

### Przemysł nie jest w świątecznym nastroju

- **Poniedziałek był kolejnym udanym dniem dla inwestorów giełdowych.** Nowe szczyty osiągnął polski WIG, rosły główne indeksy w USA, a rynek europejski tylko nieznacznie oddalił się od tegorocznego maksimum. **Sentyment rynkowy wspierał słabszy dolar, a euro zyskało zarówno wobec dolara, jak i złotego.** Rentowności obligacji w kraju i na głównych rynkach bazowych wahały się w wąskim zakresie. Przy stromiejącej krzywej swapowej **roczne minimum osiągnął 2-letni, krajowy kontrakt IRS.** Na wtorkowej, ostatniej przedświątecznej sesji na rynku krajowym oczekujemy dalszego wygaszenia aktywności inwestorów oraz handlu w pobliżu bieżących poziomów.
- **Zanim na dobre rozpoczniemy świętowanie – a właściwie wrócimy do lepienia pierogów – przyjdzie nam jeszcze nadrobić zaległe dane ze Stanów Zjednoczonych.** Poznamy odczyt PKB za 3q25 oraz pakiet danych dotyczących produkcji przemysłowej za październik i listopad. Konsensus rynkowy wskazuje na spowolnienie wzrostu gospodarczego do 3,2% q/q saar z 3,8% q/q saar w 2q25, choć model *Atlanta Fed* jest nieco bardziej optymistyczny, prognozując dynamikę na poziomie 3,5% q/q saar. Początek 4q25, naznaczony zawieszeniem działalności rządu federalnego, najprawdopodobniej przyniesie stagnację w sektorze wytwórczym.
- **Również dziś otrzymamy świąteczny „prezent” od GUS.** Ponieważ zaglądaliśmy już pod choinkę, wiemy, że będzie to biuletyn statystyczny zawierający m.in. dane o zamówieniach w przemyśle oraz o stopie bezrobocia rejestrowanego w listopadzie, która najpewniej wzrosła do 5,7%.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych  
Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl

 **@PKO\_Research**

centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

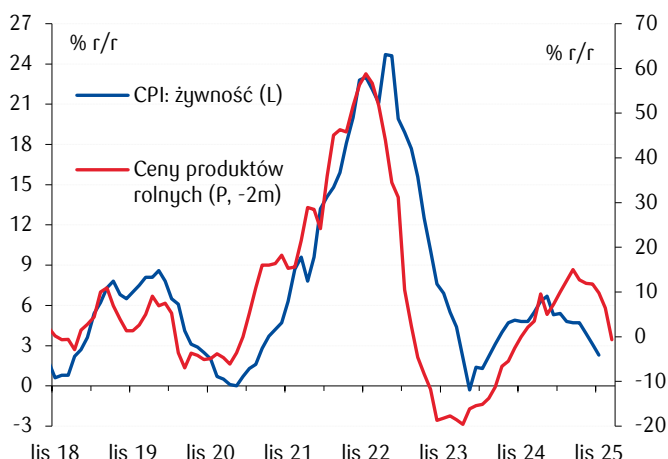
|                       | Wartość<br>2025-12-22 | (%, pb)*<br>Δ 1D |
|-----------------------|-----------------------|------------------|
| <b>Indeksy akcji:</b> |                       |                  |
| WIG                   | 116 572               | 0,9              |
| STOXX Europe 600      | 587                   | -0,1             |
| S&P500                | 6 878                 | 0,6              |
| <b>Waluty:</b>        |                       |                  |
| EURPLN                | 4,21                  | 0,3              |
| USDPLN                | 3,58                  | -0,1             |
| CHFPLN                | 4,51                  | 0,0              |
| EURUSD                | 1,18                  | 0,4              |
| <b>Obligacje:</b>     |                       |                  |
| PL2Y                  | 3,97                  | 4                |
| PL5Y                  | 4,66                  | -3               |
| PL10Y                 | 5,20                  | 2                |
| DE10Y                 | 2,90                  | 1                |
| US10Y                 | 4,17                  | 2                |
| <b>Surowce:</b>       |                       |                  |
| Ropa Brent            | 62                    | 2,6              |
| Złoto                 | 4445                  | 2,5              |

