

Biuletyn Makroekonomiczny

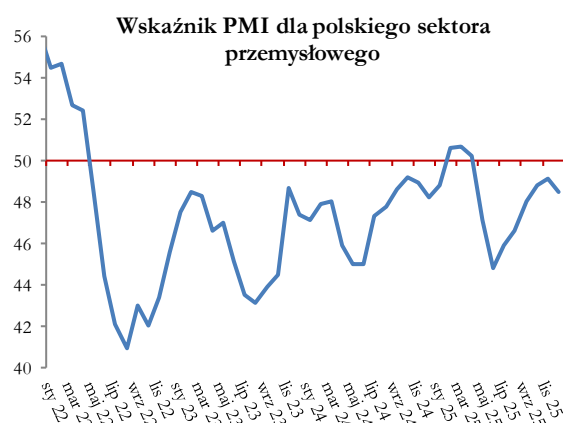
NUMER 1/2026

14 STYCZNIA 2026 ROKU



przegląd makroekonomiczny

Polska



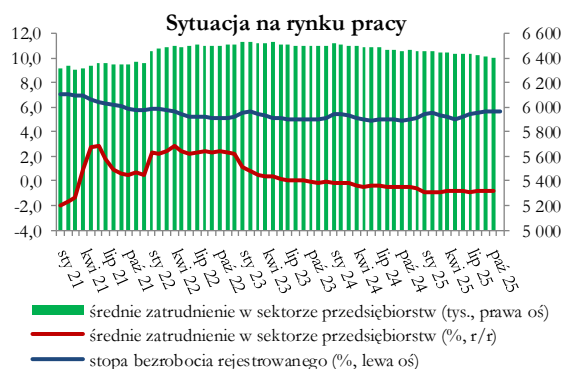
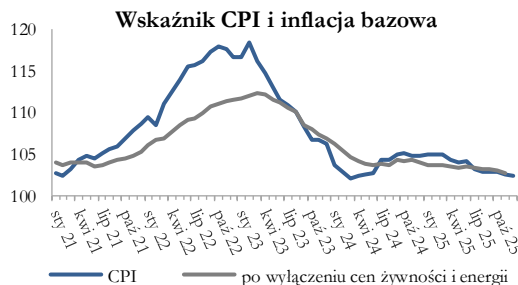
Źródło: S&P Global, GUS.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

- W grudniu 2025 r. **koniunktura gospodarcza** w badanych przez GUS sektorach pozostała stabilna w ujęciu wyrównanym sezonowo w porównaniu z listopadem. Pogorszenie koniunktury w tym ujęciu obserwowano w przetwórstwie przemysłowym, natomiast zauważalna poprawa nastąpiła w sekcji transportu i gospodarki magazynowej. Najbardziej pesymistyczne oceny nadal formułują podmioty z sekcji budownictwo i przetwórstwo przemysłowe. Wskaźniki dla obu tych sektorów są wciąż niższe od średniej długookresowej.
- Według GUS w grudniu 2025 r. nastąpiła stabilizacja obecnych **nastrojów konsumenckich** i poprawa oczekiwań. W porównaniu z listopadem najbardziej poprawiły się oceny obecnej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego i obecnej sytuacji ekonomicznej kraju, aczkolwiek prognozy w tych obszarach były gorsze, niż przed miesiącem. Pewną poprawę odnotowano w zakresie prognoz poziomu bezrobocia oraz możliwości oszczędzania pieniędzy, co stanowiło kontynuację tendencji zapoczątkowanej w listopadzie. Respondenci oczekiwali dalszego wzrostu cen w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy (72,8% wskazań wobec 75,1% miesiąc temu), a według 55,7% (56,8% miesiąc temu i 63,0% rok temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.
- Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego na koniec 2025 r. spadł z listopadowego poziomu, wynoszącego 49,1 pkt, do 48,5 pkt i pozostał poniżej granicznego progu 50,0 pkt. Nowe zamówienia spadły w grudniu 2025 r. dwukrotnie raz z rzędu, a ponadto w najszybszym tempie od trzech miesięcy. Nowe zamówienia eksportowe, po wzroście odnotowanym w listopadzie, również były niższe niż miesiąc temu. Niektóre firmy zgłosiły słabe warunki popytowe na