

Tydzień spadającej inflacji

- W minionym tygodniu apetyt inwestorów na ryzykowne aktywa utrzymywał się, a S&P500, DAX oraz główne indeksy WGPW ustanowiły historyczne maksima. Napięta geopolityka wspierała dolara, wywierając presję na waluty z rynków EM, w tym na PLN, który wobec USD osłabił się do 3,62. Na krajowym rynku FI panowały dobre nastroje, a rentowności SPW w połowie tygodnia wyznaczyły nowe minima w obrębie ostatnich trendów. **W obecnym tygodniu widzimy ryzyko kontynuacji presji na waluty rynków wschodzących, co może kierować kurs EURPLN bliżej 4,22, a USDPLN w stronę 3,65. Dla krajowego rynku FI kluczowa będzie styczniowa decyzja RPP, a ewentualna obniżka stóp procentowych może skutkować dalszym spadkiem rentowności polskich SPW.**
- **W centrum uwagi w tym tygodniu znajdują się dane inflacyjne za grudzień oraz decyzja krajowej RPP. Dla rynków kluczowa będzie publikacja inflacji CPI z USA (wt.) – konsensus zakłada stabilizację na poziomie 2,7% r/r, my jednak widzimy przestrzeń do niewielkiego spadku, wspieranego przez niższe ceny żywności i surowców. Czynniki ryzyka pozostają słabszy dolar oraz rozłożony w czasie wpływ ceł. Dane mogą mieć potencjalnie wpływ na styczniową decyzję FOMC. Ponadto opublikowana zostanie inflacja PPI (śr.).**
- **Wynik posiedzenia RPP, kończącego się w środę, pozostanie do końca niepewny.** Grudniowe wypowiedzi członków Rady sugerowały pauzę w (nie)cyklu obniżek, jednak ostatni komentarz I.Dąbrowskiego wskazał, że **szanse są wyrównane.** Grudniowy spadek inflacji poniżej celu NBP, niższe ceny żywności w punktach skupu, spadające ceny surowców oraz ustalony poziom taryf URE spowodowały spadek rynkowych prognoz inflacji na 2026 poniżej celu NBP, co zwiększa przestrzeń do dalszych szybkich obniżek stóp.
- **W czwartek w kraju poznamy finalny odczyt inflacji CPI za grudzień (wg danych wstępnych 2,4% r/r). Dzień później NBP opublikuje dane o inflacji bazowej.** Uwagę zwrócą także odczyty inflacji z Węgier (wt.) i Rumunii (śr.) – w obu przypadkach prognozujemy spowolnienie wzrostu cen.
- Z pozostałych publikacji warto odnotować dane o kondycji gospodarstw domowych (śr.) i o produkcji przemysłowej (pt.) w USA za listopad. W kraju istotne będzie saldo rachunku obrotów bieżących w listopadzie (wt.).

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

 @PKO_Research

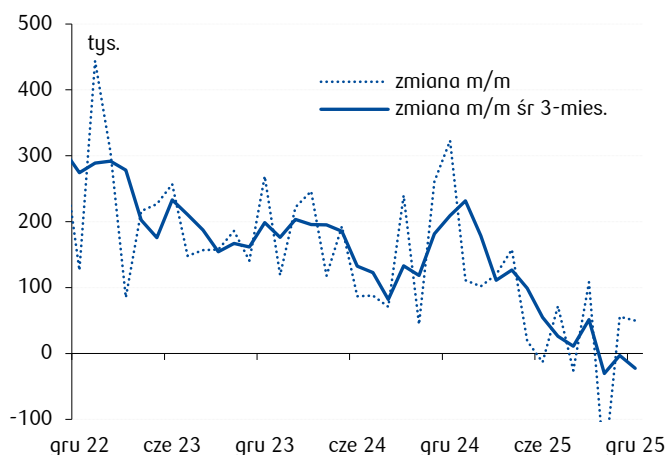
centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2026-01-09	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	121 551	1,3
STOXX Europe 600	610	1,0
S&P500	6 966	0,6
Waluty:		
EURPLN	4,21	0,0
USDPLN	3,62	0,2
CHFPLN	4,52	0,0
EURUSD	1,16	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	3,72	4
PL5Y	4,57	0
PL10Y	5,12	-1
DE10Y	2,83	0
US10Y	4,17	-1
Surowce:		
Ropa Brent	63	2,2
Złoto	4510	0,8

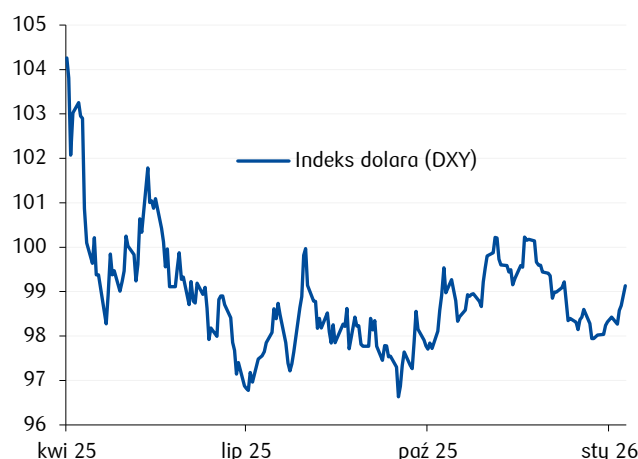
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Dynamika zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA pozostaje niska