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

### WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

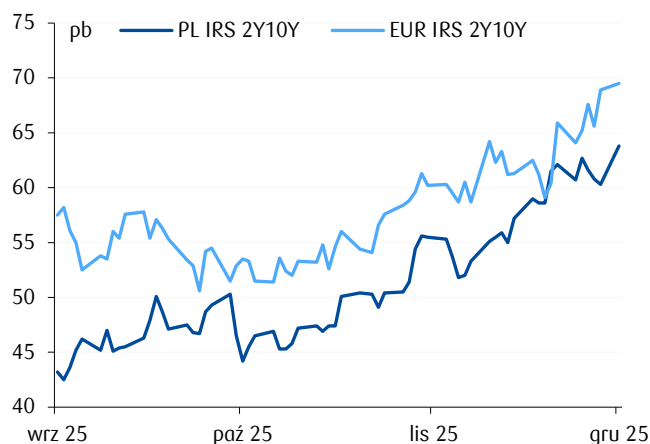
- **USA: S.Miran (zarząd Fed) zadeklarował, że pozostanie w Zarządzie Rezerwy Federalnej po 31 stycznia, jeśli do tego czasu Senat nie zatwierdzi jego następcy.** Jego obecna kadencja wygasa z końcem stycznia, ale zgodnie z praktyką może pełnić funkcję do momentu formalnego obsadzenia jego miejsca. S.Miran został powołany we wrześniu przez D.Trumpa na dokończenie kadencji po rezygnacji A.Kugler. Jednocześnie D.Trump rozważa kandydaturę

### Ceny produktów rolnych spadają w ujęciu r/r po raz pierwszy od ponad roku



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

### Grudzień przyniósł dalsze wystromienie krzywych swapowych (IRS 2Y10Y) w Polsce i strefie euro



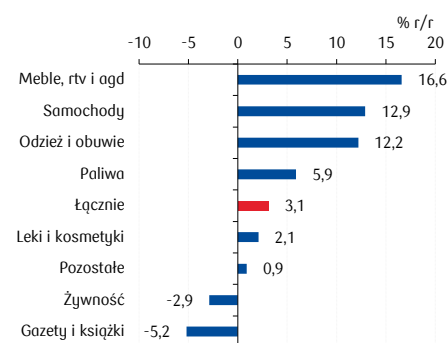
na nowego przewodniczącego Fed, którego wybór ma nastąpić po wygaśnięciu kadencji J.Powella w maju.

- **CHN-UE:** Chiny poinformowały, że prowadzone przez nie dochodzenie wykazało, że importowane z UE produkty mleczne są subsydiowane. W związku z tym Chiny nałożyły na niektóre produkty mleczne tymczasowe cła w wysokości 21,9%-42,7%. KE oceniła to działanie jako nieusprawiedliwione i bezzasadne. Ocenia się, że decyzja Chin jest odwetem z brak porozumienia w kwestii ceł, które zostały nałożone przez UE na chińskie samochody elektryczne.

