

Minorowe nastroje amerykańskich konsumentów

- Ubiegły tydzień przyniósł wzrosty na giełdach w Europie, a pozytywnie wyróżniła się GPW, gdzie WIG i WIG20 zamknęły piątkową sesję na historycznych maksimach. W USA nastroje były słabsze, ale odbicie w drugiej części tygodnia pozwoliło S&P500 i Nasdaq100 zakończyć go na niewielkich plusach. Na krajowym rynku FX złoty kontynuował aprecjację, a kurs EURPLN spadł do okolic 4,20 – najniższego poziomu od 2 kwietnia br. Pozytywne nastroje panowały także na krajowym rynku FI, wsparte przez decyzje URE dotyczące taryf na gaz i energię elektryczną, które wzmacniają perspektywę dalszej dezinflacji. W tym tygodniu spodziewamy się stabilizacji notowań na krajowym rynku FI. Nie oczekujemy też istotnych zmian na głównych parach z PLN, choć na EURPLN widzimy ryzyko korekty w kierunku 4,22, przy prawdopodobnej stabilizacji USDPLN w przedziale 3,5750–3,5950.
- W krótkim, przedświątecznym tygodniu znajdzie się miejsce na publikacje danych makro. Szczególnie istotne będą jutrzejsze informacje na temat aktywności gospodarczej w USA – poznamy opóźnione dane o PKB za 3q25 oraz pakiet danych o produkcji przemysłowej za październik i listopad. Konsensus przewiduje, że wzrost PKB spowolnił do 3,2% q/q saar z 3,8% q/q saar w 2q25, a model Atlanta Fed jest nieco bardziej optymistyczny i zakłada wzrost o 3,5% q/q saar. Początek 4q25, naznaczony zawieszeniem rządu federalnego, przyniósł najpewniej stagnację w sektorze wytwórczym.
- Kluczowe krajowe publikacje poznamy dzisiaj – prognozujemy, że sprzedaż detaliczna utrzymała się w listopadzie na ścieżce wzrostowej, jednak ze względu na efekty kalendarzowe jej dynamika spowolniła do 3,5% r/r z 5,5% r/r w październiku. Podaż pieniądza M3 w listopadzie najpewniej rosła w podobnym tempie jak miesiąc wcześniej (10,5% r/r vs 10,6% r/r), a w szczegółowych danych z sektora bankowego spodziewamy się kontynuacji ożywienia akcji kredytowej, zwłaszcza w segmencie hipotecznym. Jutro GUS najpewniej potwierdzi, że stopa bezrobocia rejestrowanego w listopadzie wzrosła do 5,7%.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

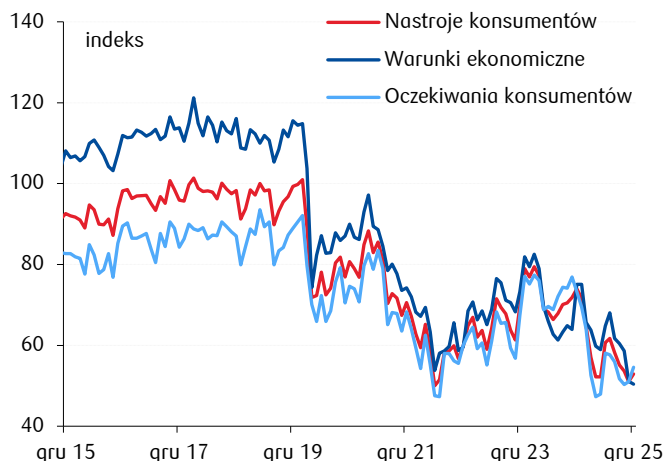
centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-12-19	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	115 548	0,9
STOXX Europe 600	588	0,4
S&P500	6 835	0,9
Waluty:		
EURPLN	4,20	0,0
USDPLN	3,59	0,1
CHFPLN	4,51	0,0
EURUSD	1,17	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,93	-2
PL5Y	4,69	-5
PL10Y	5,17	-7
DE10Y	2,89	4
US10Y	4,15	4
Surowce:		
Ropa Brent	60	1,1
Złoto	4338	0,1