rynkach niemieckim i francuskim. Spadek nowych zamówień przełożył się na niższy poziom produkcji. Grudniowe zmniejszenie produkcji było najszybsze od czterech miesięcy i wydłużyło obecny spadkowy trend do ośmiu miesięcy. Mimo to, polscy producenci byli znacznie bardziej optymistyczni co do możliwości zwiększenia produkcji w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy niż jeszcze w listopadzie. Wskaźnik przyszłej produkcji odnotował drugi co do wielkości wzrost w ciągu ostatnich pięciu lat. Nastroje były najlepsze od marca 2025 r., a ich indeks powrócił do poziomu bliskiego średniej z badań długoterminowych (od 2012 r.). Respondenci badania wiązali pozytywne prognozy z oczekiwaną poprawą sytuacji na rynku, projektami rozwoju firm oraz nowymi klientami.
- Produkcja sprzedana przemysłu** w listopadzie 2025 r. w cenach stałych, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób, według oszacowania GUS okazała się niższa o 1,1% r/r i o 9,3% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja była wyższa o 0,8% r/r i niższa o 1,6% m/m. Spośród głównych grupowań, odnotowano spadek w skali roku w produkcji dóbr: związanych z energią (o 9,4%), konsumpcyjnych trwałych (o 8,2%) oraz zaopatrzeniowych (o 1,9%). Zwiększyła się natomiast produkcja dóbr inwestycyjnych (o 3,7%) oraz konsumpcyjnych nietrwałych (o 0,2%). W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił w 15 (spośród 34 i wobec 23 miesiąc temu) działach, m.in. w produkcji maszyn i urządzeń, pojazdów, artykułów spożywczych i napojów. Spadek wystąpił w 19 działach (11 miesiąc temu), m.in. w produkcji mebli, urządzeń elektrycznych, chemikaliów i wyrobów chemicznych.
- Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w listopadzie 2025 r. okazały się niższe o 2,4% r/r i wyższe o 0,1% m/m. W przetwórstwie przemysłowym ceny zmieniły się w obu ujęciach w takim samym stopniu. W porównaniu z październikiem najszybciej spadły ceny w produkcji odzieży (o 1,1%), artykułów spożywczych, napojów wyrobów tekstylnych i mebli (po o 0,6%).

