

Redukcja zatrudnienia w amerykańskiej administracji

- **Wtorek przyniósł spadki na głównych indeksach giełdowych w Europie i USA. Polski WIG stracił niemal 1%.** Pomimo negatywnego sentymentu na rynkach akcji **złoty umocnił się** względem EUR i USD, czemu sprzyjała kontynuacja spadków indeksu dolara przy stabilnym kursie EURUSD. Na rynku stopy procentowej 10-letnie obligacje skarbowe Polski i Niemiec zanotowały stabilną sesję, podczas gdy rentowności amerykańskich Treasuries nieznacznie się obniżyły. **W środę oczekujemy stabilizacji nastrojów** giełdowych, niskiej zmienności na rynku stopy procentowej oraz zatrzymania wzrostu wycen złoto względem głównych par walutowych.
- **Dziś kalendarz istotnych publikacji będzie znacznie krótszy niż wczoraj. W strefie euro poznamy rewizję inflacji HICP w listopadzie**, która według wstępnego odczytu wzrosła do 2,2% r/r z 2,1% r/r w październiku. Ponadto w Niemczech opublikowany zostanie **indeks Ifo za grudzień** – oczekiwany jest jedynie marginalny wzrost wskaźnika względem listopada.
- **W Polsce najważniejsze będą dane o koniunkturze konsumenckiej w grudniu.** Mediana oczekiwań wskazuje na możliwą niewielką poprawę nastrojów.

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA:** Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w październiku spadło o 105 tys., a następnie wzrosło o 64 tys. w listopadzie. Jednocześnie w dół zrewidowano dane za wrzesień (do +108 tys. z 119 tys.), oraz za sierpień (do -26 tys. z -4 tys.). Zatrudnienie w administracji federalnej w październiku spadło o 162 tys. oraz o kolejne 6 tys. w listopadzie, a silny spadek wynika z wykreślenia z listy płac osób, które przyjęły ofertę odroczonej rezygnacji z pracy. Jednocześnie pracownicy przebywający na bezpłatnym urlopie w okresie shutdownu byli wliczani do zbioru osób zatrudnionych. Łącznie, od stycznia, zatrudnienie w administracji federalnej spadło o 271 tys. W całym sektorze pozarolniczym zatrudnienie w okresie styczeń-listopad wzrosło o 610 tys., a zatem znacznie słabiej niż w porównywalnym okresie rok wcześniej (+1,689 mln). Liczba osób bezrobotnych wyniosła 7,8 mln, a **stopa bezrobocia w listopadzie wzrosła do 4,6% z 4,4% we wrześniu** (w październiku nie zebrano danych w związku z zawieszeniem działalności rządu). Przeciętne

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

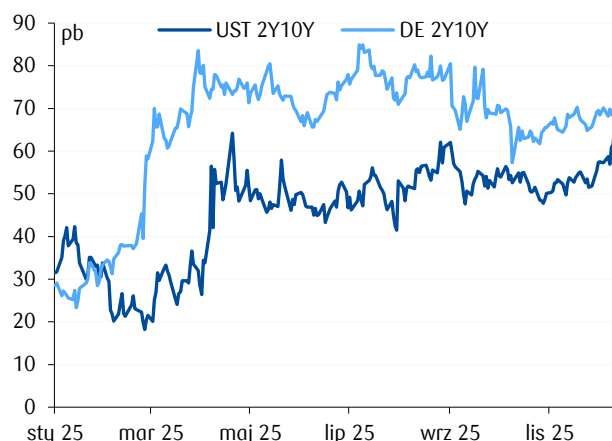
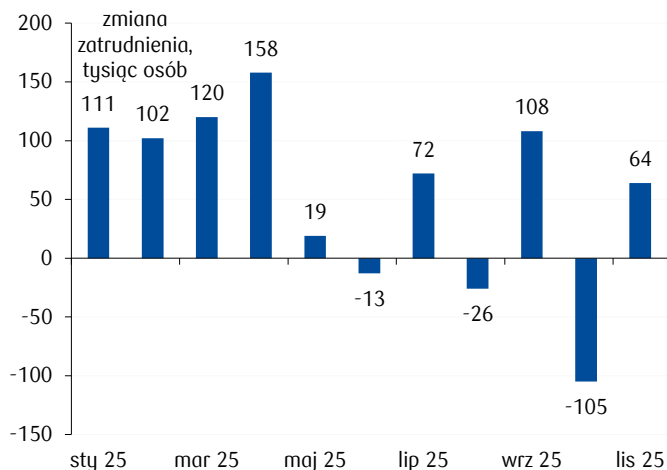
Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-12-16	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	114 246	-1,0
STOXX Europe 600	580	-0,5
S&P500	6 800	-0,2
Waluty:		
EURPLN	4,21	-0,2
USDPLN	3,58	-0,1
CHFPLN	4,51	0,1
EURUSD	1,17	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,94	1
PL5Y	4,76	12
PL10Y	5,30	0
DE10Y	2,85	0
US10Y	4,15	-3
Surowce:		
Ropa Brent	59	-2,7
Złoto	4304	0,0