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

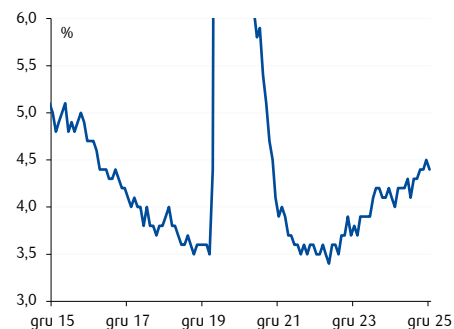
Eskalacja napięć geopolitycznych kieruje kapitał inwestorów w stronę amerykańskiego dolara



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

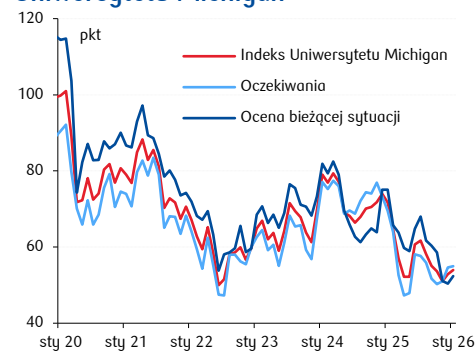
- USA:** Prezes Fed J.Powell poinformował, że otrzymał wezwanie do zeznań w śledztwie karnym prokuratury federalnej, w ramach którego mogą mu zostać postawione zarzuty związane z jego zeznaniami przed komisją senacką w czerwcu 2025 na temat remontu budynków Fed. W [oświadczeniu](#) J.Powell określił to działanie jako pretekst do ataku na niezależność Fed i ocenił, że groźba postawienia zarzutów jest konsekwencją tego, że decyzje Rezerwy nie były zgodne z preferencjami D.Trumpa, a dyktowane „najlepszą oceną tego, co będzie służyć społeczeństwu”. J.Powell podkreślił, że sprawę należy postrzegać w kontekście tego, „czy Fed będzie w stanie nadal ustalać stopy procentowe w oparciu o dowody i warunki gospodarcze, czy też polityka pieniężna będzie kierowana presją polityczną i zastraszaniem”. D.Trump, pytany o zarzuty wobec Prezesa Fed, powiedział, że nic nie wie o śledztwie prokuratury oraz dodał, że J.Powell „na pewno nie jest zbyt dobry w kierowaniu Fed i nie jest zbyt dobry w budowaniu budynków”.
- USA:** Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w grudniu wzrosło o 50 tys., nieco poniżej oczekiwań zakładających wzrost o 55 tys. W listopadzie liczba miejsc pracy zwiększyła się o 56 tys., a dane zostały zrewidowane w dół z pierwotnych 64 tys. Dodatkowo zmiana za październik została skorygowana w dół o 68 tys. W efekcie, łącznie do końca listopada liczba zatrudnionych była o 76 tys. niższa niż wskazywały dane przed grudniowym odczytem. Zatrudnienie w sektorze federalnym rośnie drugi miesiąc z rzędu (łącznie o 5 tys.), jednak nastąpiło to po gwałtownym spadku o 179 tys. w październiku, związanym z *government shutdown*. **Ogółem w 2025 przyrost zatrudnienia był wyraźnie słabszy niż w 2024 i wyniósł 584 tys. wobec 2012 tys., a także istotnie odbiegał w dół od średniej historycznej, która kształtuje się na poziomie 1531 tys. rocznie. Stopa bezrobocia w grudniu spadła do 4,4% z 4,5% w listopadzie (wcześniej raportowane 4,6%).** Liczba bezrobotnych wyniosła 7,5 mln i w ujęciu miesięcznym zasadniczo się nie zmieniła. Stopy bezrobocia w głównych grupach demograficznych również pozostały stabilne. Wzrosła natomiast liczba długotrwale bezrobotnych (+397 tys. r/r), którzy stanowili 26% ogółu bezrobotnych, a także liczba osób pracujących w niepełnym wymiarze czasu z przyczyn ekonomicznych. Liczba osób pozostających poza siłą roboczą ale deklarujących chęć podjęcia pracy, była w grudniu stabilna, choć wyższa niż rok wcześniej. Jednocześnie spadła liczba osób zniechęconych do poszukiwania pracy. **Przeciętna płaca godzinowa wzrosła o 3,8% r/r, przyspieszając z 3,5% r/r w listopadzie. Dane ogółem dają mieszane wnioski – efekt niższego wzrostu zatrudnienia niweluje spadek bezrobocia.**
- USA:** Indeks koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan w styczniu zwiększył się do 54,0 pkt. (kons.: 53,5 pkt.) z 52,9 pkt. w grudniu, rosnąc już drugi miesiąc z rzędu, do najwyższego poziomu od września 2025. W styczniu nastroje poprawiły się wśród słabiej zarabiających, a pogorszyły wśród osób o wyższych dochodach. Mimo nieznacznej poprawy poziomu indeksu nadal jest o ok. 25% niższy niż rok temu. Uwaga konsumentów skupiona jest głównie na wysokich i rosnących cenach żywności oraz pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. Choć obawy o wpływ ceł stopniowo słabną, to utrzymuje się niepewność i ostrożność. Oczekiwania inflacyjne są względnie stabilne – te w perspektywie roku pozostały bez zmian na poziomie 4,2%, a długoterminowe wzrosły do 3,4% z 3,2% w grudniu.
- USA:** Komentując dane z rynku pracy, T.Barkin (Fed w Richmond, bez prawa głosu w FOMC), powiedział, że wskazują one na umiarkowany wzrost zatrudnienia i utrzymujący się niski popyt na nowych pracowników. W jego ocenie to pokazuje **delikatną równowagę pomiędzy umiarkowanym wzrostem zatrudnienia a umiarkowanym wzrostem podaży pracy, co jest pozytywne.** Umiarkowany popyt na pracowników ma odzwierciedlać zarówno wysoką niepewność wśród przedsiębiorców, jak również wzrost produktywności, który umożliwia firmom zachowawcze podejście do zwiększania zatrudnienia. W ocenie T.Barkina Fed musi obecnie obserwować