## WYDARZENIA KRAJOWE:

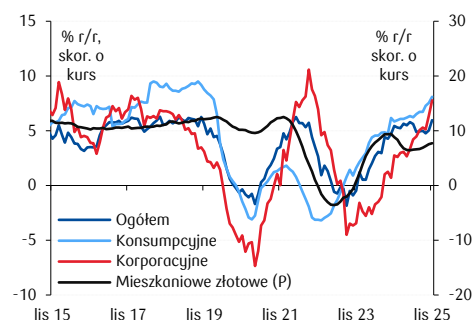
- **POL:** Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła o 3,1% r/r, lekko poniżej zarówno konsensusu (kons.: 3,9% r/r), jak i naszej prognozy (PKOe: 3,5% r/r). Wyhamowanie względem października (5,4% r/r) w dużej mierze wynikało z czynników kalendarzowych – mniej korzystnego układu liczby dni handlowych, w tym sobót. Po oczyszczeniu z efektów sezonowych (+5,5% r/r, +1,1% m/m, sa) popytu pozostaje solidny. Struktura sprzedaży jest silnie zróżnicowana. Najmocniej rosła w kategoriach dóbr trwałych i półtrwałych, przy spadku sprzedaży dóbr nietrwałych. Więcej w Makro Flashu: [Świąteczne zakupy online czy stacjonarnie?](#)
- **POL:** Podaż pieniądza M3 w listopadzie wzrosła o 10,6% r/r (PKO i kons.: 10,5% r/r), a jej dynamika była taka sama jak w październiku. Kluczowym czynnikiem kreacji pieniądza pozostaje zadłużenie netto jednostek rządowych, jednak systematycznie rośnie znaczenie kredytu, który w listopadzie dodał do dynamiki M3 3,4pp. Kredyty dla przedsiębiorstw zwiększyły się o 10% r/r, a ich dynamika była dwucyfrowa po raz pierwszy od listopada 2022. Więcej w Makro Flashu: [Coraz więcej kredytów dla przedsiębiorstw.](#)
- **POL:** Prezydent RP Karol Nawrocki powołał dr Marcina Zarzeckiego do Rady Polityki Pieniężnej.
- **POL:** Zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej w grudniu obniżył się do -0,9 pkt. z -0,2 pkt. w listopadzie. Pogorszenie koniunktury było widoczne przede wszystkim w przemyśle, gdzie wskaźnik spadł o 2,1 pkt. m/m. Spadki odnotowano w większości branż, w szczególności w produkcji elektroniki oraz maszyn, podczas gdy poprawa sytuacji dotyczyła branży odzieżowej, co jest odzwierciedleniem rosnącego popytu na wyroby tego sektora. Perspektywy koniunktury również uległy pogorszeniu w większości branż, zwłaszcza w motoryzacji i elektronice, natomiast poprawę odnotowano w produkcji papieru oraz wyrobów skórzanych. W pozostałych sektorach gospodarki koniunktura nadal się poprawiała, najsilniej w transporcie. Wysoka zmienność koniunktury w przemyśle negatywnie oddziałuje na całą gospodarkę, mimo że poza tym sektorem obserwowana jest stopniowa poprawa. Na sytuację przemysłu z jednej strony wpływa pogłębiająca się deflacja cen producenckich, obniżająca wyniki finansowe sektora, oraz utrzymująca się słabość europejskiej branży motoryzacyjnej. Z drugiej strony, rozwój sektora przemysłu obronnego powinien generować dodatkowy popyt, częściowo łagodząc te negatywne tendencje.
- **POL:** Ceny skupu podstawowych produktów rolnych w listopadzie obniżyły się o 0,7% r/r, przy czym większość surowców była tańsza niż przed rokiem. Wyjątkiem pozostawał żywiec wołowy, którego cena wzrosła aż o 38,9% r/r, a także drób, droższy o 11,6% r/r. Znaczące spadki cen odnotowano w przypadku pszenicy i ziemniaków – odpowiednio o 18% r/r i 23,5% r/r – oraz żywca wieprzowego, którego cena była niższa o 12,9% r/r. Spadek objął również ceny mleka, które obniżyły się o 8,6% r/r. Na targowiskach obserwowano zbliżone tendencje – dominowały spadki cen, choć kukurydza i żywiec wołowy nadal drożały. Dane potwierdzają utrzymującą się presję spadkową cen w rolnictwie, co powinno przekładać się na niską inflację cen żywności we wskaźniku CPI.
- **POL:** W 3q25 ruch graniczny w Polsce wzrósł zarówno wśród cudzoziemców, jak i Polaków. Łącznie odnotowano 85,5 mln przekroczeń granicy, co oznacza

## Wyniki sprzedaży detalicznej w listopadzie



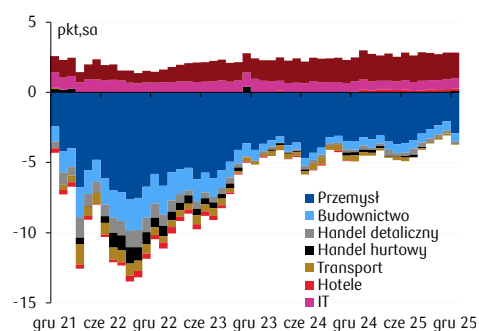
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Dynamika kredytów (skor. o kurs walutowy)



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## Dekompozycja koniunktury gospodarczej



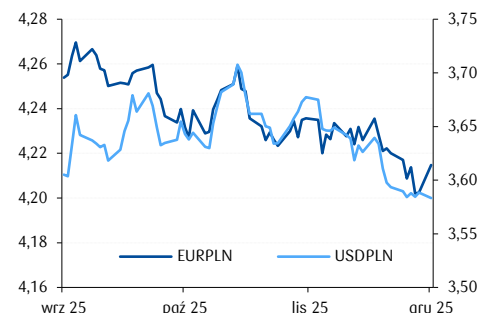
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