- **Produkcja budowlano-montażowa** w cenach stałych w listopadzie 2025 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była wyższa o 0,1% r/r i niższa o 0,7% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja okazała się niższa o 1,0% r/r i o 0,9% m/m. Pogorszenie koniunktury było spowodowane silnym spadkiem produkcji w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej.
- **Ceny produkcji budowlano-montażowej** wzrosły w porównaniu z listopadem 2024 r. (o 3,1%), a w skali miesiąca urosły o 0,3%. W obu ujęciach najszybciej rosły ceny w budowie budynków, a także robót budowlanych specjalistycznych
- Zgodnie z danymi GUS w okresie od stycznia do listopada 2025 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 184,1 tys. mieszkań, więcej o 3,0% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 117,7 tys. mieszkań – o 6,9% r/r więcej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 60,3 tys., mniej o 4,4% r/r. W samym listopadzie liczba mieszkań oddanych od użytku (19,3 tys.) była wyższa o 18,8% r/r i niższa o 2,6% m/m. Narastająco od początku 2025 r. liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (151,1 tys.) okazała się niższa o 19,6% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (78,9 tys.) – wyższa o 7,6% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 120,9 tys. mieszkań (o 16,2% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 74,9 tys. (o 2,2% r/r więcej).
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w listopadzie 2025 r. zwiększyła się o 3,1% r/r i spadła o 3,3% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 5,5% r/r i o 1,1% m/m. W skali roku nastąpił wzrost sprzedaży w większości kategorii. Spadek nastąpił tylko w grupach „prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach” (o 5,2%) oraz „żywność, napoje i wyroby tytoniowe” (o 2,9%).
- Z danych GUS wynika, że **obroty towarowe handlu zagranicznego** od stycznia do października 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 1 290,7 mld zł w eksporcie (wzrost o 1,2% r/r) oraz 1 312,2 mld zł w imporcie (wzrost o 3,7% r/r). Ujemne saldo wyniosło 21,5 mld zł. Według NBP w październiku 2025 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 3,7% r/r, do 137,5 mld zł. Podobnie jak w poprzednich miesiącach największy wpływ na wzrost eksportu miała rosnąca sprzedaż pozostałych towarów konsumpcyjnych. Utrzymała się także wysoka dynamika sprzedaży autobusów. Jednocześnie, wolniej niż w poprzednich miesiącach, rosła wartość eksportu produktów rolnych. Wartość importowanych towarów zwiększyła się o 0,9% r/r, do 135,2 mld zł. Największy wpływ na wzrost importu miało zwiększenie wartości dostaw dóbr inwestycyjnych. Kolejny miesiąc z rzędu odnotowano wzrost importu samochodów osobowych. Wyższa dynamika eksportu w porównaniu z dynamiką importu wpłynęła na pojawienie się nadwyżki w obrotach towarowych w wysokości 2,3 mld zł. Do tej poprawy przyczyniło się głównie powiększenie dodatniego salda w towarach konsumpcyjnych i zmniejszenie deficytu w paliwach.
- W listopadzie 2025 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,8% r/r, rosnąc o 0,1% m/m. Silnie spadło zatrudnienie w handlu (o 2,8% r/r). Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 7,1% r/r i o 2,4% m/m, a ten wzrost był głównie spowodowany wypłatą tzw. barbórek. Realny fundusz płac wzrósł dwudziesty ósmy miesiąc z rzędu, o 3,8% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w listopadzie 2025 r., według oszacowania GUS, były wyższe o 2,5% r/r i o 0,1% m/m. W skali roku wyższe ceny m.in. w zakresie: mieszkaniach (o 2,9%), żywności (o 2,3%), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 7,1%), restauracji i hoteli (o 5,5%) oraz zdrowia (o 5,0%) wpłynęły na wzrost wskaźnika CPI odpowiednio o: 0,72, 0,55, 0,37, 0,31 i 0,29 p.p. Niższe ceny transportu (o 2,3%) oraz odzieży i obuwia (o 2,1%) obniżyły ten wskaźnik o 0,25 i 0,08 p.p. Inflacja bazowa wyniosła 2,7% r/r i -0,1% m/m. Według wstępnego oszacowania wskaźnik CPI wyniósł w grudniu 2,4% r/r i 0,0% m/m.
- **Podstawowe produkty rolne** w listopadzie 2025 r. stanęły o 4,9% m/m i o 0,7% r/r. Silny spadek cen w porównaniu z październikiem był wywołany przede wszystkim taniejącymi mięsem drobiowym i wieprzowym, a także ziemniakami.
- W listopadzie 2025 r. stan **kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych** monetarnych instytucji finansowych urosł o 2,7% m/m i o 14,0% r/r, wynosząc 314,9 mld zł. W skali miesiąca odnotowano wzrost kredytów o charakterze inwestycyjnym o 3,2%, a kredytów o charakterze bieżącym o 2,3%. Stan **kredytów złotych dla gospodarstw domowych** urosł o 0,7% m/m i o 6,5% r/r, osiągając 783,0 mld zł. W skali miesiąca stan złotych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe powiększył się o 0,7%, a w przypadku złotych kredytów konsumpcyjnych – o 0,6%.
- Na styczniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o utrzymaniu bez zmian **podstawowych stóp procentowych NBP**. Zgodnie z komunikatem, wydanym po posiedzeniu, dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Czynniki ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, oczekiwane ożywienie popytu w gospodarce, dalsze kształtowanie się dynamiki płac oraz sytuacja makroekonomiczna za granicą, w tym zmiany cen surowców i inflacji na rynkach światowych.