Stopa bezrobocia w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koniunktura konsumencka w USA wg Uniwersytetu Michigan

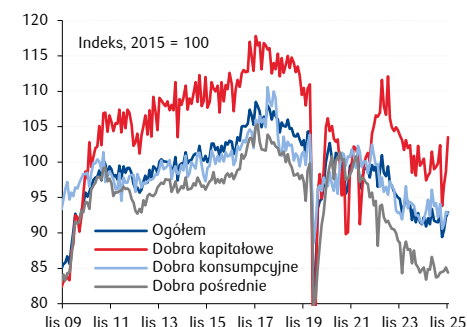


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

zarówno zmiany na rynku pracy, jak i ruchy inflacji. Bankier podkreślił, że dynamika cen od blisko pięciu lat utrzymuje się powyżej celu banku centralnego. **M. Daly (San Francisco, bez prawa głosu w FOMC) oceniła z kolei, że Fed jest teraz w okresie „dostrajania”** a nie w sytuacji, w której decydowałby się na duże zmiany w polityce pieniężnej.

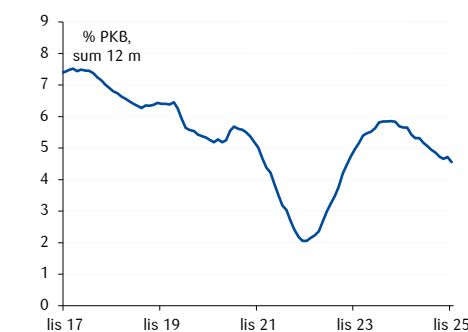
- **USA:** Dane z rynku nieruchomości pokazały dalsze niewielkie spadki aktywności. Liczba pozwoleń na budowę w październiku wyniosła 1,412 mln (po zannualizowaniu) i spadła o 0,2% m/m oraz o 1,1% r/r. Z kolei liczba rozpoczętych budów wyniosła w październiku 1,246 mln (po zannualizowaniu) i również się obniżyła (o 4,6% m/m i o 7,8% r/r).
- **GER:** Produkcja przemysłowa w listopadzie wzrosła o 0,8% m/m (sa), po wzroście o 2,0% m/m w październiku (rewizja w górę), **wobec oczekiwanego spadku**. Wzrost był w głównej mierze efektem solidnych wyników sektora motoryzacyjnego oraz produkcji maszyn, które z nawiązką skompensowały spadek w wytwarzaniu energii. W ujęciu r/r produkcja wzrosła o 0,8%. Wzrost aktywności w przemyśle był czynnikiem wspierającym wzrost PKB w 4q25. Jednocześnie **perspektywy pozostają kruche**, gdyż nastroje mierzone wskaźnikiem PMI w ostatnich miesiącach się pogorszyły. Ostateczna skala ożywienia będzie w dużym stopniu uzależniona od popytu generowanego przez sektor publiczny.
- **EUR:** Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła o 2,3% r/r po zrewidowanym w górę wzroście o 1,9% r/r w październiku. Roczna dynamika sprzedaży przyspieszyła we Francji (3,3% w listopadzie), Hiszpanii (6,1%) i Włoszech (1,6%), podczas gdy w Niemczech (1,1%) spowolniła, co pokazuje nierównomierne ożywienie konsumpcji w Europie. Konsumpcja w strefie euro pozostaje słaba od pandemii i kryzysu energetycznego, kiedy wysoka inflacja i stopy procentowe skłoniły gospodarstwa do oszczędzania. Dokonane obniżki stóp EBC przynoszą natomiast teraz efekt w postaci mniejszej skłonności do oszczędzania i tym samym wyższej konsumpcji.
- **GER:** Nadwyżka handlu towarowego w listopadzie w ujęciu płynnego roku **ukształtowała się na poziomie 4,6% PKB** wobec 4,7% PKB w październiku. Eksport obniżył się o 2,5% m/m (sa), podczas gdy import wzrósł o 0,8% m/m. Kluczowym źródłem pogorszenia salda był spadek eksportu do USA (3,3% PKB z 3,4% PKB miesiąc wcześniej oraz względem 4,0% PKB na początku 2023). Źródłem tego osłabienia były przede wszystkim wyższe cła wprowadzane przez USA. Jednocześnie eksport do Polski utrzymał się na stabilnym poziomie 2,2% PKB, tak jak eksport do Chin, który wyniósł 1,8% PKB.
- **UE-Mercosur:** Państwa UE formalnie zatwierdziły umowę handlową z Mercosurem, a do jej podpisania ma dojść 17 stycznia. Przeciwno umowie były Polska, Francja, Irlandia, Węgry i Austria, a Belgia wstrzymała się od głosu. **Umowa będzie zawierać wzmocnioną klauzulę ochronną, która ma działać dla UE jak hamulec bezpieczeństwa na wypadek, gdyby nasilony napływ towarów rolnych (m.in. wołowiny, jaj) doprowadził do gwałtownego spadku ich cen** (jako próg przyjęto 5% w okresie kwartalnym), zagrażającego unijnym rolnikom. Umowa wprowadza preferencje celne m.in. dla niektórych towarów rolnych z Argentyny, Brazylii, Paragwaju i Urugwaju, w zamian za otwarcie ich rynków na towary przemysłowe z UE, m.in. samochody, maszyny i leki. Łącznie stopniowa liberalizacja cel ma objąć 91% towarów będących przedmiotem wymiany handlowej pomiędzy UE a Mercosurem.
- **ROM:** PKB w 3q25 wzrósł o 1,7% r/r (wstępny odczyt 1,6% r/r) przyspieszając z 0,3% r/r w 2q25. Konsumpcja prywatna wzrosła o 1,4% r/r, co jest najlepszym wynikiem w tym roku, po stagnacji w 1h25. Konsumpcja publiczna kontynuowała trend spadkowy (-3,9% r/r). Dobrą informacją jest natomiast wzrost inwestycji o 5% r/r. Eksport netto również miał pozytywny wkład do PKB, ponieważ eksport rósł o 5,3% r/r, a import o 3,1% r/r. **Prognozujemy, że w 2026 wzrost PKB przyspieszy do 1,8% z 0,6% w 2025.**
- **ŚWIAT:** Indeks światowych cen żywności (FAO) w grudniu spadł o 0,6% m/m oraz o 2,3% r/r. Po przeliczeniu na PLN światowe ceny towarów rolnych spadają jeszcze silniej – w grudniu o 13,6% r/r. To pozwala liczyć na neutralne lub nawet deflacyjne oddziaływanie cen żywności w inflacji CPI.