**wzrost o 2 mln r/r.** Cudzoziemcy stanowili 54,4% wszystkich przekroczeń, a mieszkańcy Polski 45,6%. Największy udział miały granice lądowe z krajami UE, szczególnie z Niemcami, Czechami i Słowacją. W tym samym okresie zwiększyły się również wydatki związane z podróżami. **Cudzoziemcy wydali w Polsce 15,8 mld PLN, czyli więcej o 9,5% r/r, natomiast Polacy za granicą – 11,0 mld PLN, co oznacza wzrost o 14% r/r.**

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty osłabił się wobec euro w pobliżu 4,22 na EURPLN, natomiast wobec dolara pozostał stabilny w pobliżu 3,5850 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX słabszy dolar przełożył się na wzrost kursu EURUSD w okolice 1,1760.
- Fundamentalnie złotemu mógł nieco ciążyć słabszy od oczekiwań grudniowy odczyt sprzedaży detalicznej w Polsce, choć warto podkreślić, że po odjęciu efektów sezonowych obraz popytu ze strony polskiego konsumenta pozostaje solidny, wspierając perspektywę mocnego wzrostu PKB w 4q25. **Oslabienie złotego przypisujemy jednak raczej technicznemu odreagowaniu po dłuższej serii sesji wzrostowych** oraz braku nowych, istotnych impulsów, które dałyby stronie popytowej szansę na skuteczne przełamanie strefy wsparcia wparcia zlokalizowanej w rejonie 4,20-4,2050 na EURPLN. Warto podkreślić, że w relacji do dolara złoty pozostaje mocny już od kilku sesji, konsolidując się w przedziale 3,5750-3,5950 na USDPLN, czyli relatywnie blisko tegorocznych minimów. **Oslabienie dolara na szerokim rynku, przy pustym globalnym kalendarzu makroekonomicznym, mogło wynikać z rosnących oczekiwań rynkowych na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed** oraz obaw uczestników rynku dotyczących przyszlusorocznej niepewności politycznej i fiskalnej w USA, co może nieco podkopywać zaufanie inwestorów do amerykańskiej waluty.
- **We wtorek nie spodziewamy się istotnych zmian na obserwowanych przez nas parach walutowych** w związku z przedświątecznym wygasaniem aktywności inwestycyjnej, aczkolwiek zmienność na dolarze może jeszcze podbić wstępny odczyt PKB USA za 3q25. W przypadku braku wyraźnego odchylenia tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki od konsensusu ekonomistów oczekujemy zamknięcia skróconego tygodnia inwestycyjnego w pobliżu 4,22 na EURPLN oraz w obrębie ww. przedziału 3,5750-3,5950 na USDPLN.
- Na poniedziałkowej sesji rentowności polskich SPW poruszały się w przedziale -3/+4pb. W segmencie 10-letnim rentowność krajowych SPW wzrosła o 2pb do 5,20%, amerykańskich Treasuries o 2pb do 4,17%, a niemieckich Bundów o 1pb do 2,90%.
- Poniedziałkowy handel na krajowym rynku stopy procentowej przebiegał pod znakiem kontynuacji pozycjonowania inwestorów na spadki rentowności. Tendencja ta była szczególnie widoczna **na rynku IRS, gdzie stopy swapowe spadały już piątą sesję z rzędu. Na dłuższych terminach zbliżyły się one do minimów z początku miesiąca, natomiast na terminie 2-letnim ustanowiły nowe minimum w rejonie 3,60%.** Przy inflacji na poziomie celu NBP impulsem dla tego ruchu były punktowe negatywne zaskoczenia w danych o aktywności gospodarczej, w tym poniedziałkowy odczyt sprzedaży detalicznej. Konsekwencją tej dynamiki jest **stromienie krzywej IRS na odcinku 2Y-10Y.** Ruchy na rynku krajowym pozostają w oderwaniu od sytuacji na głównych rynkach bazowych. **W Niemczech dominuje presja na wzrost rentowności. Perspektywa stabilnej stopy EBC, potwierdzona na grudniowym posiedzeniu, zakotwiczyła krótki koniec krzywej Bundów w rejonie 2,15%.** Jednocześnie poprawa perspektyw wzrostu gospodarczego oraz oczekiwane wysokie poziomy podaży niemieckich papierów skarbowych generują presję na wzrost rentowności na długim końcu krzywej. **Poziom 2,90% na niemieckich 10-latkach znajduje się zaledwie kilka punktów bazowych poniżej tegorocznego maksimum z marca. Rynek amerykański pozostaje natomiast w fazie konsolidacji.** Od kilku sesji rentowności 10-letnich Treasuries oscylują wokół poziomu 4,15%, podczas gdy 2-latki stabilizują się w pobliżu 3,50%.
- Na wtorkowej, ostatniej przedświątecznej sesji na rynku krajowym **oczekujemy dalszego wygaszenia aktywności inwestorów** oraz handlu w pobliżu bieżących poziomów.