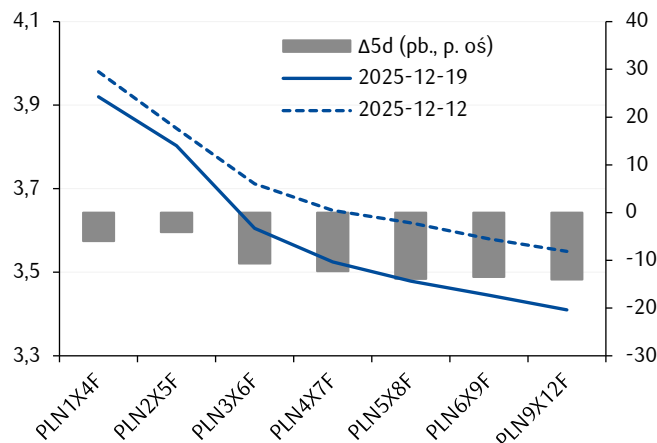
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Nastroje konsumentów wg Uniwersytetu Michigan są tylko nieznacznie powyżej historycznych minimów



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

Kontrakty FRA ponownie zaczęły wyceniać spadek stopy referencyjnej NBP poniżej 3,50% w roku 2026



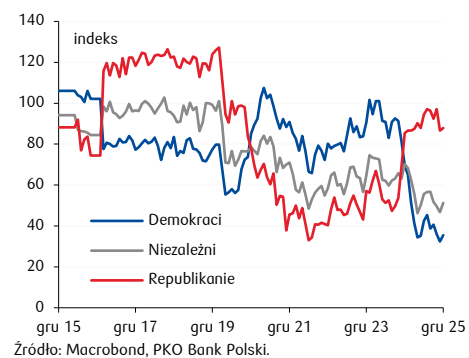
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA:** Indeks nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu Michigan w grudniu wzrósł do 52,9 pkt. z 51,0 pkt. (najniższego poziomu od czerwca 2022 i drugiego najniższego poziomu w historii badania, tj. od 1952), choć wstępny odczyt sugerował silniejszą poprawę (53,3 pkt.). Względem wstępnego odczytu zrewidowano w dół zarówno oceny bieżących warunków ekonomicznych (-0,3 pkt.), jak i wskaźnik oczekiwań konsumentów (-0,4 pkt.). Finalny odczyt potwierdził spadek oczekiwań inflacyjnych, zarówno w okresie 5 lat, jak i 1 roku, choć oczekiwania za 12 miesięcy zrewidowano w górę o 0,1pp. Wzorem poprzednich miesięcy wyborcy preferujący Partię Republikańską oceniają kondycję gospodarki i jej perspektywę znacznie lepiej niż wyborcy niezależni i zwolennicy Partii Demokratycznej.
- **EUR:** Według wstępnych danych wskaźnik koniunktury konsumenckiej w grudniu obniżył się do -14,6 pkt. z -14,2 pkt. w listopadzie, choć oczekiwano poprawy (kons.: -14,1 pkt.). Szczegółowe rozbięcie źródeł spadku koniunktury poznamy dopiero przy kolejnym odczycie danych.
- **GER:** Deflacja PPI w listopadzie wyniosła 2,3% r/r wobec 1,8% r/r w październiku. Wskaźnik PPI z wyłączeniem cen energii obniżył się o 0,8% r/r, podobnie jak przed miesiącem. W ujęciu miesięcznym ceny producentów nie zmieniły się (0,0% m/m).
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w listopadzie wyniosła 4,13 mln, co przekłada się na wzrost o 0,5% m/m oraz spadek o 1,0% r/r. Dane były niższe od oczekiwań (kons.: 4,15 mln).
- **CHN:** Bank Centralny Chin poinformował o utrzymaniu bez zmian stóp procentowych - roczna stopa kredytów bankowych dla firm nadal wynosi 3,00%, a 5-letnia stopa referencyjna kredytów hipotecznych 3,50%.