Produkcja przemysłowa w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlu towarowego Niemiec



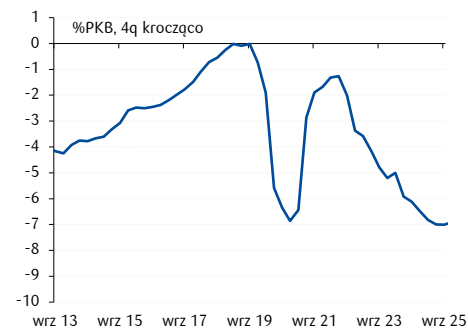
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **USA-IRN:** Według doniesień z Białego Domu w ostatnich dniach D.Trump został poinformowany o szeregu opcji ataków militarnych w Iranie, w tym na obiekty niemilitarne i ma rozważyć autoryzację ataku. Działania USA stanowiłyby wsparcie dla fali protestów, które od blisko 3 tygodni trwają w Iranie i są najsilniejszą falą buntu od 2022, która narasta pomimo brutalnych działań władz (wg szacunków zginęło już kilkuset protestujących). D.Trump napisał w serwisie X, że Iran spogląda w stronę wolności, a USA są gotowe pomóc. Dziś w nocy sprecyzował, że w reakcji na brutalne tłumienie przez reżim demonstracji, USA i amerykańskie wojsko rozważają „kilka bardzo mocnych opcji”. Z kolei irańskie władze oskarżyły USA i Izrael o wspieranie protestów i ostrzegły, że w przypadku interwencji, Izrael i USA (bazy, statki) staną się dla Iranu celami. **Napięcia polityczne w Iranie i Wenezueli wywindowały notowania Brenta do 64 USD/b, w pobliżu 100-dniowej średniej kroczącej.** Iran ostatnio eksportował ok. 1,9 mln b/d ropy (1,8% światowego popytu), głównie do Chin. Ryzyko zakłóceń podaźowych wspiera rynek surowca, któremu cięży nadpodaż.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Deficyt sektora publicznego (GG-general government) w 3q25 w ujęciu płynnego roku utrzymał się na poziomie 7% PKB, takim samym jak w poprzednim kwartale. W samym 3q25 dochody sektora wzrosły o 10,6% r/r, nieco szybciej niż wydatki, które zwiększyły się o 10,3% r/r. Był to drugi przypadek w ciągu ostatnich 13 kwartałów, gdy dynamika dochodów przewyższyła tempo wzrostu wydatków. W ujęciu rocznym, w porównaniu z poprzednim kwartałem, spowolniła dynamika wydatków na świadczenia społeczne oraz koszty obsługi długu. Jednocześnie bardzo silnie przyspieszyły wydatki inwestycyjne (32,2% r/r), które w ostatnich kwartałach charakteryzują się dużą zmiennością. Najprawdopodobniej jest ona związana z harmonogramami dostaw sprzętu wojskowego. Po stronie dochodowej nieźle prezentowały się podatki od produkcji (6,4% r/r), w tym podatek VAT (9,6% r/r), a także podatki od dochodu i majątku (9,5% r/r). Składki na ubezpieczenia społeczne wzrosły o 9,2% r/r. **Na koniec 2025 deficyt najpewniej będzie bliski 7% PKB, w 2026 oczekujemy lekkiej poprawy salda.**
- **POL:** Dynamika dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych w 3q25 spowolniła do 8,3% r/r z 12,2% r/r w 2q25. W ujęciu realnym tempo wzrostu dochodów obniżyło się do 5,1% r/r wobec 7,8% r/r kwartał wcześniej. Głównym czynnikiem spadku dynamiki były dochody z tytułu odsetek od własności (np. lokat), które zwiększyły się jedynie o 5,1% r/r, wobec wzrostu o 25,4% r/r w poprzednim kwartale, co może być związane ze spadkiem stóp procentowych. Wzrost dochodów z pracy spowolnił do 11,0% r/r z 11,9% r/r w 2q25, jednak nadal rosły one szybciej niż przeciętne wynagrodzenie w GN (w 3q25: 7,5% r/r). Dynamika dochodów pozostawała wyraźnie wyższa niż tempo wzrostu konsumpcji, która w 3q25 wzrosła o 3,5% r/r. To oznacza, że gospodarstwa domowe kontynuowały zwiększanie oszczędności – stopa oszczędności w 3q25 stanowiła już 8% dochodu. Poza okresem pandemii jest to najwyższy poziom obserwowany w ostatnich dwóch dekadach.
- **POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu wzrosła do 5,7% z 5,6% w listopadzie, zgodnie z oczekiwaniami. Liczba osób bezrobotnych w grudniu wyniosła 888,6 tys. i wzrosła o 15 tys. m/m, czyli nieznacznie silniej niż w poprzednim roku, ale bez istotnych odchyłań od lat wcześniejszych. Wydaje się, że wpływ reformy urzędów pracy (od czerwca 2025), podbijającej stopę bezrobocia, wyczerpał się. Przedsiębiorcy w grudniu zgłosili do urzędów pracy 20,3 tys. wakatów, co oznacza spadek o 18,8% m/m i 66,2% r/r. Tak duża skala spadku nie świadczy o narastaniu problemów na rynku pracy, lecz jest wynikiem wspomnianej reformy, w tym m.in. braku testu rynku pracy (przed czerwcem 2025 przedsiębiorcy chcący zatrudnić cudzoziemca musieli uzyskać potwierdzenie, że na lokalnym rynku pracy nie ma bezrobotnych, którzy mogliby tę pracę podjąć).

Saldo sektora GG w Polsce



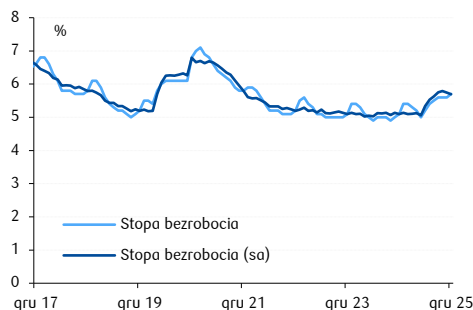
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych



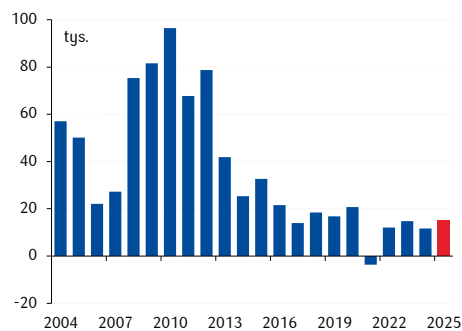
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS, MRPIPS, PKO Bank Polski.

Miesięczna zmiana liczby bezrobotnych w grudniu



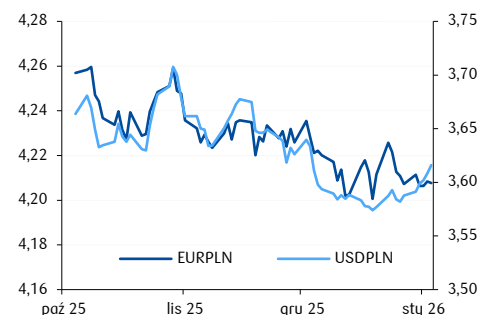
Źródło: MRPIPS, PKO Bank Polski.