## Waluty



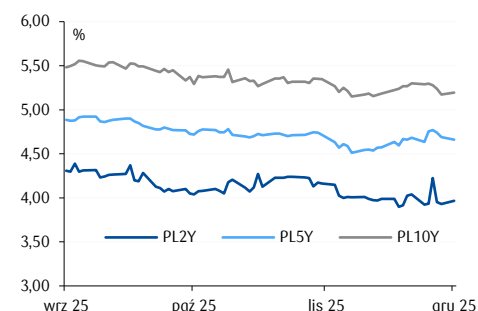
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## 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



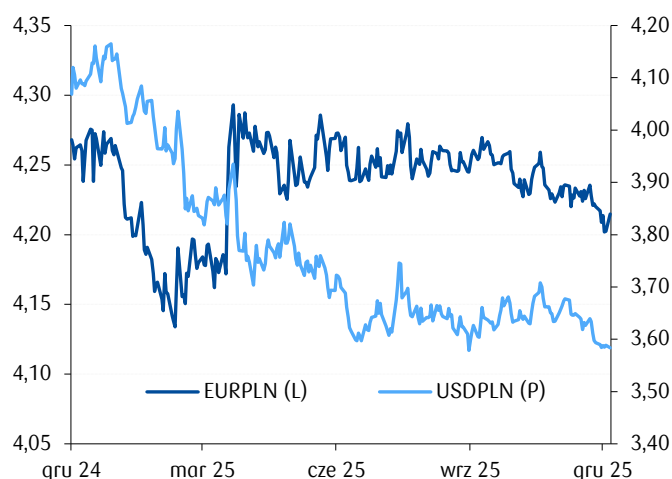
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

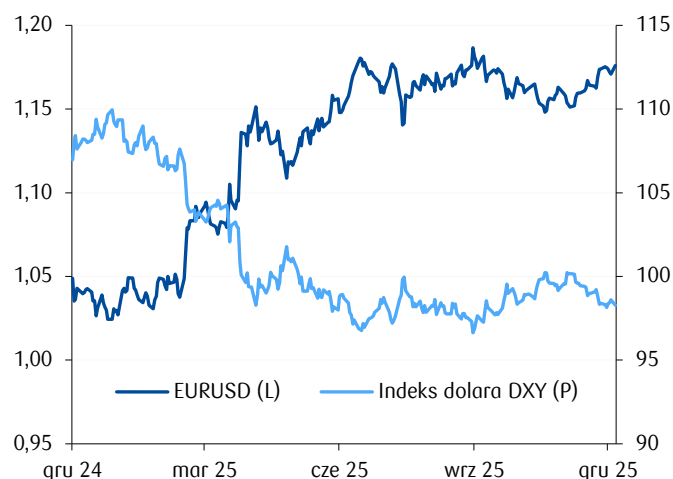
| Tenor | 4q25 | 1q26 |
|-------|------|------|
| PL1Y  | 3,62 | 3,20 |
| PL2Y  | 4,10 | 3,75 |
| PL5Y  | 4,75 | 4,50 |
| PL10Y | 5,40 | 5,10 |

Źródło: PKO Bank Polski.