WYDARZENIA KRAJOWE:

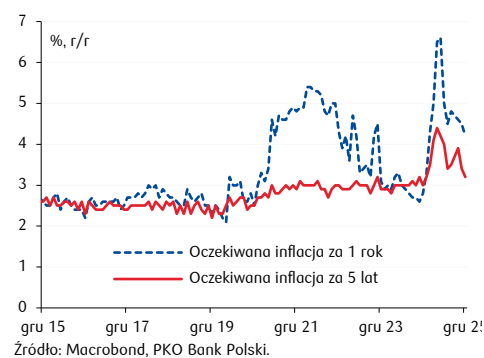
- **POL:** Narodowy Bank Polski opublikował [Raport o stabilności systemu finansowego](#), w którym stwierdził, że ryzyko systemowe w krajowym systemie finansowym pozostaje ograniczone. Banki wykazują wysoką zdolność do absorpcji strat i świadczenia usług finansowych nawet przy założeniu bardziej pesymistycznego niż w poprzedniej edycji Raportu scenariusza testów warunków skrajnych. W Ramce 2.2 przeanalizowano wpływ wprowadzenia tzw. podatku bankowego na oprocentowanie depozytów i kredytów. Według szacunków NBP wprowadzenie podatku bankowego spowodowało obniżenie oprocentowania depozytów (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) oraz podwyższenie oprocentowania kredytów mieszkaniowych (bez istotnego wpływu na oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych oraz dla przedsiębiorstw).
- **POL:** NBP poinformował, że wynik finansowy za 2025 z wysokim prawdopodobieństwem będzie ujemny. W 2024 strata banku centralnego wyniosła 13,3 mld PLN. NBP dodał, że „nie można również wykluczyć straty NBP w kolejnych latach, w sytuacji, gdy utrzymają się obecnie dominujące tendencje aprecjacyjne kursu złotego do walut obcych”.
- **POL:** Senat RP przyjął ustawę budżetową na 2026 z 10 drobnymi poprawkami, które teraz rozpatrzy Sejm RP. Wśród przyjętych poprawek jest m.in. przekazanie dodatkowych środków, ok. 3 mln PLN, na program zakupu książek przez Bibliotekę Narodową. Pieniądze te mają pochodzić z budżetu Trybunału Konstytucyjnego. Senat poparł także przesunięcie środków z wydatków bieżących przeznaczonych na cyberbezpieczeństwo na wydatki osobowe, aby można było zwiększyć zatrudnienie osób zajmujących się tą dziedziną. Inną zmianą zaaprobowaną przez Senat jest skierowanie 10 mln PLN na reorganizację urzędów morskich.
- **POL:** Liczba mikroprzedsiębiorstw (zatrudniających do 9 pracowników) w 2024 wyniosła 2,37 mln, co oznacza wzrost o 2,9% r/r. Liczba pracujących w mikroprzedsiębiorstwach w 2024 wyniosła 4,49 mln i wzrosła w stosunku do roku poprzedniego o 1,3%.

Nastroje konsumentów w USA według preferencji partyjnych



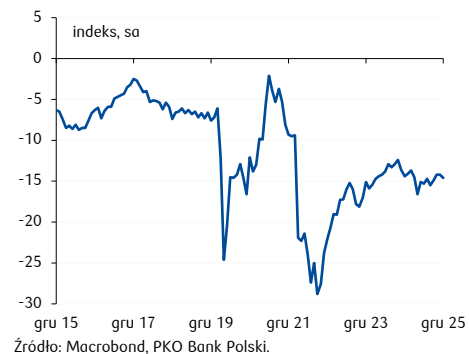
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźnik koniunktury konsumenckiej w strefie euro