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

Wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA istotnie wyhamował

Postępuje dynamiczne stromienie amerykańskiej krzywej UST na odcinku 2Y-10Y

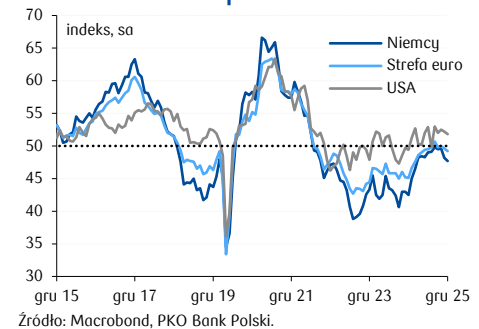


Źródło: Macrobond, GUS, NBP, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

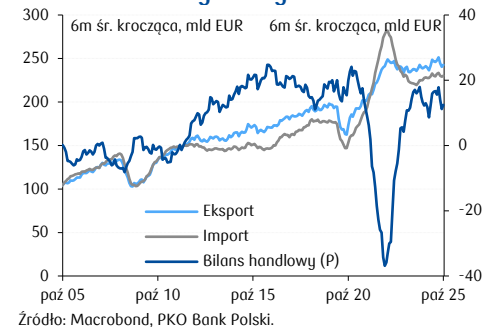
wynagrodzenie godzinowe w listopadzie wyniosło 36,86 USD, co przekłada się na wzrost o 3,5% r/r. Dane potwierdzają słabą kondycję amerykańskiego rynku pracy, co sugeruje kontynuację obniżek stóp procentowych Fed w 2026 – najbliższej spodziewamy się w marcu.

