

Inflacja HICP ponownie w celu

- W środę na globalnych rynkach kapitałowych utrzymywały się pozytywne nastroje inwestycyjne, przy czym wyróżniały się giełdy europejskie, w tym WGPW oraz niemiecki DAX, które osiągnęły nowe historyczne maksima. Na rynku walutowym stabilizacja amerykańskiego dolara nie sprzyjała zmienności, a główne pary z PLN utrzymały się w pobliżu poziomów z otwarcia tygodnia. Na rynku stopy procentowej nieznacznie spadły rentowności zarówno SPW, jak i obligacji skarbowych z rynków bazowych. Do czasu piątkowej publikacji kluczowego raportu NFP z USA oczekujemy stabilizacji notowań krajowych aktywów FX i FI w pobliżu bieżących poziomów.
- W USA w poznamy dziś dane o bilansie handlowym w październiku, gdzie oczekiwane jest pogłębienie deficytu, oraz cotygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych, które ustabilizowały się ostatnio w okolicy 200 tys.
- W strefie euro skupimy się na wskaźniku koniunktury ESI w grudniu oraz zrewidowanych danych o koniunkturze konsumenckiej. W tle będzie publikacja inflacji PPI w listopadzie. Ponadto z Niemiec spłyną dane o zamówieniach fabrycznych i zamówieniach w przemyśle w listopadzie, zaś z Czech dane o produkcji przemysłowej w tym samym okresie.
- Krajowy kalendarz publikacji ważnych danych makro wzorem dnia poprzedniego będzie pusty.

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **EUR:** Według wstępnych danych inflacja HICP w grudniu obniżyła się (zgodnie z oczekiwaniami) do 2,0% r/r z 2,1% r/r w listopadzie, zaś inflacja bazowa (po wyłączeniu cen energii, żywności, alkoholu i tytoniu) wyniosła 2,3% r/r wobec 2,4% r/r miesiąc wcześniej (kons.: 2,4% r/r). Ceny energii były niższe o 1,9% r/r, zaś ceny żywności, alkoholu i tytoniu wyższe o 2,6% r/r. Ceny nieenergetycznych dóbr przemysłowych wzrosły o 0,4% r/r, zaś inflacja usługowa wyniosła 3,4% r/r. Oceniamy, że powrót inflacji do celu EBC nie wpłynie na najbliższe decyzje banku centralnego, a stopa depozytowa EBC pozostanie na niezmiennym poziomie 2,00% do końca 2026.

Biurowe Analizy Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

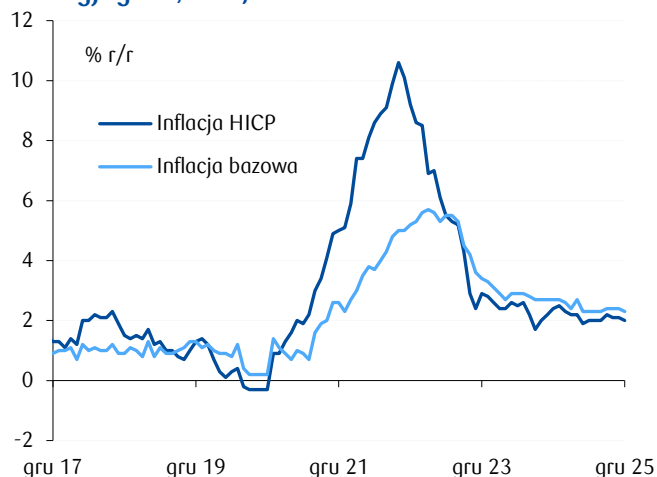
centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2026-01-07	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	122 425	1,7
STOXX Europe 600	605	0,0
S&P500	6 921	-0,3
Waluty:		
EURPLN	4,21	0,0
USDPLN	3,60	0,1
CHFPLN	4,52	-0,1
EURUSD	1,17	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,70	-2
PL5Y	4,56	-4
PL10Y	5,12	-4
DE10Y	2,81	-4
US10Y	4,14	-4
Surowce:		
Ropa Brent	60	-1,2
Złoto	4453	-1,0

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

Inflacja HICP w strefie euro w grudniu osiągnęła cel inflacyjny - 2,0% r/r



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Utrzymująca się hossa na europejskich rynkach akcji wspiera umocnienie regionalnych walut.