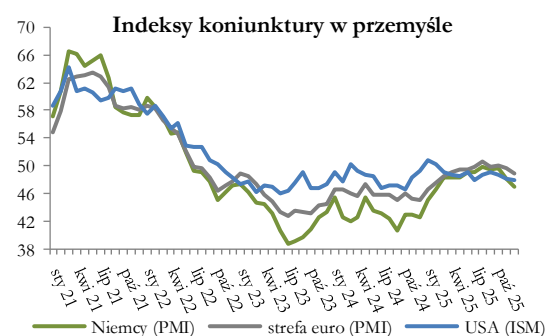
Źródło: GUS, NBP.

Świat

- Zamówienia w **amerykańskim przemyśle** w październiku 2025 r. spadły o 1,3% m/m, po wzroście o 0,2% m/m we wrześniu. **Produkcja przemysłowa** w październiku spadła o 0,1% m/m, a w listopadzie zwiększyła się o 0,2% m/m. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w listopadzie 2025 r. osiągnęło 76,0% wobec 75,9% miesiąc wcześniej.
- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych w październiku 2025 r. zmniejszyły się o 2,2% m/m. Po wyeliminowaniu środków transportu nastąpił jednak ich wzrost o 0,1% m/m.

- Według wstępnego odczytu **PKB w Stanach Zjednoczonych** wzrósł w III kwartale 2025 r. o 4,3% w ujęciu annualizowanym. Konsumpcja prywatna powiększyła się o 3,5%.
- **Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym** w październiku 2025 r. spadło o 105 tys. miejsc pracy, by w listopadzie wzrosnąć o 56 tys., a w grudniu o 50 tys. Tak słaby wynik jest efektem cięć zatrudnienia w administracji federalnej. Zatrudnienie w sektorze prywatnym zwiększyło się w październiku o 52 tys. miejsc pracy, a w listopadzie i grudniu – odpowiednio o 50 i 37 tys. Płaca godzinowa zwiększyła się w grudniu o 3,8% r/r i o 0,3% m/m. Stopa bezrobocia w tymże miesiącu wyniosła 4,4%.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w październiku 2025 r. nie uległa zmianie w porównaniu z wrześniem, a w skali roku wzrosła o 4,2%. W porównaniu z wrześniem sprzedaż z wyłączeniem samochodów i paliw powiększyła się jednak o 0,5%.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, w grudniu 2025 r. spadł z 92,9 pkt w listopadzie (po korekcie) do 89,1 pkt. W odróżnieniu od poprzednich miesięcy, w grudniu główną przyczyną pogorszenia indeksu było osłabienie ocen sytuacji bieżących. Oczekiwania się nie zmieniły i pozostały słabe. Mierzący je subindeks wyniósł 70,7 pkt, i od lutego 2025 r. pozostaje poniżej poziomu 80 pkt, czyli granicy wyznaczającej przewagę tendencji recesyjnych w ciągu nadchodzących sześciu miesięcy.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu w grudniu 2025 r. spadł trzeci raz z rzędu, z 48,2 pkt w listopadzie do 47,9 pkt. Obniżyła się produkcja przemysłowa, jednak odnotowano pewną poprawę liczby nowych zamówień i wzrost zaległości produkcyjnych, co zapowiada wzrost popytu. Jednak na koniec 2025 r. tylko w dwóch sektorach odnotowano poprawę koniunktury (w produkcji żywności, wyrobów elektronicznych, maszyn i urządzeń, a także komputerów). Pogorszenie nastąpiło w piętnastu sektorach.
- **Inflacja PCE** we wrześniu 2025 r. w Stanach Zjednoczonych wyniosła 2,8% r/r oraz 0,3% m/m, a w ujęciu bazowym prawie tak samo, bo 2,8% r/r i 0,2% m/m. Inflacja CPI w listopadzie spadła do 2,7% r/r, a inflacja bazowa jeszcze bardziej, bo do 2,6% r/r. Niski odczyt będzie wspierać dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.
- Z zapisu dyskusji po grudniowym posiedzeniu Federalny Komitet Otwartego Rynku wynika, że nie było zgody wśród jego członków na temat dalszych obniżek **stopy funduszy federalnych**. Dziewięciu członków poparło decyzję o jej obniżeniu o 25 p.b., jeden głosował za obniżką o 50 p.b., a trzech pozostałych optowało za jej pozostawieniem bez zmian. Wszyscy zgodzili się jednak, że w ostatnich miesiącach wzrosły ryzyka związane z sytuacją na rynku pracy. Dostrzeżono jednak również, że inflacja pozostaje podwyższona i szybkie obniżki stopy funduszy federalnych mogą utrudnić jej utrzymanie na poziomie zbieżnym z celem. Rozbieżność w poglądach może skłonić Komitet do wydłużenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i odstępów pomiędzy kolejnymi obniżkami stopy funduszy federalnych.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w październiku 2025 r., po wyeliminowaniu sezonowości, wzrosła o 0,9% m/m i o 0,5% r/r. Na uwagę zasługuje poprawa produkcji w obu ujęciach, do której doszło w Niemczech. **Produkcja przemysłowa** w październiku 2025 r. wzrosła o 0,8% m/m i o 2,0% r/r. Produkcja dóbr pośrednich wzrosła o 0,5% r/r, energii o 4,5% r/r, dóbr kapitałowych o 0,5% r/r, trwałych i nietrwałych dóbr konsumpcyjnych o 0,7% r/r i o 4,9% r/r. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w październiku 2025 r. spadły o 1,7% r/r, rosnąc o 0,5% m/m. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią w skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 0,1%, a w skali roku – o 1,0%.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w listopadzie 2025 r. wzrosła o 2,3% r/r i o 0,2% m/m. W obu ujęciach najszybciej rosła sprzedaż wyrobów niż żywność, z wyłączeniem paliw. Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w listopadzie 2025 r. wyniosła 6,3%.
- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro w grudniu 2025 r. wyniosła 2,0% r/r oraz 0,2% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,3% r/r oraz 0,3% m/m. Inflację ograniczały ceny energii, niższe o 1,9% r/r i o 0,8% m/m.

- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, w grudniu 2025 r. spadł o 0,4 pkt do 96,7 pkt, pozostając poniżej długookresowej średniej, wynoszącej 100 pkt. Poprawę nastrojów odnotowano jedynie w przemyśle, gdzie poprawiły się oceny stanu zamówień i prognozy produkcji. W usługach i budownictwie nastroje nie uległy zmianie w porównaniu z listopadem, a w przypadku konsumentów odnotowano jedynie nieznaczne ich osłabienie (o 0,1 pkt). Istotne pogorszenie wystąpiło za to w handlu detalicznym, ponieważ podmioty z tego sektora gorzej niż przed miesiącem oceniły swoją sytuację biznesową i stany zapasów.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro w grudniu 2025 r. ponownie spadł, z 49,6 pkt w listopadzie do 48,8 pkt. Odnotowano nieznaczny spadek produkcji przemysłowej, który zakończył serię dziewięciu wzrostowych miesięcy. Zwiększyła się za to liczba nowych zamówień, aczkolwiek tylko wewnętrznych, ponieważ w kategorii zamówień eksportowych odnotowano spadek. Zmniejszono zatrudnienie, a krajem, w którym zjawisko to było silnie odczuwalne, były Niemcy. Aktywność zakupowa przedsiębiorstw osłabła w porównaniu z listopadem. Mimo to prognozy przedsiębiorców na kolejne dwanaście miesięcy były optymistyczne i najlepsze od października 2022 r. Póki co jednak europejski przemysł wciąż znajduje się w stagnacji.
- Na grudniowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC jednogłośnie pozostawiono bez zmian podstawowe **stopy procentowe w strefie euro**. Przesłanką tej decyzji były nowe prognozy EBC, z których wynika, że inflacja HICP pozostanie na poziomie zbieżnym z celem inflacyjnym, wynoszącym 2,0%, do 2028 r. włącznie. W perspektywie trzech lat również inflacja bazowa ma osiągnąć poziom 2,0% przy obecnym poziomie stóp procentowych. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC, Ch. Lagarde, powiedziała, że polityka pieniężna jest w dobrym miejscu. Stwierdziła, że nie ma z góry ustalonej ścieżki dla stóp procentowych, a perspektywy inflacji są nadal bardziej niepewne niż zwykle ze względu na wciąż niestabilną sytuację międzynarodową.



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
3,75	0,75	2,15	3,50–3,75	0,00
od 18 grudnia 2025 r.	od 18 grudnia 2025 r.	od 11 czerwca 2025 r.	od 11 grudnia 2025 r.	od 20 czerwca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec listopada zwiększyły się o 8 430,8 mln zł (0,60%), w porównaniu z ubiegłym miesiącem osiągając poziom 1 421 532,6 mln zł. W stosunku do października stan depozytów terminowych złożonych w bankach zmniejszył się o 944 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 9 374,9 mln zł. Na koniec listopada stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 3 953,7 mln zł i tym samym zmniejszył się o 0,86% w porównaniu z poprzednim miesiącem.

Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 3,37% (spadek o 0,15 p.p. m/m).

Obok zmian na rynku depozytowym, rok 2025 przyniósł historyczny rekord na rynku Funduszy Inwestycyjnych, co obrazuje ewolucję struktury oszczędności Polaków. Według danych Polskiego Instytutu Ekonomicznego (PIE), wartość aktywów netto funduszy wzrosła do poziomu 424,4 mld zł (stan na koniec listopada). Wzrost ten był napędzany głównie przez realne napływy kapitału (blisko 47 mld zł), a nie wyłącznie przez wyceny rynkowe. W strategiach oszczędnościowych dominowało podejście konserwatywne. Największą popularnością cieszyły się fundusze obligacyjne (37,8 mld zł napływu netto) oraz PPK. Co istotne, mimo wysokich stóp zwrotu na warszawskiej giełdzie (indeks WIG20 zyskał 51%), inwestorzy detaliczni zachowali dystans do funduszy akcyjnych, z których odpłynęło netto 434 mln zł. Dane te potwierdzają silną preferencję dla instrumentów dłużnych przy jednoczesnym, stopniowym wzroście zainteresowania rozwiązaniami pasywnymi (ETF).

Na początku stycznia średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,50% (bez zmian m/m), 3 miesiące – 1,24% (spadek o 0,03 p.p. m/m), 6 miesięcy – 1,46% (bez zmian m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,62% (bez zmian m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,50% (bez zmian m/m).

Dla lokat o stałej stopie, które obwarowane są dodatkowymi warunkami, średnie oprocentowanie na początku stycznia wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,10% (spadek o 0,27 p.p. m/m), a dla 3-miesięcznych 3,68% (spadek o 0,03 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,52% (spadek o 0,04 p.p. m/m) i 2,96% (spadek o 0,03 p.p. m/m). Średnie oprocentowanie lokat dwuletnich osiągnęło poziom 3,40% (bez zmian m/m), natomiast oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 4,89% (wzrost o 0,23 p.p. m/m).

rynek międzybankowy

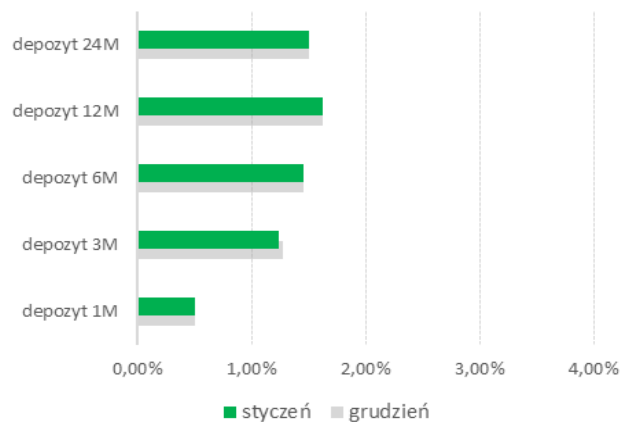
W grudniu obserwowaliśmy dalszy spadek stóp procentowych. Na koniec miesiąca WIBID na trzy miesiące wynosił 3,79%, a WIBOR kształtował się na poziomie 3,99% (koniec listopada odpowiednio 4,02% i 4,22%). Roczny WIBOR 3,78% (koniec listopada 4,05%).

