

Lepsze nastroje w nowym roku

- W poniedziałek na światowych rynkach akcji dominował umiarkowany optymizm – zarówno indeks S&P500 jak i niemiecki DAX poprawiły swoje historyczne maksima. **Wzrost rynkowych obaw o niezależność Fed kierował kapitał od amerykańskiego dolara w kierunku alternatywnych „bezpiecznych przystani”, takich jak złoto oraz frank szwajcarski.** Złoty pozostał stabilny wobec euro. Rentowności SPW finalnie marginalnie wzrosły, pomimo że rentowności Bundów testowały tegoroczne minima. We wtorek na zachowanie dolara i UST kluczowy wpływ będą miały grudniowe odczyty inflacji CPI z USA. Do czasu środowej decyzji RPP zakładamy stabilizację kursu EURPLN oraz rentowności SPW w pobliżu bieżących poziomów.
- Konsensus zakłada, że amerykańska inflacja utrzyma się na poziomie 2,7% r/r. **My widzimy przestrzeń do niewielkiego spadku**, za sprawą obniżającej się inflacji cen żywności oraz tańszych surowców. Kluczowymi czynnikami ryzyka dla inflacji pozostają osłabienie dolara oraz opóźniony wpływ nowych cel oraz... ograniczona dostępność danych w obliczu cięć nakładów na badania. W kontekście mieszanych sygnałów płynących z rynku pracy, odczyt inflacji może mieć istotny wpływ na wynik posiedzenia FOMC (najbliższe 28 stycznia) i ścieżkę stóp procentowych w najbliższych miesiącach.
- Z perspektywy krajowej, istotna będzie publikacja salda rachunku obrotów bieżących za listopad, które - zgodnie z prognozami zarówno konsensusu, jak i naszymi - powinno wykazać niewielką nadwyżkę. W opozycji do konsensusu oczekujemy, że dynamika eksportu (kons.: 2,1% r/r, PKOe: 0,5% r/r) była niższa niż importu (kons.: 0,8% r/r, PKOe: 1,6% r/r).
- Ponadto, z regionu EŚW napłyną dane dotyczące inflacji CPI za grudzień z Węgier i Czech. W przypadku Węgier oczekiwany jest spadek inflacji do ok. 3,3% r/r z 3,8% r/r w listopadzie. Dla Czech zostanie opublikowany drugi odczyt inflacji za listopad, a wstępne dane wskazywały na jej stabilizację na poziomie 2,1% r/r.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

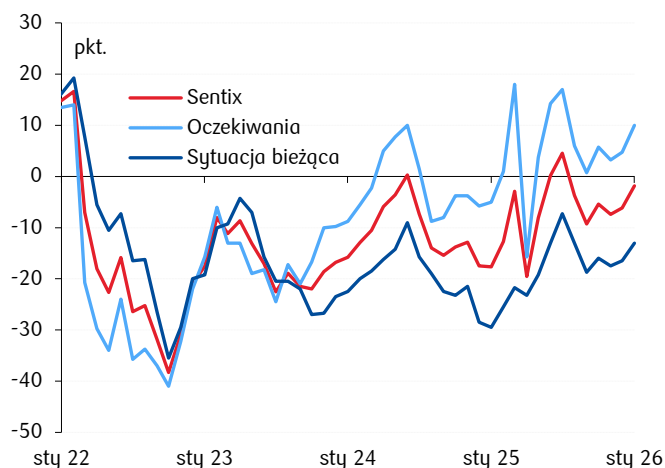
centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2026-01-12	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	122 027	0,4
STOXX Europe 600	611	0,2
S&P500	6 977	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,21	0,0
USDPLN	3,61	-0,2
CHFPLN	4,52	0,1
EURUSD	1,17	0,3
Obligacje:		
PL2Y	3,69	-3
PL5Y	4,59	2
PL10Y	5,13	1
DE10Y	2,80	-2
US10Y	4,19	2
Surowce:		
Ropa Brent	64	0,8
Złoto	4593	1,9

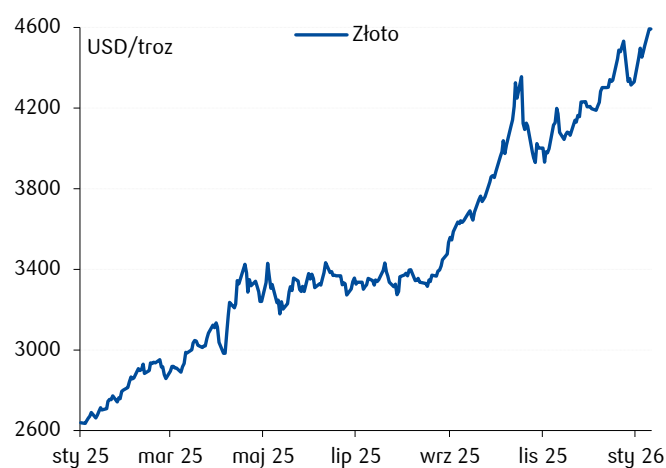
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Nowy rok z silną poprawą nastrojów inwestorów w strefie euro wg Sentix