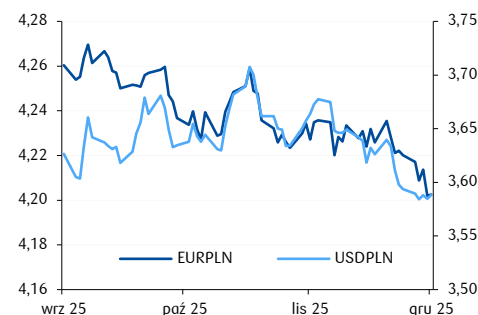


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Miniony tydzień przyniósł aprecjację złotego, kurs EURPLN spadł do 4,2050, a USDPLN obsunął się do 3,59.** Na rynkach bazowych dolar finalnie, w horyzoncie tygodnia, był nieco mocniejszy, a kurs EURUSD minimalnie spadł do 1,1710.
- Polską walutę tylko w pierwszej części tygodnia pośrednio wspierała globalna deprecjacja dolara, czego skutkiem był spadek kursu USDPLN w okolice kilkuletnich minimów. Co ciekawe, dolar nie reagował na generalnie słabe dane z amerykańskiego rynku pracy oraz wyraźnie niższą od oczekiwań ekonomistów inflację CPI za listopad, choć rynkowe wyceny skali przyszłorocznych obniżek stóp Fed zwiększyły się. Z kolei twarde dane makro z Polski za listopad br., które były słabsze od konsensusu, nie stanowiły wsparcia dla krajowej waluty, choć negatywna reakcja ze strony PLN na te odczyty była niewielka. **W naszej opinii głównym czynnikiem wpływającym na aprecjację złotego mogły być przetasowania w regionalnych portfelach globalnych inwestorów,** co dobrze pokazuje ostatnia relatywna siła złotego względem forinta i czeskiej korony. Przyczyną takich przetasowań mogła być rotacja kapitału w stronę większej płynności w regionie (PLN jest najpłynniejszą walutą w koszyku CEE-3) oraz chęć zmniejszenia wrażliwości portfeli na rynkowe zmiany (PLN ma mniejszą betę od HUF). Taką rotację fundamentalnie wspierały także oczekiwania inwestorów względem przyspieszenia wzrostu gospodarczego Polski w 2026. Warto dodać, że pod koniec tygodnia kurs EURPLN testował górną część ważnych technicznych, średnioterminowych wsparć (4,1850-4,20), od której w piątek się odbił.
- Pomimo że kalendarium makro (zarówno z Polski, jak i rynków bazowych) w obecnym, skróconym tygodniu nie jest puste, to jednak jego przedsięwzięty charakter, w naszej opinii, sprzyjać będzie stabilizacji kursów głównych par z PLN, z ryzykiem korekcyjnego wzrostu kursu EURPLN w kierunku 4,22, przy prawdopodobnej stabilizacji USDPLN w przedziale 3,5750-3,5950.
- Rentowności krajowych SPW w horyzoncie tygodnia zmieniły się w zakresie -6/+1 pb. Na rynkach bazowych dochodowości obligacji Niemiec w tym okresie przesunęły się o 0/+3 pb, a rentowności UST poszły w dół o -6/-4 pb.
- Nieco słabsze w skali tygodnia zachowanie krajowych obligacji 5-letnich (+1 pb) nie wpływa, w naszej opinii, na generalnie pozytywny obraz krajowego rynku FI w przedsięwziętym tygodniu. **Decyzje URE dotyczące taryf na gaz i energię elektryczną sprzyjać będą niższej ścieżce inflacji, co zauważył rynek, ponownie wyceniając (kontrakty FRA) spadek stopy referencyjnej NBP poniżej 3,50% w roku 2026.** Dodatkowo krajowe SPW pośrednio wsparł i, według naszej oceny, wspierać będzie sentyment na amerykańskim rynku FI, gdzie po słabych danych z rynku pracy i znacząco niższej względem konsensusu inflacji rentowności UST na krótkim końcu zbliżyły się do tegorocznych minimów. Słabiej zachowywały się obligacje Niemiec, którym ciąży wysoce prawdopodobne zakończenie cyklu obniżek stóp przez EBC oraz spore podażę (obecne i przyszłe) na rynku pierwotnym, związane z uchwalonymi w br. planami inwestycyjnymi. Warto także zwrócić uwagę na odbywające się w minionym tygodniu posiedzenia BoE i BoJ, z których ten pierwszy po wyraźnym spowolnieniu inflacji obniżył stopy o 25pb, a ten drugi podniósł je o 25pb do 0,75%, najwyższego poziomu od ok. 30 lat. Pomimo że decyzja BoJ była spodziewana, rentowności japońskich obligacji 10-letnich przebiły poziom 2% osiągając kilkudziesięcioletnie maksima.
- **W obecnym tygodniu brak jest odczytów kluczowych dla polityki pieniężnej danych makro, wobec czego oczekujemy, że rynki FI, zarówno te główne, jak i rynek krajowy, będą przechodzić w świąteczno-noworoczną hibernację, z niewielkimi przesunięciami notowań w oczekiwaniu na nowe impulsy, które pojawią się najwcześniej na przełomie roku.**