- **USA:** Sprzedaż detaliczna w październiku pozostała na poziomie z września, po minimalnym (zrewidowanym w dół do 0,1% m/m) wzroście miesiąc wcześniej. Dane z początku 4q były nieco słabsze niż oczekiwano, ale wciąż nie wskazują na drastyczne ograniczanie wydatków przez gospodarstwa domowe. W ujęciu r/r sprzedaż wzrosła o 3,5%.
- **USA:** Według wstępnych danych wskaźnik PMI w przetwórstwie w grudniu obniżył się do 51,8 pkt. z 52,2 pkt. w listopadzie. W sektorze usług skala spadku była większa - indeks obniżył się do 52,9 pkt. z 54,1 pkt. i był niższy od oczekiwań. Oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące produkcji w nadchodzącym roku pozostały pozytywne i powyżej najniższych poziomów obserwowanych w tym roku, ale uległy nieznacznemu pogorszeniu w stosunku do listopada i uplasowały się poniżej długoterminowej średniej. Niższy poziom zaufania był powszechnie przypisywany wzrostowi cen, niepewności i zmniejszeniu wydatków klientów, co z kolei często wiązało się z ciętami i innymi działaniami rządu. Pesymizm był równoważony nadzieją na większe wsparcie polityczne, w tym niższe stopy procentowe i większe bodźce fiskalne ze strony rządu, a także planami opracowania nowych produktów i większymi inwestycjami w sprzedaż i marketing.
- **EUR:** Saldo handlowe w październiku wyniosło 18,4 mld EUR bez zmian wobec zrewidowanych danych za wrzesień. Wartość eksportu wyniosła 258,0 mld EUR (+1,0% r/r), zaś importu 239,6 mld EUR (-3,6% r/r). W okresie styczeń-październik 2025 eksport wzrósł o 2,9% r/r, zaś import o 3,0% r/r.
- **EUR:** Według wstępnych danych wskaźnik PMI w przetwórstwie w grudniu obniżył się do 49,2 pkt. z 49,6 pkt. w listopadzie. Podobnie jak w USA, skala pogorszenia nastrojów w sektorze usług była większa, a indeks obniżył się do 52,6 pkt. z 53,6 pkt. Dane, zarówno w przetwórstwie jak i w usługach, były słabsze od oczekiwań. W grudniu odnotowano wyraźne różnice w zmianach oczekiwań między przemysłem a sektorem usług. Z jednej strony, w przetwórstwie optymizm osiągnął najwyższy poziom od lutego 2022. Z drugiej, w sektorze usług pogorszenie nastrojów obniżyło wskaźnik ogólny do poziomu najniższego od maja, przede wszystkim za sprawą pesymizmu w Niemczech.
- **GER:** Według wstępnych danych wskaźnik PMI w przetwórstwie w grudniu obniżył się do 47,7 pkt. z 48,2 pkt. w listopadzie, zaś w usługach do 52,6 pkt. z 53,1 pkt. miesiąc wcześniej.
- **GER:** W grudniu oczekiwania analityków co do przyszłości niemieckiej gospodarki wyraźnie się poprawiły, a indeks ZEW wzrósł do 45,8 pkt. Pozytywnym sygnałem jest poprawa nastrojów odnośnie do motoryzacji oraz innych branż eksportowych (chemicznej i farmaceutycznej oraz metalowej). Jednak branże te wciąż mierzą się ze słabością popytu zagranicznego oraz strukturalnymi problemami obniżającymi konkurencyjność. Ocena bieżącej sytuacji pozostawała słaba (-81,0 pkt.).
- **HUN:** Bank Węgier utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę bazową na poziomie 6,50%. Decyzja była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. W komunikacie Bank odniósł się do spadku inflacji CPI i inflacji bazowej w listopadzie (do odpowiednio 3,8% r/r oraz 4,1% r/r). Bank prognozuje, że średnioroczna inflacja CPI w 2025 wyniesie 4,4%, 3,2% w 2026 oraz 3,3% w 2027. Cel inflacyjny na poziomie 3% zostanie trwale osiągnięty dopiero w 2h27. Zakładamy, że MNB mógłby dokonać obniżki stóp procentowych dopiero na wiosnę 2026. Wydzwięk komunikatu także wskazuje na potrzebę zaobserwowania wpływu noworocznych zmian cenników na inflację.
- **CHN/UE:** Chiny poinformowały o obniżeniu antydumpingowych cel na importowaną z Unii Europejskiej wieprzowinę i jej produkty pochodne. Nowe stawki wyniosą od 4,9% do 19,8% i mają obowiązywać przez pięć lat. Wcześniejsze stawki wynosiły od 15,6% do 62,4%.