- **POL:** J.Szysko (MFiPR) ocenił, że koszt jednostronnego wycofania się z kamienia milowego o reformie pracy (realizowanego przez zmiany w PIP) **mógłby wynieść kilkanaście miliardów złotych**. Ponowna negocjacja tego kamienia milowego byłaby trudna ze względu na fakt, że podlegał on negocjacom rok temu i zastąpił pełne oskładkowanie umów cywilnoprawnych oraz z faktu, że KPO kończy się w ciągu najbliższych miesięcy. **Premier D.Tusk poinformował, że rząd przygotowuje projekt korekty reformy PIP**, który uwzględni argumenty obu stron debaty w rządzie, a także będzie miał szansę uzyskania akceptacji KE, by nie było strat w KPO.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w horyzoncie minionego tygodnia nie zmienił się znacząco względem euro i osłabił się wobec dolara. Kurs EURPLN pozostał w okolicy 4,21, a USDPLN wzrósł do 3,62. Na rynkach bazowych kurs EURUSD spadł do 1,1630.
- W pierwszym pełnym tygodniu nowego roku złoty podlegał trendom z rynków bazowych, gdzie euro było słabsze, a dolar umacniał się. Deprecjacja europejskiej waluty była konsekwencją niższych odczytów inflacji konsumenckiej w strefie euro oraz zaostrzającej się narracji przedstawicieli administracji USA dotyczącej przejęcia kontroli nad Grenlandią, co może prowadzić do eskalacji napięć pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Unią Europejską. Natomiast umocnienie dolara to w naszej opinii głównie efekt wzrostu jego roli jako bezpiecznej przystani po tym, jak otoczenie geopolityczne w wielu regionach świata uległo lub wkrótce może ulec zaognieniu. Pewien wpływ na aprecjację dolara mogło mieć wypłaszczenie krzywej rentowności w USA pomimo, że sumarycznie dane z amerykańskiego rynku pracy były słabsze względem konsensusu ekonomistów.
- **W obecnym tygodniu bilans szans i zagrożeń niekoniecznie będzie, w naszej opinii, wspierał siłę złotego.** Dalszą globalną aprecjację dolara może wspierać geopolityka, która m.in. za sprawą ewentualnych kolejnych sankcji USA na Rosję (według doniesień medialnych w USA możliwe jest głosowanie tzw. ustawy Grahama) może się zaostrzyć. W przeciwnym kierunku na USD może wpływać odczyt inflacji CPI z USA za grudzień 2025 r., pod warunkiem, że wypadnie poniżej rynkowych oczekiwań. W kraju wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie RPP. Rynek od pewnego czasu w dużym stopniu wycenia kolejne cięcia stóp NBP o 25 pb, w związku z czym wpływ tego czynnika na PLN będzie, w naszej opinii, ograniczony. **Zakładamy, że w takim otoczeniu kurs EURPLN w perspektywie najbliższych dni utrzyma się bliżej 4,22, a USDPLN może skutecznie przełamać opór na 3,62, otwierając drogę w kierunku 3,65.**
- Na piątkowej sesji rentowności polskich SPW poruszały się w przedziale -1/+4 pb. W segmencie 10-letnim rentowność krajowych obligacji utrzymała się na poziomie 5,12%, rentowność amerykańskich Treasuries spadła o 1pb do 4,17%, natomiast rentowność niemieckich Bundów pozostała bez zmian na poziomie 2,83%.
- Miniony tydzień upłynął pod znakiem silnego wsparcia inwestorów dla krajowego rynku stopy procentowej. Przed nieznacznym odreagowaniem pod koniec tygodnia krajowe SPW wyznaczyły nowe minima rentowności zarówno na krótkim, jak i długim końcu krzywej. Silny popyt na krajowy dług widoczny był zarówno na piątkowej aukcji SPW, gdzie intencje emisyjne na poziomie 12 mld PLN spotkały się z popytem przekraczającym 22 mld PLN, jak i na rynku europejskim, gdzie dzień wcześniej Polska z sukcesem – przy silnym zainteresowaniu inwestorów – wyemitowała łącznie 3,25 mld EUR w instrumentach 5- i 10-letnich. Na rynkach bazowych rentowności niemieckich Bundów obniżyły się, częściowo wspierane grudniowymi danymi inflacyjnymi ze strefy euro. Skalę spadków ograniczyły lepsze dane z niemieckiego przemysłu. Rynek amerykański w skali tygodnia charakteryzował się ograniczoną zmiennością w oczekiwaniu na raport z rynku pracy. Jego mieszany wydźwięk nie wystarczył do wybicia rentowności 10-letnich Treasuries z przedziału wahań 4,10-4,20%.
- **W bieżącym tygodniu kluczowym wydarzeniem dla rynku krajowego będzie decyzja RPP, w ramach której możliwa jest kolejna redukcja stopy referencyjnej.** Taki scenariusz nie jest w pełni zdyskontowany w wycenach rynkowych i z dużym prawdopodobieństwem stałby się impulsem do dalszych spadków rentowności. Na rynkach bazowych spodziewamy się kontynuacji trendu bocznego, a po piątkowym raporcie NFP szczególnego znaczenia dla rynku nabierze wtorkowy odczyt inflacji CPI w USA.