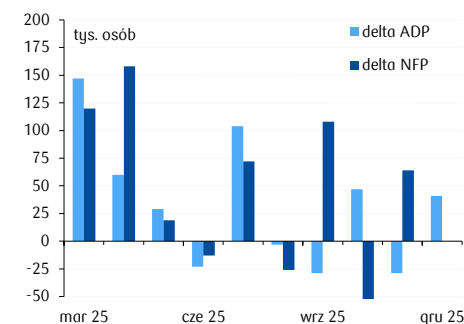


- **USA: Zatrudnienie według raportu ADP w grudniu wzrosło o 41 tys.** wobec spadku o 29 tys. w listopadzie. Zatrudnienie rośnie zarówno w małych, średnich, jak i dużych przedsiębiorstwach, jednak najsilniej w firmach zatrudniających 50-249 osób (+29 tys.). W ujęciu branżowym najsilniejsze przyrosty zatrudnienia obserwowano w edukacji i zdrowiu (+39 tys.), rekreacji i hotelarstwie (+24 tys.) oraz handlu i transporcie (+11 tys.). Spadki zatrudnienia dotknęły usługi profesjonalne i biznesowe (-29 tys.), informację (-12 tys.) oraz przetwórstwo (-5 tys.). Należy pamiętać, że według ADP (obejmuje sektor prywatny) zatrudnienie w USA w listopadzie wyniosło 134,547 mln osób, zaś według oficjalnych danych NFP (obejmuje sektor prywatny i publiczny) 136,148 mln. Zmiany zatrudnienia według obu źródeł są ze sobą skorelowane, jednak nie zawsze dane ADP stanowią dobry prognostyk danych NFP (wykres na marginesie). Oczekujemy, że grudniowy wzrost zatrudnienia wg NFP (publikacja w piątek) będzie nieco silniejszy niż wskazuje ADP (kons.: 55 tys., PKOe: 61 tys.).
- **USA: Liczba wakatów w sektorze pozarolniczym według JOLTS w listopadzie obniżyła się do 7,146 mln** wobec 7,449 mln w październiku i oczekiwanego wzrostu (kons.: 7,726 mln). Jednocześnie relacja liczby nieobsadzonych miejsc pracy do liczby osób bezrobotnych (*V/U ratio*) w listopadzie obniżyła się do 0,91 z 0,98 w październiku i była najniższa od marca 2021, co sugeruje istotne ochłodzenie rynku pracy. Na przestrzeni ostatnich kilku lat obniżyły się także intensywność zatrudniania i zwalniania (por. wykres na marginesie).
- **CZE: Według wstępnych danych inflacja CPI w grudniu wyniosła 2,1% r/r**, zgodnie z naszą prognozą (PKOe: 2,1% r/r, kons.: 2,3% r/r), bez zmian wobec listopada. W szczególności ceny dóbr wzrosły o 0,4% r/r (wobec 0,6% r/r miesiąc wcześniej), w tym żywności, alkoholu i tytoniu o 2,5% r/r (vs 2,8% r/r), zaś ceny usług o 4,8% r/r (wobec 4,6% r/r). Energia była tańsza o 4,2% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny obniżyły się o 0,3%. Stabilizacja inflacji blisko celu wbrew oczekiwaniom na jej wzrost jest dobrą wiadomością dla czeskiego banku centralnego, jednak nie wpływa na oczekiwaną przez nas ścieżkę stóp. Prognozujemy, że pozostaną one na niezmiennym poziomie w całym 2026.
- **GER: Stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu zgodnie z oczekiwaniami wyniosła 6,3%** i utrzymuje się na tym poziomie od marca 2025. Zatrudnienie w listopadzie było niższe o 0,1% r/r, zaś w ujęciu miesięcznym nie zmieniło się (zarówno w danych surowych, jak i odsezonowanych).
- **USA: Indeks ISM w usługach w grudniu wzrósł do 54,4 pkt.** z 52,6 pkt. w listopadzie, tym samym przewyższając rynkowe oczekiwania (kons.: 52,2 pkt.). Należy jednak pamiętać, że indeks PMI w usługach w grudniu obniżył się do 52,5 pkt. z 54,1 pkt. w listopadzie, tym samym trudno jest ocenić czy koniunktura w amerykańskim sektorze usługowym istotnie się poprawiła.
- **USA: Zamówienia fabryczne w październiku spadły o 1,3% m/m** po wzroście o 0,2% m/m we wrześniu. Dane były zbliżone do oczekiwań (kons.: -1,2% m/m). W ujęciu rocznym zamówienia wzrosły o 2,2%.
- **USA: Zamówienia na dobra trwałe w październiku spadły o 2,2% m/m**, potwierdzając wstępny odczyt, po wzroście o 0,6% m/m we wrześniu.
- **EUR: Komisarz UE ds. handlu M.Szefczowicz poinformował, że Komisja Europejska proponuje tymczasowe zawieszenie ceł na amoniak, mocznik oraz, w razie potrzeby, inne nawozy, aby wspomóc rolników i wspierać bezpieczeństwo żywnościowe Europy.** Dodał, że decyzja mogłaby wejść w życie szybko w 2026.