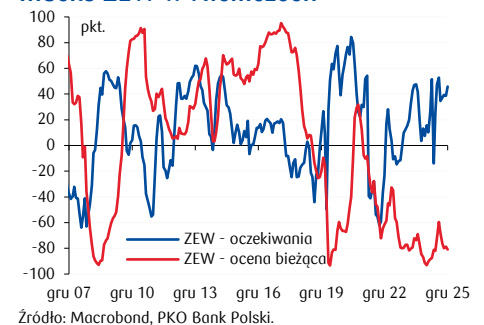
Wskaźniki PMI w przetwórstwie



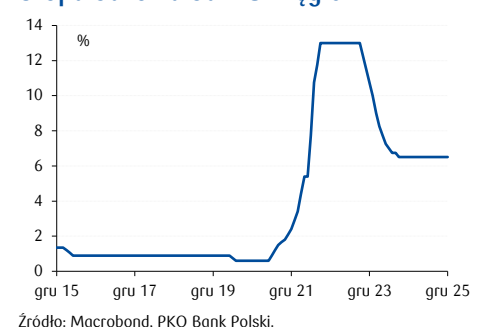
Bilans handlowy strefy euro



Indeks ZEW w Niemczech



Stopa bazowa banku Węgier

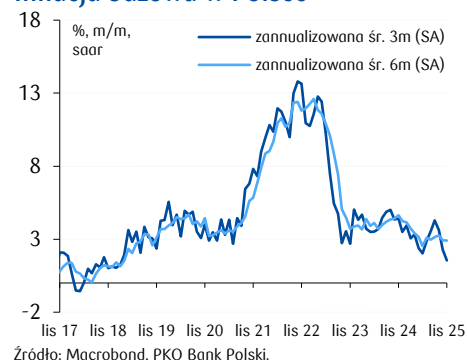


- **CAN/USA:** Prezes Banku Kanady, T.Macklem, stwierdził, że nie należy spodziewać się porozumienia handlowego Kanady z USA, które zniosłoby amerykańskie cła. Dzięki obowiązującemu porozumieniu o wolnym handlu CUSMA (między Kanadą, USA i Meksykiem) średnia stawka celna na kanadyjski eksport do USA wynosi 5,9%, jednak porozumienie CUSMA będzie podlegać przeglądowi w 2026. Sygnały ze strony amerykańskiej sugerują, że trójstronne porozumienie może zostać rozwiązane na rzecz indywidualnych umów z Kanadą i Meksykiem.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, w listopadzie ponownie się obniżyła i wyniosła 2,7% r/r, osiągając najniższy poziom od końca 2019. Jej impet w ostatnich miesiącach wyraźnie wyhamował, a zannualizowana miara 3-miesięczna spadła poniżej 2% saar. Spadek dotyczył także wszystkich pozostałych miar inflacji bazowej. Z danych o CPI wynika, że hamowanie dynamiki cen dotyczy większości kategorii usługowych, „lepkie” pozostają natomiast ceny usług medycznych. W listopadzie dodatkowo pomagały czynniki statystyczne - wysokie wzrosty cen łączności rok temu, które teraz się nie powtórzyły.