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Napięcia geopolityczne i obawy o niezależność Fed kierują kapitał do „bezpiecznej przystani” - złota



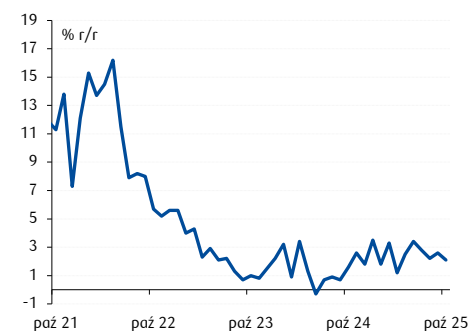
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **EUR:** W styczniu indeks Sentix wzrósł do -1,8 pkt. z -6,2 pkt. w grudniu, przekraczając oczekiwania. Poprawa nastrojów była napędzana głównie przez wzrost oczekiwań, których indeks osiągnął 10 pkt. w porównaniu do 4 pkt. miesiąc wcześniej, podczas gdy ocena bieżącej sytuacji poprawiła się umiarkowanie, do -13,0 pkt. z -16,5 pkt. Wyniki wskazują, że choć **rośnie optymizm co do poprawy koniunktury w nadchodzących kwartałach**, **krótkoterminowe warunki gospodarcze w strefie euro pozostają trudne**. Oczekiwania inflacyjne inwestorów nadal spadają. **Nastroje w samych Niemczech również znacząco się poprawiły – indeks Sentix wzrósł do -16,4 pkt. z -22,7 pkt. w grudniu, a oczekiwania osiągnęły dodatni poziom 5,5 pkt. wobec -1,3 pkt. miesiąc wcześniej. Wyniki badania wskazują na możliwy punkt zwrotny dla koniunktury w Niemczech, która może być wspierana przez lepsze perspektywy gospodarcze w USA i Azji, chociaż jednocześnie wskaźnik bieżącej sytuacji (-36 pkt.) nadal pokazuje z jakimi wyzwaniem zmagają się firmy.**
- **EUR:** W październiku produkcja usług wzrosła o 2,1% r/r, co oznacza lekkie spowolnienie w porównaniu do wrześniowego wzrostu o 2,6% r/r. **W większości sektorów dynamika wyhamowała, najgłębiej w usługach transportowych oraz obsłudze rynku nieruchomości. Spadek dynamiki zaobserwowano w niemal wszystkich państwach strefy euro, w szczególności w Niemczech wzrost wyhamował do 0,2% r/r z 1,7% r/r w poprzednim miesiącu. Sektor usług odgrywa aktualnie ważną rolę w napędzaniu aktywności gospodarczej w strefie euro, dlatego spowolnienie dynamiki na początku 4q25 stanowi niekorzystny sygnał dla wzrostu PKB w tym okresie. W Polsce produkcja usług wzrosła o 5,5% r/r (wg metodologii Eurostatu), w porównaniu do 7,4% r/r we wrześniu.**
- **HUN:** Produkcja przemysłowa w listopadzie obniżyła się o 5,4% r/r (sa), pogłębiając spadek wobec 2,7% r/r odnotowanych w październiku i uplasowała się wyraźnie poniżej oczekiwań. **W efekcie poziom produkcji był najniższy od 2018 (z wyłączeniem okresu pandemii). Spadek wolumenu objął zdecydowaną większość działów przetwórstwa przemysłowego. Dane potwierdzają, że w 4q25 przemysł pozostawał istotnym hamulcem wzrostu gospodarczego. Zauważalnej poprawy oczekujemy dopiero w danych za bieżący rok, wraz ze stopniowym uruchamianiem produkcji w nowych zakładach BMW, CATL, BYD oraz Mercedesa.**
- **ROM:** W listopadzie saldo handlu towarowego w ujęciu płynnego roku wzrosło do -8,9% PKB z -9,1% PKB poprzednio. Eksport towarów spadł pierwszy raz po sześciu miesiącach wzrostu (-0,1% r/r). Z kolei import obniżył się o 5,3% r/r, co stanowiło najgłębszy spadek od ponad roku. W 2025 Rumunia osiągnęła niewielką, ale zauważalną poprawę salda handlowego, co jest pozytywnym sygnałem, choć może być to związane osłabieniem popytu wewnętrznego.
- **EUR:** Ministerstwo handlu w Pekinie poinformowało, że Chiny i UE osiągnęły porozumienie w sprawie mechanizmu ustalania cen minimalnych na chińskie samochody elektryczne. Bruksela ma opublikować dokument z wytycznymi dla chińskich eksporterów w sprawie zobowiązań cenowych.
- **USA-IRN:** D.Trump ogłosił wprowadzenie cła 25% na towary z państw „robiących interesy” z Iranem. Lista państw objętych nowym cłem nie została sprecyzowana, ale wśród istotnych partnerów handlowych Iranu są m.in. Chiny, Turcja, Indie, Pakistan i Zjednoczone Emiraty Arabskie.

