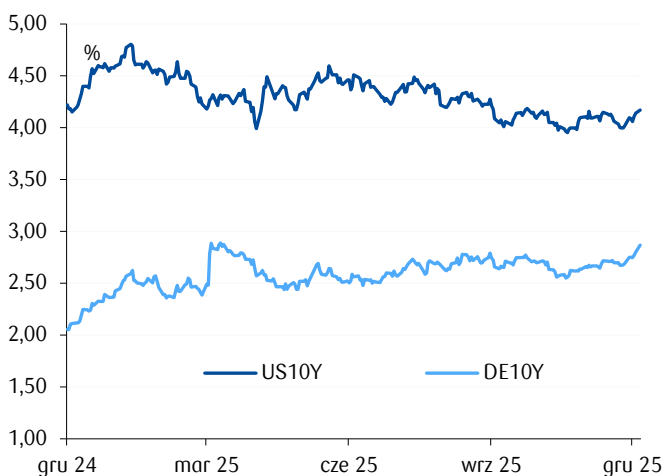
Krótkoterminowe stopy procentowe



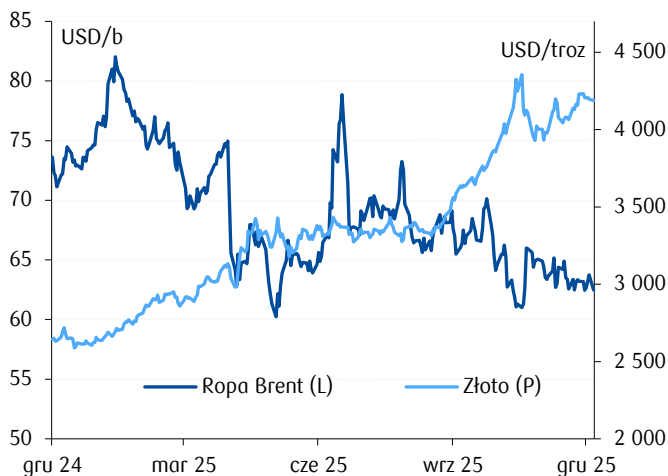
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 5 grudnia						
GER: Zamówienia fabryczne (paż.)	8:00	% m/m	2,0	0,5	--	1,5
GER: Zamówienia w przemyśle (paż.)	8:00	% r/r	-3,4	-2,4	--	-0,7
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	0,3	1,6	--	1,6
ROM: Sprzedaż detaliczna (paż.)	8:00	% r/r	-2,1	--	--	-4,0
HUN: Produkcja przemysłowa (paż.)	8:30	% r/r	-1,5	-3,9	--	-2,7
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	1,4
EUR: Zatrudnienie (3q)	11:00	% r/r	0,5	--	--	0,6
USA: Dochody Amerykanów (wrz.)	16:00	% m/m	0,4	0,3	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (wrz.)	16:00	% m/m	0,6	0,3	--	0,3
Poniedziałek, 8 grudnia						
GER: Produkcja przemysłowa (paż.)	8:00	% r/r	-1,4	-0,4	--	0,8
CZE: Produkcja przemysłowa (paż.)	9:00	% r/r	3,6	0,9	--	1,1
CZE: Stopa bezrobocia (lis.)	10:00	%	4,6	4,6	--	4,6
EUR: Indeks Sentix (gru.)	10:30	pkt.	-7,4	-6,3	--	-6,2
Wtorek, 9 grudnia						
GER: Eksport (paż.)	8:00	% m/m	1,4	0,4	--	--
GER: Import (paż.)	8:00	% m/m	3,1	-0,2	--	--
HUN: Inflacja CPI (lis.)	8:30	% r/r	4,3	3,9	4,0	--
USA: Raport JOLTS (wrz.)	16:00	mln	7,227	--	--	--
USA: Raport JOLTS (paż.)	16:00	mln	--	7,150	--	--
Środa, 10 grudnia						
CHN: Inflacja PPI (lis.)	2:30	% r/r	-2,1	-2,0	--	--
CHN: Inflacja CPI (lis.)	2:30	% r/r	0,2	0,7	--	--
ROM: Saldo handlowe (paż.)	8:00	mld EUR	-2,4834	--	--	--
CZE: Inflacja CPI (lis., rew.)	9:00	% r/r	2,5	2,1	2,1	--
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	3,75-4,00	3,50-3,75	3,50-3,75	--
Czwartek, 11 grudnia						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	0,0	0,0	0,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	191	220	--	--
USA: Bilans handlowy (wrz.)	14:30	mld USD	-59,6	-63,1	--	--
Piątek, 12 grudnia						
ROM: Wynagrodzenie (paż.)	8:00	% r/r	4,1	--	--	--
ROM: Inflacja CPI (lis.)	8:00	% r/r	9,76	9,66	9,9	--
GER: Inflacja CPI (lis., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (lis., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,6	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:
centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.