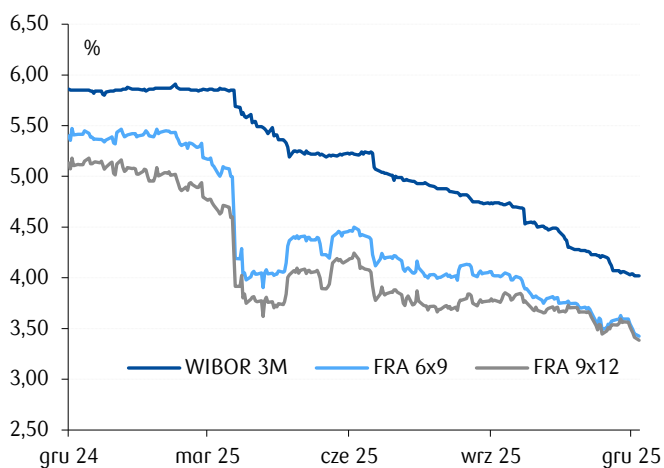
## PLN vs główne waluty



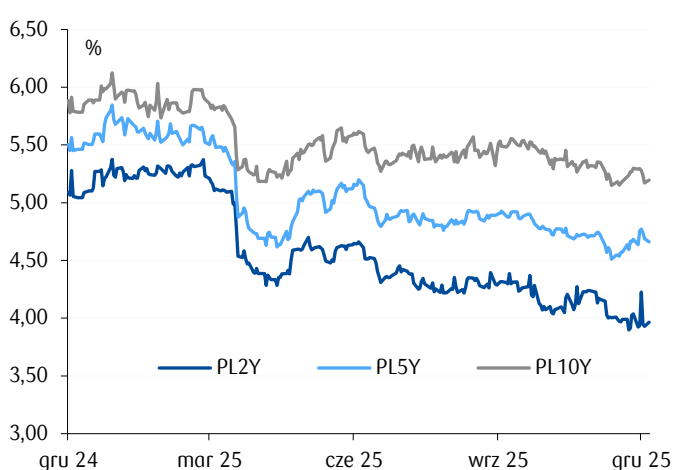
## Notowania USD



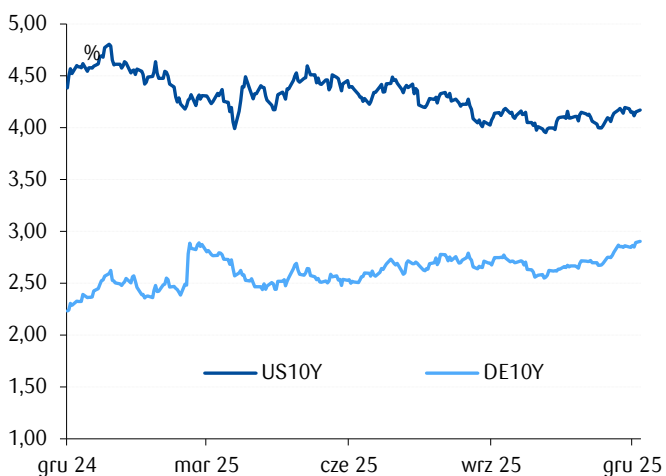
## Krótkoterminowe stopy procentowe



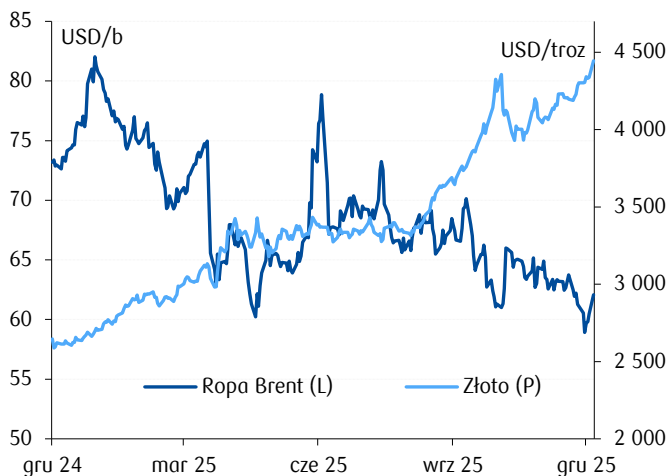
## Rentowności polskich obligacji



## 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    | 3,1    |
| POL: Podaż pieniądza M3 (lis.)                           | 14:00 | % r/r     | 10,6       | 10,5      | 10,5   | 10,6   |
| 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](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

[piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

### Biuro Strategii Rynkowych

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

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:  
[centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](http://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.