rynek długu

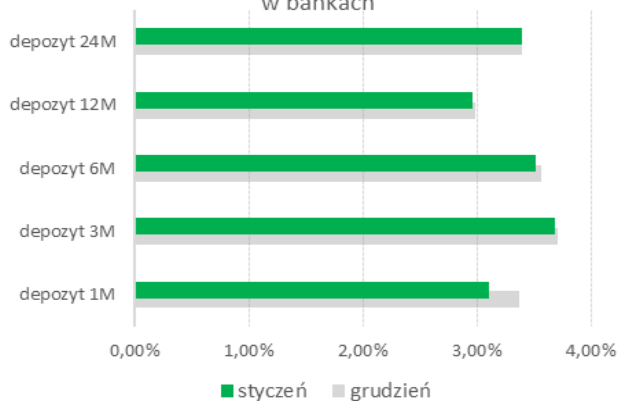
Grudzień przyniósł stabilizację rentowności polskiego długu. Obniżka stóp przez RPP nie wywarła większego wrażenia na inwestorach, a krzywa dochodowości utrzymała swój stromy kształt. Spread pomiędzy tenorami 10-2 wyniósł na koniec miesiąca 119 pb w porównaniu do 114 pb na koniec listopada.

Na rynkach bazowych wydarzeniem miesiąca były bijące lokalne rekordy obligacje japońskie. Dziesięcioletnie obligacje przekroczyły pułap 2% rentowności

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach



Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków

Kształtowanie się stawek WIBID



Źródło: LSEG Workspace

(wobec zaledwie 1,20% na początku roku), czyli poziom, który ostatnio oglądaliśmy 20 lat temu, a wcześniej w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych. Pojawiają się w związku z tym pytania, czy mocno zadłużona Japonia poradzi sobie z ewentualnymi dalszymi wzrostami cen obligacji, nie ma to jednak na razie wpływu na inne światowe rynki.

Na rynku pierwotnym MF przeprowadził w grudniu jedną aukcję sprzedaży bonów skarbowych. Inwestorzy objęli 2,1 mld zł bonów zapadających we wrześniu 2026 r. z rentownością 3,75%. Ponadto przeprowadzony został jeden przetarg zamiany i jeden przetarg sprzedaży obligacji skarbowych. Na obu największym zainteresowaniem cieszyły się serie PS0131 oraz WZ0930. Ponadto MF kontynuował transakcje sprzedaży obligacji typu NZ opartych o POLSTR i na koniec grudnia łączna wartość sprzedanych obligacji serii NZ0928 przekroczyła 4 mld zł.

Podsumowując miesiąc na krajowym rynku długu, na koniec grudnia rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 3,91%, obligacji 5-letnich na 4,55%, a obligacji 10-letnich na 5,10% wobec odpowiednio 3,96, 4,51% i 5,10% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Grudzień był bardzo dobrym podsumowaniem roku na naszym rynku walutowym. Tak jak przez cały rok, złoty pozostawał silny bez podwyższonej zmienności handlu. Krajowa waluta nie reagowała na kontynuację obniżek stóp przez RPP, nie wykazywała też nadmiernej ekscytacji związanej z informacjami zewnętrznymi, w szczególności różnego rodzaju plotkami o możliwym zakończeniu wojny w Ukrainie. Dzięki temu para EURPLN zbliżyła się w okolicy świat do poziomów 4,20, a para USDPLN do poziomów 3,57. Pomagało w tym osłabienie dolara amerykańskiego, który w relacji do EUR zbliżył się w grudniu do poziomu 1,18 w porównaniu do 1,16 na koniec listopada. Podsumowując miesiąc na krajowym rynku, złoty umocnił się m/m o 0,5% w stosunku do EUR oraz o 1,80% do USD.

Na koniec grudnia na rynku walutowym za euro płacono 4,2127 zł, a za dolara amerykańskiego 3,5841 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2335 zł i 3,6491 zł na koniec listopada.

rynek akcji

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł grudniu o 4,80% m/m, w stosunku do grudnia ub.r. odnotowano wzrost o 47,33%. Na ostatniej sesji wartość indeksu WIG osiągnęła 117 204,24 pkt., miesięczne minimum wyniosło 109 635,61 pkt., maksimum wyniosło 117 731,61 pkt.

Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 38,0 mld zł wobec 32,54 mld zł w miesiącu listopadzie br. i wobec 24,85 mld zł w grudniu ub.r.

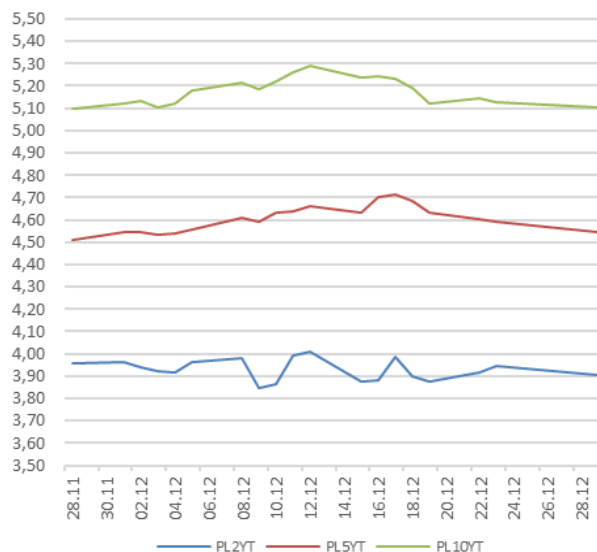
Indeks WIG20 w grudniu zanotował wzrost o 6,06% m/m. W relacji do grudnia ub.r. WIG20 zanotował wzrost o 45,26%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 31,54 mld zł, co stanowi około 83,0% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w listopadzie br. 84,10%).

Najlepiej w grudniu 2025 r. radziły sobie spółki górnicze, osiągające wzrost o 30,50% (WIG-GÓRNICZWO), następnie branża odzieżowa, notująca wzrost o 12,65% (WIG-ODZIEŻ). Najgorzej radziły sobie spółki energetyczne, notujące spadek o 7,95% (WIG-ENERG) oraz z branżą leków, notująca spadek o 5,73% (WIG-LEKI). WIG-BANKI wzrósł o 6,06%. W grudniu na GPW nie było debiutów.

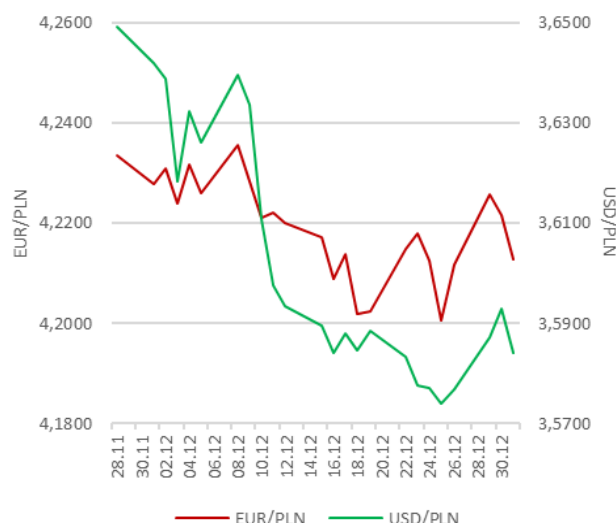
W roku 2025 na GPW zadebiutowały w sumie 3 spółki, z czego 2 przeszły z rynku NewConnect. To mniej niż w 2024 r., kiedy debiutowało 9 spółek.

Na koniec 2025 r. na GPW było notowanych 399 spółek. W porównaniu z rokiem 2024 liczba notowanych spółek zmniejszyła się o 12.

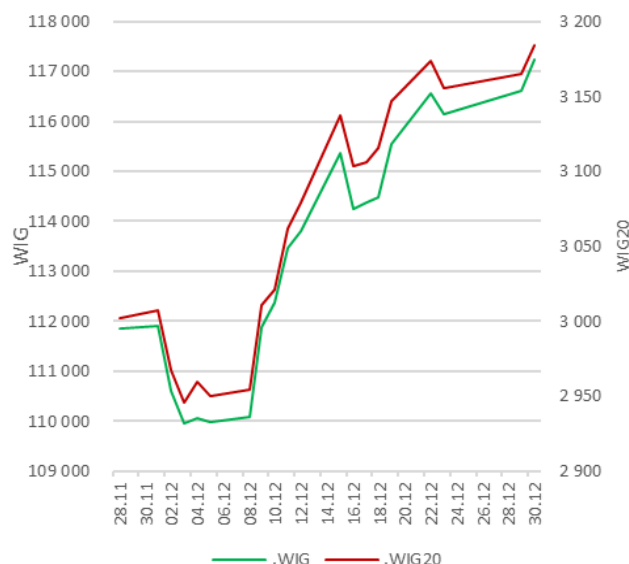
Rentowność obligacji skarbowych



Kształtowanie się kursów walutowych



Indeks WIG oraz WIG20



wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25
PKB (% r/r)	3,5	3,2	3,3	3,8
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,6	2,6	4,5	3,5
Inwestycje (% r/r)	-5,1	6,4	-0,7	7,1