Waluty



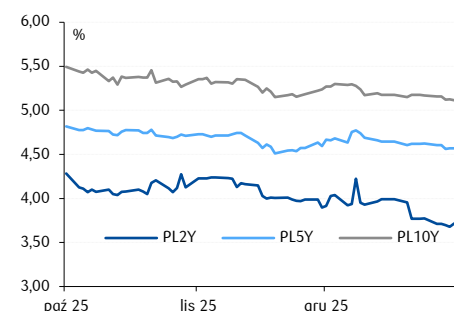
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



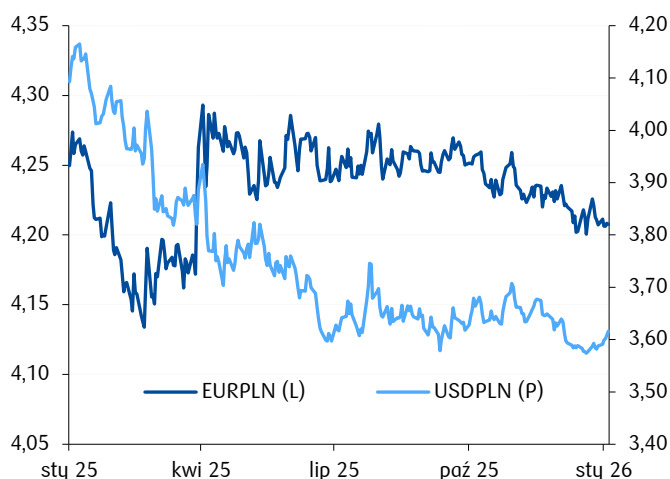
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

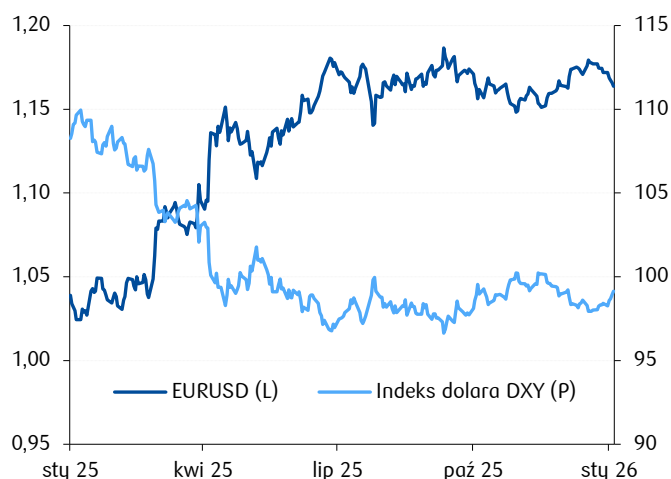
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