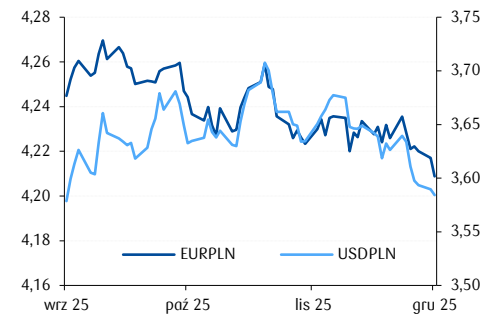
Inflacja bazowa w Polsce



KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty we wtorek umocnił się, kurs EURPLN spadł do 4,2150, a USDPLN zniżkował do 3,5860. Na rynkach bazowych kurs EURUSD finalnie nie zmienił się, pozostając w okolicy 1,1750.
- Skok stopy bezrobocia w USA do 4,6% w listopadzie br. (najwyższego poziomu od ponad czterech lat), ubytek miejsc pracy poza rolnictwem w październiku oraz rewizje w dół danych o NFP za wrzesień i sierpień br. to czynniki, które we wtorek zwiększyły rynkowe wyceny skali przyszłorocznych obniżek stóp Fed do ok. 60 pb. W konsekwencji rentowności UST nieco spadły, a na rynku FX chwilowo osłabił się amerykański dolar. **Skutkiem tego na krajowym rynku FX był spadek kursu USDPLN do okolic minimów z połowy września br., które jednak nie zostały przełamane. Kurs EURPLN początkowo nie reagował na sprzyjające walutom EM otoczenie, jednak w drugiej części dnia zbliżył się do poziomu 4,21, który jest naszym celem na obecny tydzień.** Aprecjacja złota względem euro miała miejsce pomimo wzrostu rynkowych oczekiwań dotyczących skali przyszłorocznych obniżek stóp NBP, co ponownie zawęziło wyceniany przez rynek dyferencjał stóp NBP vs EBC, osłabiając tym samym atrakcyjność krajowej waluty dla strategii „carry trade”. Na rynkach bazowych kurs EURUSD testował środkowe partie strefy oporów 1,1750–1,1830, które to opory finalnie zostały utrzymane.
- W środę kalendarium makro nie jest rozbudowane, a krajowe odczyty koniunktury konsumenckiej oraz dane o nastrojach wśród niemieckich przedsiębiorców (indeks instytutu Ifo) – obie figury za grudzień br. – nie powinny mieć istotnego wpływu na rynkowe nastroje. Tym samym, **w naszej opinii, kursy głównych par z PLN oraz EURUSD pozostaną w środę blisko wtorkowych zamknięć, w oczekiwaniu na szereg istotnych danych makro z Polski oraz odczyt inflacji CPI z USA, które poznamy w czwartek.**
- Na wtorkowej sesji rentowności krajowych SPW poruszały się w ograniczonym przedziale wahań. Rentowność polskich 10-letnich obligacji skarbowych utrzymała się na poziomie 5.30%, a 10-letnich Bundów na 2.85%, natomiast rentowność 10-letnich Treasuries spadła o 3pb do 4,15%. **Na krajowym rynku stopy procentowej coraz wyraźniej widoczna jest niska, sezonowa aktywność uczestników w warunkach braku pierwszoplanowych katalizatorów zmian.** Podczas wtorkowej sesji jedynym lokalnym czynnikiem o potencjale animowania aktywności inwestorów była publikacja danych o inflacji bazowej za listopad. Przy odczycie zgodnym z konsensusem rynek przeszedł nad nim do porządku dziennego. **Punktem kulminacyjnym na rynkach bazowych była publikacja zaległych oraz najnowszych danych z rynku pracy w USA.** Ich mieszany charakter – niesygnalizujący nagłego załamania koniunktury na rynku pracy – nie okazał się silnym impulsem kierunkowym. W połączeniu ze słabszymi odczytami wskaźników PMI dane te wpisały się jednak w perspektywę ostrożnościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed w przyszłym roku, wspierając postępujące od początku miesiąca dynamiczne stromienie amerykańskiej krzywej Treasuries na odcinku 2Y–10Y. Podobny efekt na rynku niemieckim wywarła kombinacja pogarszających się – zarówno w ujęciu absolutnym, jak i względem oczekiwań – wskaźników PMI (szczególnie silnie dla przemysłu) przy jednoczesnej wyraźnej poprawie sentymentu ekonomicznego według indeksu ZEW.
- Do czwartkowej sesji, w której opublikowane zostaną istotne dane dla gospodarki krajowej, **nie widzimy przesłanek do zmiany stanu relatywnej równowagi na polskim rynku SPW.** Zakładamy jednocześnie, że na rynku amerykańskim również w środę utrzymać się może tendencja do dalszego stromienia krzywej dochodowości, wynikająca z preferencji inwestorów dla krótszych terminów zapadalności.

Waluty



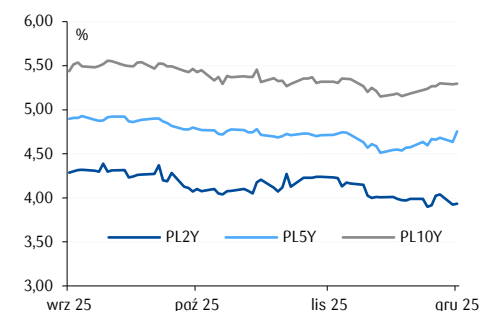
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



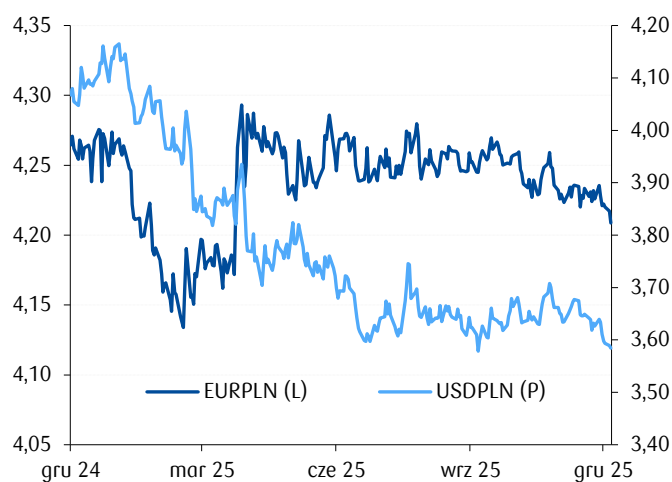
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