WYDARZENIA KRAJOWE:

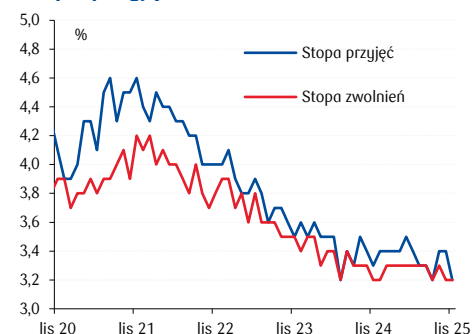
- **POL: Mediana wynagrodzeń w gospodarce narodowej (GN) w lipcu wyniosła 7264,64 PLN**, a zatem była niższa o 18,3% od przeciętnego wynagrodzenia w GN (8866,43 PLN). Wzrost mediany wynagrodzeń w lipcu wyniósł 9,1% r/r. Osoby w dolnych 10% rozkładu wynagrodzeń otrzymały wynagrodzenie nieprzekraczające 4666 PLN (płaca minimalna), zaś osoby w górnych 10% rozkładu zarobiły co najmniej 14 tys. PLN.

Wzrost zatrudnienia w USA według raportu ADP i NFP



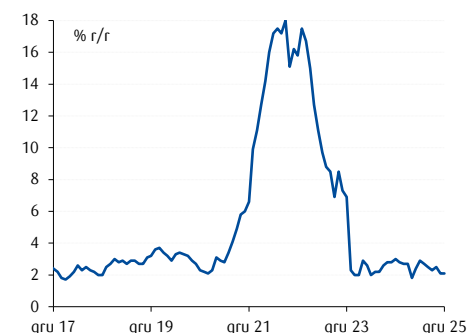
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa przyjęć i zwolnień w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Czechach