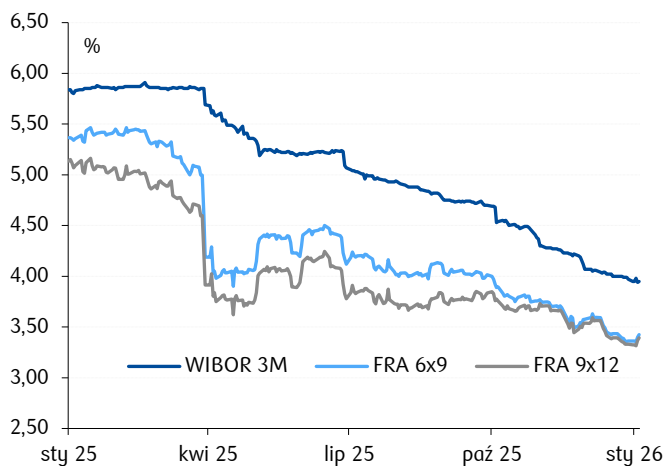
PLN vs główne waluty



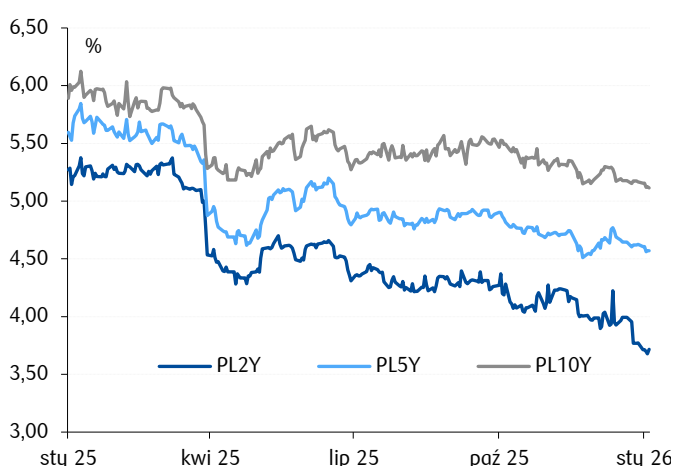
Notowania USD



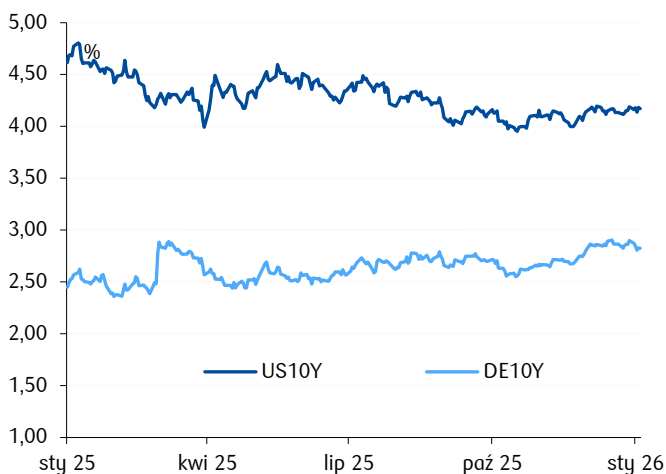
Krótkoterminowe stopy procentowe



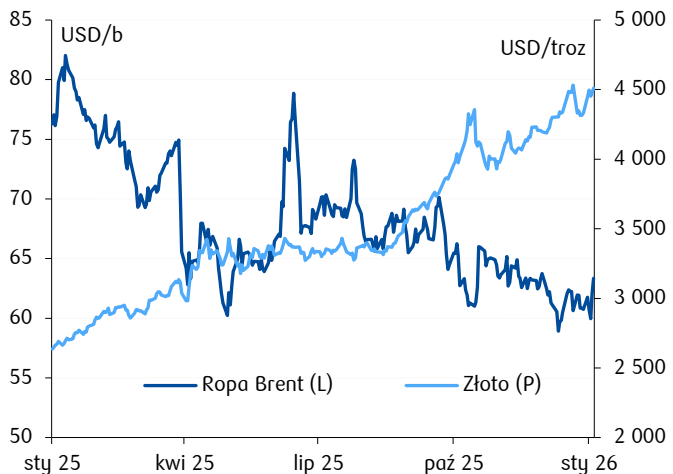
Rentowności polskich obligacji



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 9 stycznia						
GER: Produkcja przemysłowa (lis.)	08:00	% m/m	2	-0,4	--	0,8
EUR: Sprzedaż detaliczna (lis.)	11:00	% r/r	1,9	1,6	--	2,3
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (gru.)	14:30	tys.	56	55	61	50
USA: Przeciętna płaca godzinowa (gru.)	14:30	% r/r	3,6	3,6	--	3,8
USA: Stopa bezrobocia (gru.)	14:30	%	4,5	4,5	--	4,4
USA: Pozwolenia na budowę (paż., wst.)	14:30	mln	1,33	1,349	--	1,412
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., wst.)	16:00	pkt.	52,9	53,5	--	54,0
Poniedziałek, 12 stycznia						
ROM: Saldo handlowe (lis.)	8:00	mld EUR	-3,0052	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (lis.)	8:30	% r/r	-2,7	-2,8	--	--
EUR: Indeks Sentix (sty.)	10:30	pkt.	-6,2	-5,3	--	--
Wtorek, 13 stycznia						
HUN: Inflacja CPI (gru.)	8:30	% r/r	3,8	3,2	3,3	--
CZE: Inflacja CPI (gru., rew.)	9:00	% r/r	2,1	2,1	2,1	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lis.)	14:00	mld EUR	1924	124	124	--
POL: Eksport (lis.)	14:00	% r/r	5,4	2,1	0,5	--
POL: Import (lis.)	14:00	% r/r	2,4	0,8	1,6	--
USA: Inflacja CPI (gru.)	14:30	% r/r	2,7	2,7	2,5	--