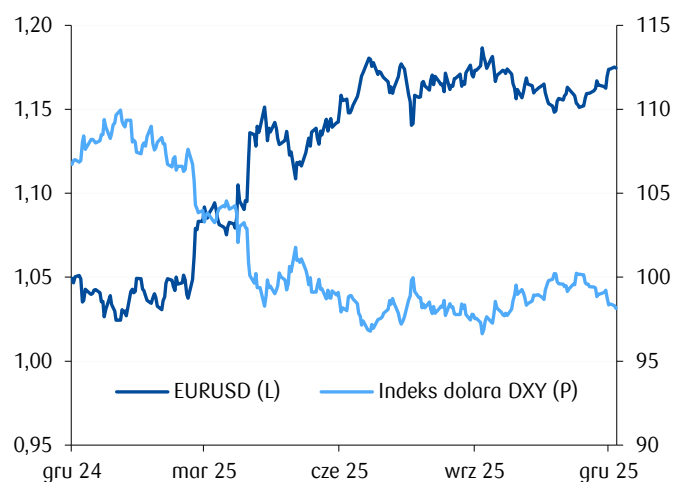
Tenor	4q25	1q26
PL1Y	3,62	3,40
PL2Y	4,10	3,83
PL5Y	4,75	4,60
PL10Y	5,40	5,15

Źródło: PKO Bank Polski.