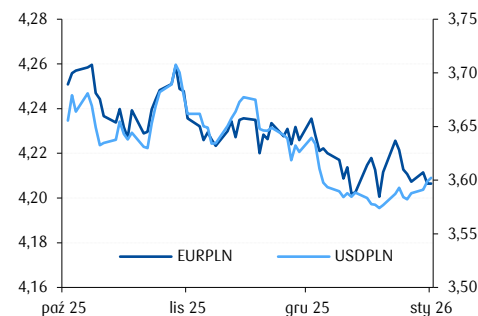
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** Rzecznik rządu A.Szłapka poinformował, że rząd będzie rozmawiał z Komisją Europejską ws. kamieni milowych Krajowego Planu Odbudowy związanych z reformą Państwowej Inspekcji Pracy (PIP). Ministra funduszy i polityki regionalnej K.Pełczyńska-Nałęcz oceniła, że przekonanie Komisji do ponownej zmiany kamienia milowego będzie niezwykle trudne. Premier D.Tusk we wtorek oświadczył, że rząd nie będzie kontynuował prac nad reformą PIP, która była jednym z kamieni milowych KPO. Brak jej realizacji może oznaczać wstrzymanie wypłaty środków (według medialnych doniesień około 8 mld PLN). Reforma zakładała umożliwienie okręgowym inspektorom zmianę umowy o dzieło, umowy zlecenia czy kontraktu B2B na umowę o pracę a jej celem było ograniczenie powszechnego stosowania alternatywnych form zatrudnienia jako narzędzia optymalizacji podatkowo-składkowej. Jednocześnie reforma PIP jako kamień milowy KPO zastępowała przymusowe oskładkowanie wszystkich umów zleceń.
- **POL:** Minister finansów A.Domański poinformował, że obniżenie dochodów budżetowych na skutek zawetowania przez Prezydenta podniesienia tzw. opłaty cukrowej oraz stawek podatku akcyzowego na alkohol nie będzie wymagało nowelizacji budżetu na 2026.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty pozostał stabilny wobec euro i dolara, oscylując w pobliżu odpowiednio 4,21 na EURPLN oraz 3,60 na USDPLN, przy kursie EURUSD utrzymującym się nieznacznie poniżej poziomu 1,1700.
- Brak nowych danych z krajowej gospodarki oraz stabilizacja notowań dolara na globalnych rynkach to główne czynniki przemawiające za ograniczoną zmiennością na głównych parach walutowych ze złotym. **Utrzymująca się hossa na warszawskiej GWP oraz poprawa historycznych maksimów przez indeks WIG nie zdołały tym razem wywołać impulsu do umocnienia złotego.** Na rynkach bazowych dalszy spadek inflacji bazowej HICP w strefie euro w grudniu 2025 nie przełożył się negatywnie na notowania euro. Notowania dolara zostały jedynie w ograniczonym stopniu wsparte wyższym od oczekiwań grudniowym odczytem indeksu ISM dla usług oraz zbliżonym do konsensusu raportem ADP.
- W czwartek krajowy kalendarz makroekonomiczny pozostaje pusty, stąd **złoty będzie pod wpływem nastrojów panujących na rynkach globalnych.** Uwagę inwestorów przyciągną kolejne odczyty z amerykańskiego rynku pracy (raport Challengeera oraz tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych). W przypadku braku istotnych zaskoczeń ze strony tych danych oczekujemy dalszej stabilizacji notowań dolara w relacji do koszyka głównych walut, przynajmniej do czasu publikacji kluczowego rządowego raportu z rynku pracy w USA w piątek. **Podtrzymujemy nasz call na ten tydzień – utrzymanie się kursu EURPLN w wąskim przedziale 4,20-4,22 oraz ryzyko testu oporu na 3,62 na USDPLN w przypadku pozytywnego dla dolara wydzźwięku piątkowego raportu NFP.**
- W środę na obserwowanych przez nas rynkach FI panowały dobre nastroje. Rentowności krajowych SPW poszły w dół o -4/-2 pb, a na głównych parkietach dochodowości UST spadły o -4/-1 pb, podobnie jak papierów Niemiec.
- Na rynkach bazowych niższe rentowności wspierało kilka czynników: **mocniejszy względem konsensusu ekonomistów spadek inflacji bazowej w strefie euro, ogólnie nieco słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy USA oraz spadek notowań ropy naftowej, sprzyjający dezinflacji.** Rynekowi pomagała także niepewność związana z sytuacją geopolityczną, m.in. w Ameryce Południowej, co mogło kierować część kapitału w stronę tzw. „bezpiecznych przystani”. Co ciekawe, wyraźnym spadkiem rentowności nie towarzyszyły zmiany rynkowych wycen ścieżki stóp EBC czy Fed. Podobnie zachowywały się (nie tylko w czasie śródogodzinnej sesji) wyceny ścieżki stóp NBP. W ślad za rynkami bazowymi podążyły obligacje z regionu CEE-3, wsparte dodatkowo przez niższe względem oczekiwań ekonomistów odczyty inflacji konsumenckiej z Czech. W takim otoczeniu **rentowności krajowych SPW w tenorze 2-letnim testowały okolice 3,70%, a papiery 5- i 10-letnie dotarły w ciągu dnia odpowiednio do 4,50% oraz 5,10%.** We wszystkich tych przypadkach w okolicach ww. poziomów znajdowały się lokalne techniczne wsparcia.
- Czwartkowe kalendarium makro na rynkach bazowych jest rozbudowane, jednak nie zawiera ono kluczowych dla polityki pieniężnej figur. W związku z tym, na dzień przed publikacją miesięcznych danych z rynku pracy z USA za grudzień 2025, ich wpływ na rynki FI będzie w naszej opinii ograniczony. **Bliskość technicznych wsparć, skala przesunięć notowań z minionych tygodni oraz zbliżająca się pierwsza w br. aukcja regularna obligacji MF (piątek), z podażą w zakresie 8-12 mld zł, w naszej opinii sprzyjać będą co najmniej zatrzymaniu spadków rentowności krajowych SPW na czwartkowej sesji.**