Wyszczególnienie	XII'24	I'25	II'25	III'25	IV'25	V'25	VI'25	VII'25	VIII'25	IX'25	X'25	XI'25	XII'25
Inflacja CPI (% m/m)	0,0	1,0	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Inflacja CPI (% r/r)	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4
Saldo budżetu Państwa (w mld zł, narastająco)	-210,9	-3,2	-36,3	-76,3	-91,4	-108,3	-119,7	-156,7	-172,0	-201,4	-227,1	-244,9	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 629,4	1 657,2	1 709,6	1 740,6	1 750,4	1 772,5	1 803,0	1 833,4	1 853,0	1 868,7	1 894,1	b.d.	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	-1 427	-35	115	-1 136	-424	-1 004	-194	-1 168	-3 042	-725	1 924	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% r/r)	100,2	99,1	98,1	102,4	101,2	103,9	99,6	103,0	100,7	107,6	103,3	98,9	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	8 821,25	8 482,47	8 613,14	9 055,92	9 045,11	8 670,51	8 881,81	8 905,63	8 769,08	8 750,34	8 865,12	9 078,16	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00
WIBOR 3M (%)	5,84	5,86	5,86	5,84	5,41	5,22	5,23	4,93	4,82	4,72	4,38	4,22	3,99
WIBOR 6M (%)	5,80	5,81	5,81	5,76	5,10	5,03	5,04	4,78	4,67	4,58	4,27	4,08	3,87
POLSTR 3M (%)	5,52	5,51	5,50	5,48	5,50	5,46	5,33	5,11	4,97	4,79	4,62	4,37	4,07
POLSTR 6M (%)	5,60	5,58	5,56	5,53	5,54	5,51	5,44	5,34	5,25	5,10	4,89	4,70	4,46
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,1012	4,0576	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537	3,6164	3,7257	3,6559	3,6315	3,6751	3,6624	3,6016
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2730	4,2130	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507	4,2419	4,2661	4,2684	4,2692	4,2543	4,2369	4,2267

Źródło: GPW Benchmark, GUS, NBP, MF, MRPiPS

prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	4Q 25	1Q 26	2Q 26	3Q 26
PKB (% r/r)	3,9	4,0	3,8	3,6
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,6	3,7	3,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,5	10,0	11,5	9,5

Wyszczególnienie	I'26	II'26	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26	IX'26	X'26	XI'26	XII'26
Inflacja (% r/r)	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,5	2,7	2,6	2,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,9	5,9	5,9	5,7	5,6	5,5	5,5	5,5	5,6	5,5	5,6	5,6
Stopa referencyjna NBP (%)	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 1W (%)	4,00	3,98	3,75	3,73	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
WIBOR 1M (%)	4,05	4,04	3,84	3,79	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
WIBOR 3M (%)	4,00	3,93	3,82	3,78	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67
WIBOR 6M (%)	3,85	3,83	3,76	3,73	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72	3,72
WIBOR 12M (%)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,73
POLSTR 1M (%)	3,67	3,63	3,63	3,57	3,38	3,37	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33	3,33
POLSTR 3M (%)	3,95	3,79	3,77	3,70	3,52	3,47	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42	3,42
POLSTR 6M (%)	4,42	4,19	3,98	3,85	3,72	3,66	3,58	3,53	3,47	3,47	3,47	3,47
Obligacje SP 2Y (%)	3,80	3,80	3,70	3,79	3,77	3,77	3,76	3,72	3,70	3,67	3,66	3,65
Obligacje SP 5Y (%)	4,51	4,50	4,42	4,39	4,39	4,35	4,32	4,32	4,27	4,19	4,17	4,15
EURIBOR 1M (%)	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,91	1,91	1,91	1,91	1,92	1,92	1,92
EURIBOR 3M (%)	2,05	2,05	2,05	2,05	2,06	2,06	2,06	2,06	2,07	2,07	2,07	2,07
EURIBOR 6M (%)	2,10	2,10	2,10	2,11	2,11	2,11	2,11	2,12	2,12	2,12	2,12	2,13
SOFR (%)	3,65	3,65	3,65	3,40	3,40	3,40	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,6165	3,6280	3,6384	3,6379	3,6441	3,6471	3,6477	3,6560	3,6886	3,6951	3,7048	3,6876
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2298	4,2309	4,2339	4,2392	4,2412	4,2449	4,2469	4,2481	4,2524	4,2532	4,2536	4,2556

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

Tel : (061) 6312108

E-mail: michal.jurek@sso.sgb.pl



Ewa Masztalerz

E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.