Waluty



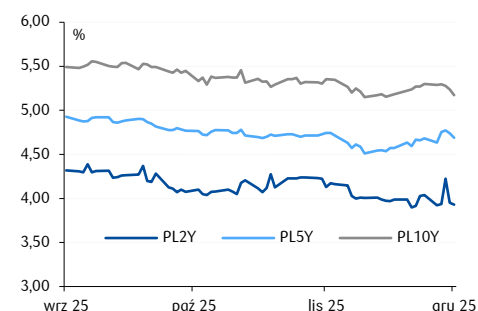
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Tenor	4q25	1q26
EURPLN	4,24	4,20
USDPLN	3,56	3,53
CHFPLN	4,46	4,47
EURUSD	1,19	1,19
EURCHF	0,95	0,94

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



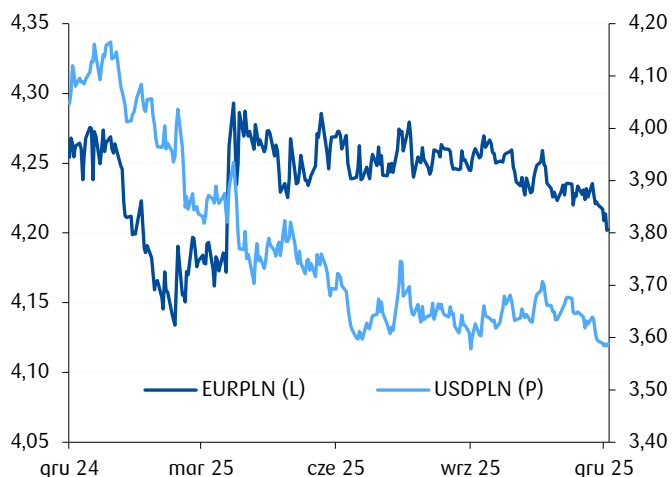
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

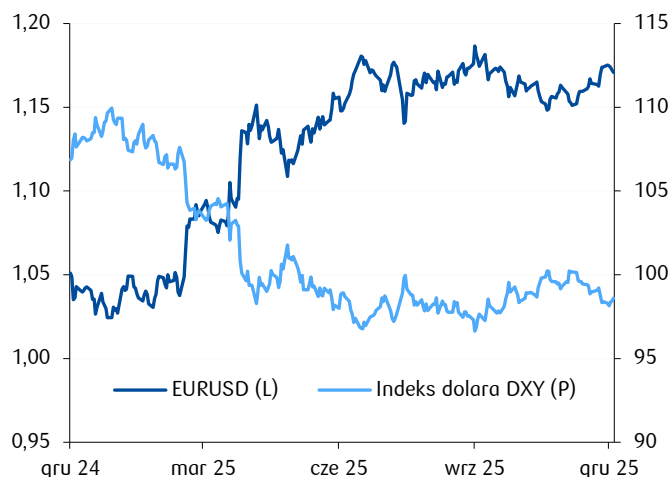
Tenor	4q25	1q26
PL1Y	3,62	3,20
PL2Y	4,10	3,75
PL5Y	4,75	4,50
PL10Y	5,40	5,10

Źródło: PKO Bank Polski.