Waluty



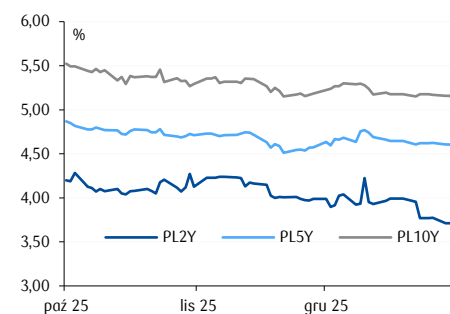
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	1q26	2q26
EURPLN	4,20	4,21
USDPLN	3,53	3,48
CHFPLN	4,47	4,43
EURUSD	1,19	1,21
EURCHF	0,94	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



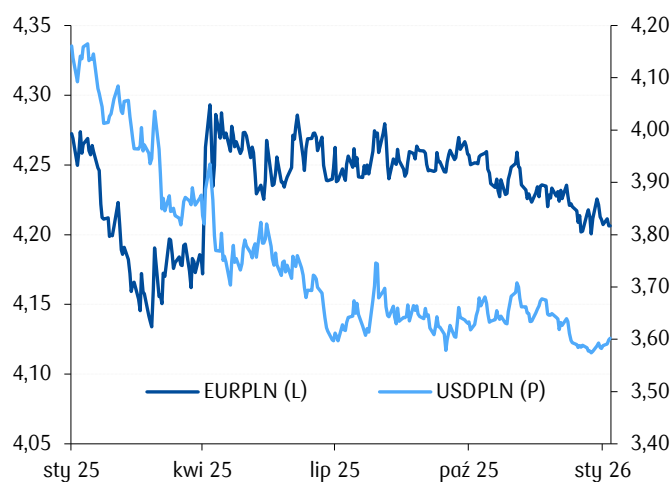
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