USA: Inflacja bazowa (gru.)	14:30	% r/r	2,6	2,7	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (paż.)	16:00	--	--	714	--	--
Środa, 14 stycznia						
ROM: Inflacja CPI (gru.)	8:00	% r/r	9,76	9,73	9,6	--
USA: Inflacja PPI (lis.)	14:30	% r/r	--	2,6	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (lis.)	14:30	% m/m	0,0	0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lis.)	14:30	%, m/m	0,4	0,4	--	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (3q)	14:30	mld USD	-251,3	-241,0	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru.)	16:00	mln	4,13	4,23	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	4,0	4,0	3,75	--
Czwartek, 15 stycznia						
ROM: Produkcja przemysłowa (lis.)	8:00	% r/r	0,2	0,5	--	--
POL: Inflacja CPI (gru., rew.)	10:00	% r/r	2,5	2,4	2,4	--
GER: Wzrost PKB (2025)	10:00	% r/r	-0,2	0,2	--	--
EUR: Bilans handlowy (lis.)	11:00	mld	14,0	--	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (lis.)	11:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	208	215	--	--
Piątek, 16 stycznia						
ROM: Wynagrodzenie (lis.)	8:00	% r/r	4,3	--	--	--
GER: Inflacja CPI (gru., rew.)	8:00	% r/r	2,3	1,8	--	--
GER: Inflacja HICP (gru., rew.)	8:00	% r/r	2,6	2,0	--	--
POL: Inflacja bazowa (gru.)	14:00	% r/r	2,7	2,8	2,8	--
USA: Produkcja przemysłowa (gru.)	15:15	% m/m	0,2	0,2	--	--

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, usługi 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.