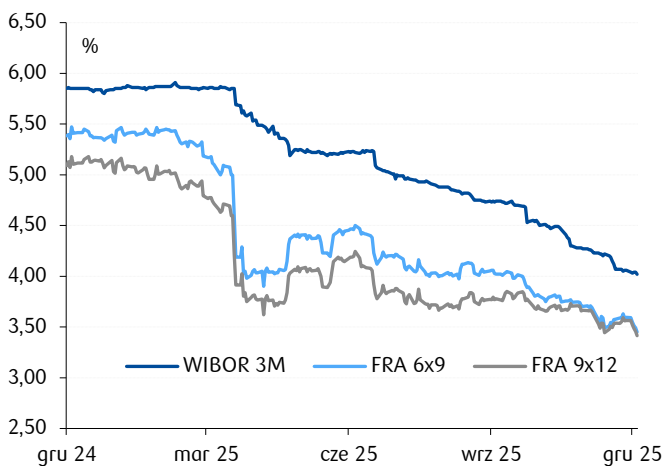
PLN vs główne waluty



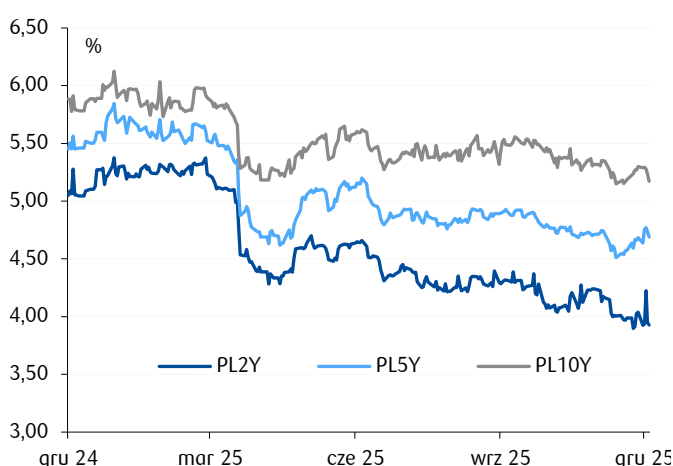
Notowania USD



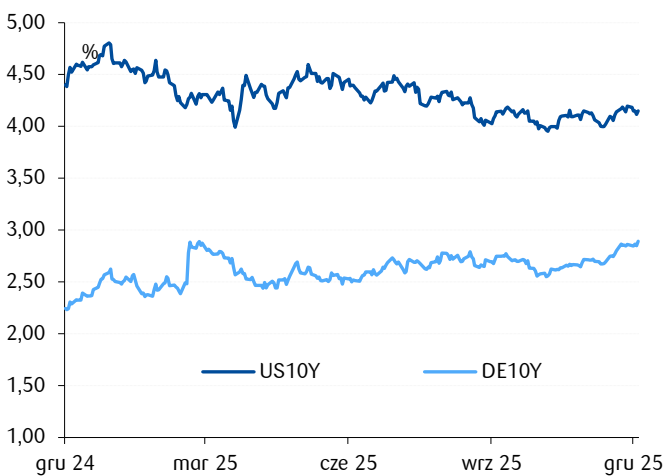
Krótkoterminowe stopy procentowe



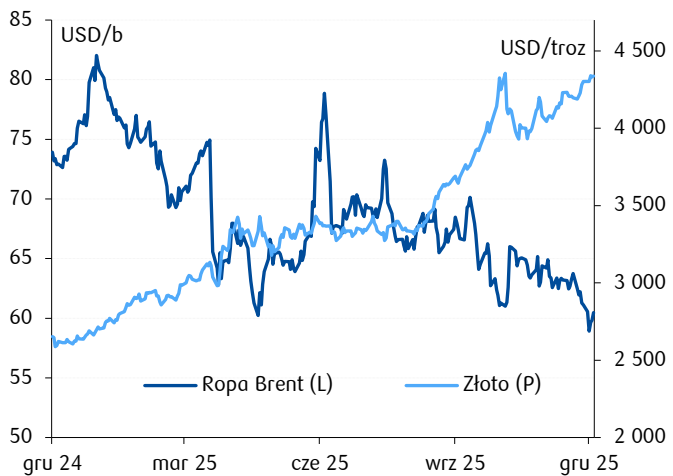
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 19 grudnia						
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,50	0,75	0,75	0,75
EUR: Koniunktura konsumencka (gru., wst.)	16:00	pkt.	-14,2	-14,1	--	-14,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru., rew.)	16:00	pkt.	51,0	53,3	--	52,9
Poniedziałek, 22 grudnia						
POL: Sprzedaż detaliczna (lis.)	10:00	% r/r	5,4	3,9	3,5	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lis.)	14:00	% r/r	10,6	10,5	10,5	--
Wtorek, 23 grudnia						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (3q)	8:30	mld EUR	1,391	910	--	--
POL: Stopa bezrobocia (lis.)	10:00	%	5,6	5,7	5,7	--
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	%q/q saar	3,8	3,2	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (3q)	14:30	%q/q saar	2,5	--	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paż., wst.)	14:30	% m/m	0,5	-1,5	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (paż.)	15:15	% m/m	0,1	--	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (lis.)	15:15	% m/m	--	0,1	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (gru.)	16:00	pkt.	88,7	91,7	--	--
Środa, 24 grudnia						
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	--	224	223	--	--

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/zainteresowana 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.