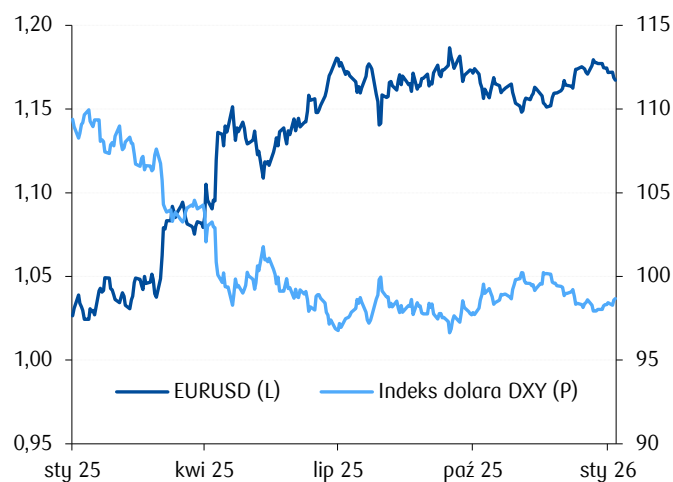
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

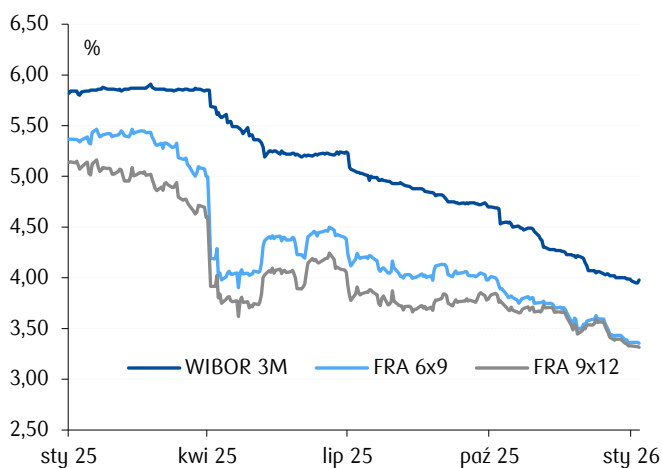
PLN vs główne waluty



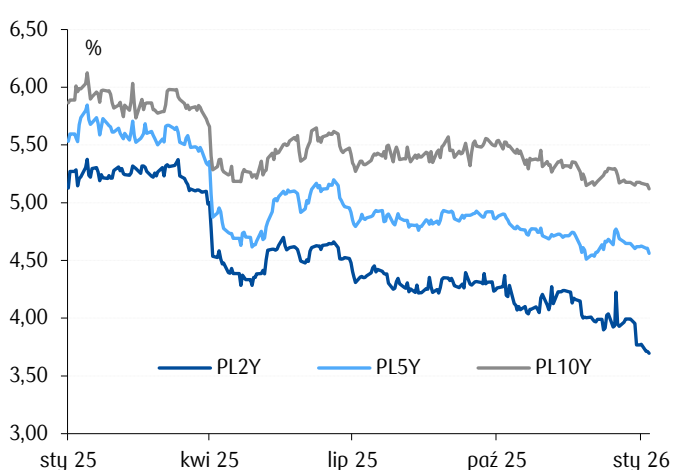
Notowania USD



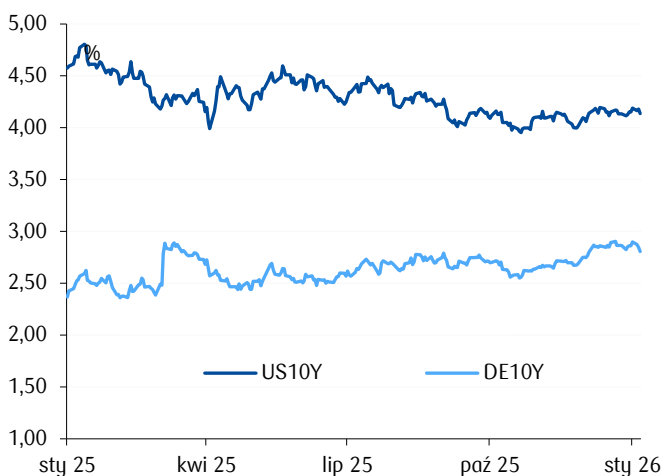
Krótkoterminowe stopy procentowe



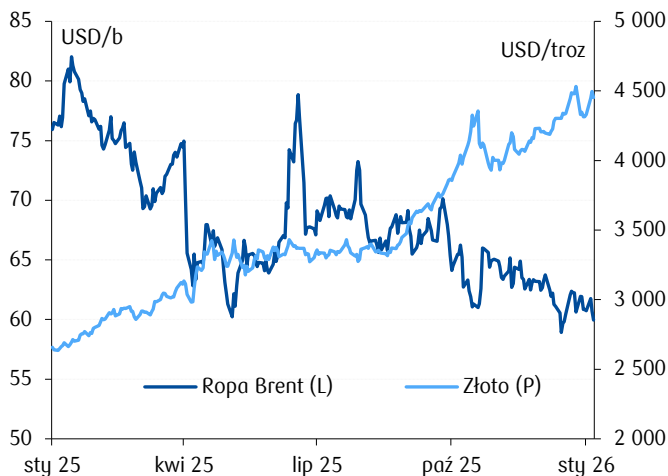
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 5 stycznia						
USA: ISM w przetwórstwie (gru.)	16:00	pkt.	48,2	48,4	--	47,9
Wtorek, 6 stycznia						
GER: PMI w usługach (gru., rew.)	9:55	pkt.	53,1	52,6	--	52,7
EUR: PMI w usługach (gru., rew.)	10:00	pkt.	53,6	52,6	--	52,4
GER: Inflacja CPI (gru., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,1	--	1,8
GER: Inflacja HICP (gru., wst.)	14:00	% r/r	2,6	2,2	--	2,0
Środa, 7 stycznia						
CZE: Inflacja CPI (gru., wst.)	9:00	% r/r	2,1	2,3	2,1	2,1
GER: Stopa bezrobocia (gru.)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
EUR: Inflacja bazowa (gru., wst.)	11:00	% r/r	2,4	2,4	--	2,3
EUR: Inflacja HICP (gru., wst.)	11:00	% r/r	2,1	2,0	--	2,0
USA: Raport ADP (gru.)	14:15	tys.	-32	48	--	41
USA: Raport JOLTS (lis.)	16:00	mln	7,67	7,726	--	7,146
USA: Zamówienia fabryczne (paż.)	16:00	% m/m	0,2	-1,0	--	-1,3
USA: Zamówienia na dobra trwałe (paż., rew.)	16:00	% m/m	3,0	-2,2	--	-2,2
Czwartek, 8 stycznia						