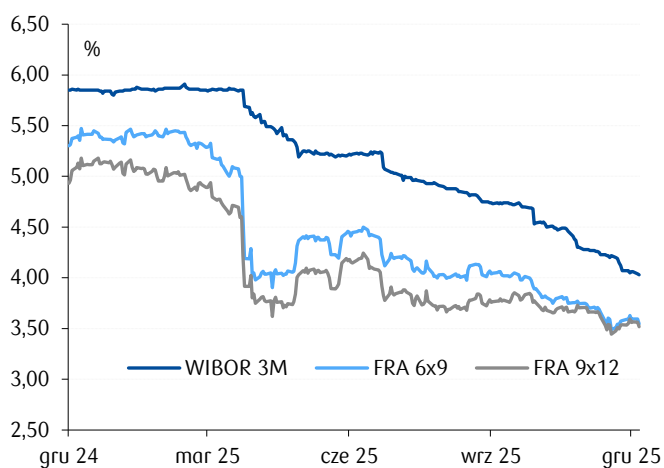
PLN vs główne waluty



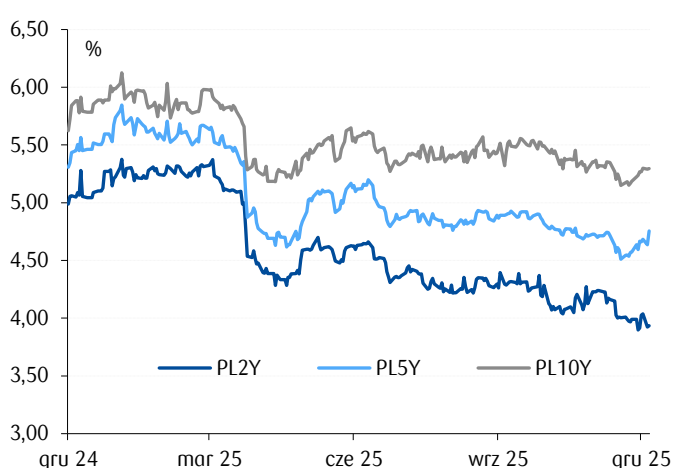
Notowania USD



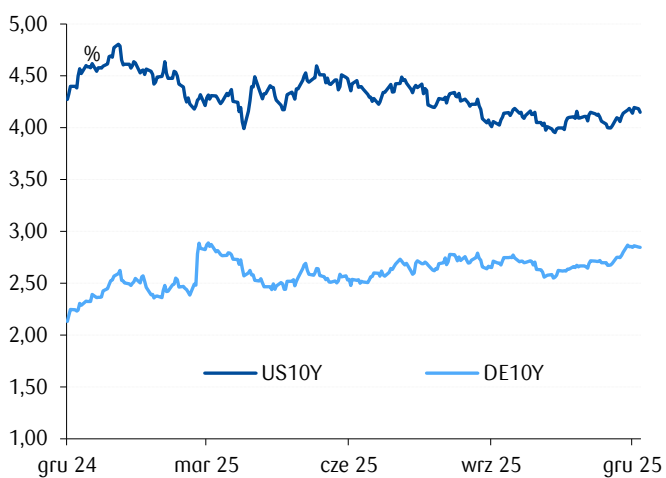
Krótkoterminowe stopy procentowe



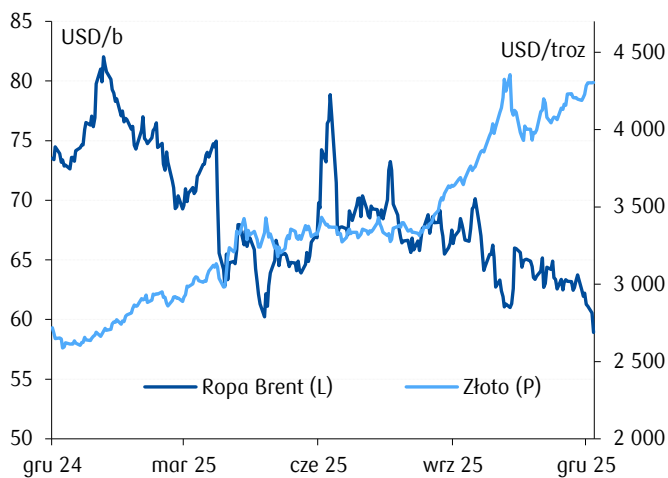
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 15 grudnia						
POL: Inflacja CPI (lis., rew.)	10:00	% r/r	2,8	2,4	2,4	2,5
EUR: Produkcja przemysłowa (paż.)	11:00	% r/r	1,2	1,9	--	2,0
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (paż.)	14:00	mld EUR	-725	163	310	1924
POL: Eksport (paż.)	14:00	% r/r	5,8	3,1	3,0	5,4
POL: Import (paż.)	14:00	% r/r	7,3	5,0	4,7	2,4
Wtorek, 16 grudnia						
EUR: PMI w przetwórstwie (gru., wst.)	10:00	pkt.	49,6	49,9	--	49,2
EUR: PMI w usługach (gru., wst.)	10:00	pkt.	53,6	53,5	--	52,6
GER: Indeks instytutu ZEW (gru.)	11:00	pkt.	38,5	39,0	--	45,8
EUR: Bilans handlowy (paż.)	11:00	mld	18,4	--	--	18,4
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
POL: Inflacja bazowa (lis.)	14:00	% r/r	3,0	2,7	2,7-2,8	2,7
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lis.)	14:30	tys.	--	50	--	64
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lis.)	14:30	% r/r	--	3,6	--	3,5
USA: Stopa bezrobocia (lis.)	14:30	%	--	4,5	--	4,6
USA: Sprzedaż detaliczna (paż.)	14:30	% m/m	0,1	0,2	--	0,0
USA: PMI w przetwórstwie (gru., wst.)	15:45	pkt.	52,2	52,0	--	51,8
Środa, 17 grudnia						
GER: Indeks Ifo (gru.)	10:00	pkt.	88,1	88,2	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (gru.)	10:00	pkt.	-9,9	-9,5	--	--
EUR: Inflacja HICP (lis., rew.)	11:00	% r/r	2,1	2,2	--	--
Czwartek, 18 grudnia						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,00	4,00	4,00	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lis.)	10:00	% r/r	6,6	6,3	7,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lis.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (lis.)	10:00	% r/r	3,2	2,9	3,1	--
POL: Inflacja PPI (lis.)	10:00	% r/r	-2,2	-2,5	-2,5	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lis.)	10:00	% r/r	4,1	2,5	1,6	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	4,00	3,75	4,00	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (gru.)	14:15	%	2,00	2,00	2,00	--
EUR: Stopa refinansowa EBC (gru.)	14:15	%	2,15	2,15	2,15	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	236	225	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
USA: Inflacja CPI (lis.)	14:30	% r/r	--	3,1	--	--
USA: Inflacja bazowa (lis.)	14:30	% r/r	--	3,0	--	--
Piątek, 19 grudnia						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,50	0,75	0,75	--
EUR: Koniunktura konsumencka (gru., wst.)	16:00	pkt.	-14,2	-14,1	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru., rew.)	16:00	pkt.	51,0	53,3	--	--

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.