GER: Zamówienia fabryczne (lis.)	8:00	% m/m	1,5	-1,0	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lis.)	8:00	% r/r	-0,7	2,9	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (lis.)	9:00	% r/r	1,1	-0,1	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (gru., rew.)	11:00	pkt.	-14,2	-14,6	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (gru.)	11:00	pkt.	97	97,1	--	--
EUR: Inflacja PPI (lis.)	11:00	% r/r	-0,5	-1,6	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	199	211	--	--
USA: Bilans handlowy (paż.)	14:30	mld USD	-52,8	-58,8	--	--
Piątek, 9 stycznia						
CHN: Inflacja PPI (gru.)	2:30	% r/r	-2,2	-2,1	--	--
CHN: Inflacja CPI (gru.)	2:30	% r/r	0,7	0,8	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (lis.)	8:00	% m/m	1,8	-0,4	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (lis.)	8:00	% r/r	0,8	-0,1	--	--
GER: Eksport (lis.)	8:00	% m/m	0,1	0,0	--	--
GER: Import (lis.)	8:00	% m/m	-1,2	0,2	--	--
ROM: Wzrost PKB (3q)	8:00	% r/r	1,6	--	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lis.)	11:00	% r/r	1,5	1,6	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (gru.)	14:30	tys.	64	55	61	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (gru.)	14:30	% r/r	3,5	3,6	--	--
USA: Stopa bezrobocia (gru.)	14:30	%	4,6	4,5	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (paż., wst.)	14:30	mln	1,33	1,349	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., wst.)	16:00	pkt.	52,9	53,5	--	--

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.