WYDARZENIA KRAJOWE:

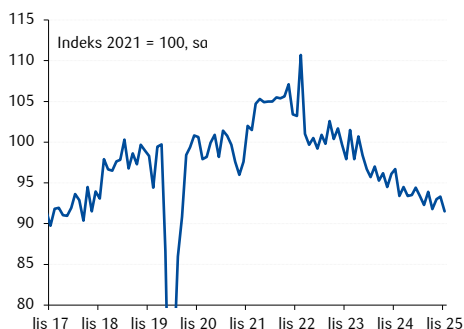
- **POL:** Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto 2026 wg ustawy budżetowej wynosi ok. 26%.
- **POL:** Minister Rolnictwa powiedział, że trwają prace nad przygotowaniem wniosku zaskarżającego umowę handlową UE z Marcosurem do TSUE i wyraził nadzieję, że wniosek będzie gotowy jeszcze w tym miesiącu.

Produkcja usług w strefie euro



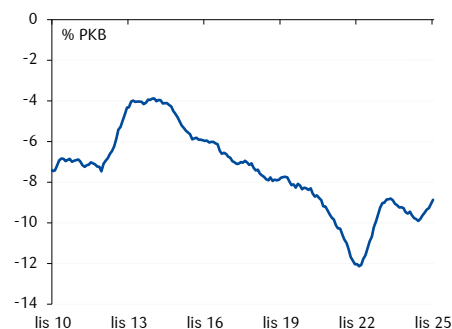
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlu towarowego w Rumunii

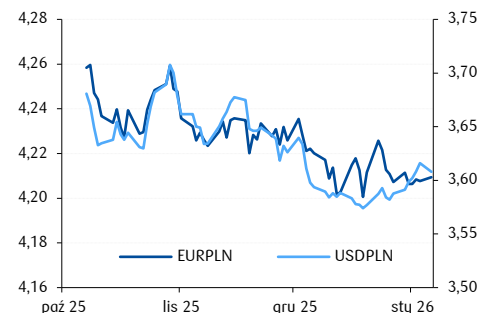


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty pozostał stabilny do euro w pobliżu 4,21 na EURPLN oraz umocnił się wobec dolara do okolic 3,61 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX słabszy dolar sprzyjał wzrostowi kursu EURUSD w okolice 1,1670.
- Pusty krajowy kalendarz makroekonomiczny oraz brak nowych istotnych impulsów z otoczenia rynkowego nie sprzyjały wzrostowi zmienności na złotym, który już szóstą sesję z rzędu konsolidował się w rejonie 4,21 do euro. **Deprecjacja dolara na szerokim rynku była pokłosiem weekendowego oświadczenia J. Powella, który poinformował, że administracja D. Trumpa zagroziła mu postawieniem zarzutów karnych. Wydarzenie to nasiliło obawy inwestorów o niezależność Rezerwy Federalnej, stanowiącej jeden z kluczowych filarów wiarygodności amerykańskiego systemu finansowego. Euro mogło dodatkowo zyskać fundamentalne wsparcie dzięki wyraźnej poprawie sentymentu inwestorów finansowych, potwierdzonej najwyższym od lipca 2005 odczytem indeksu Sentix.**
- Wtorkowa publikacja listopadowego salda rachunku obrotów bieżących Polski może wpłynąć na notowania złotego jedynie w przypadku wyniku wyraźnie odbiegającego od konsensusu ekonomistów. **Globalnym wydarzeniem dnia będzie natomiast publikacja grudniowych danych o inflacji CPI w USA.** Ewentualny spadek inflacji – zarówno w ujęciu ogółem, jak i bazowym, rok do roku – byłby zaskoczeniem dla rynku i mógłby zwiększyć oczekiwania na obniżki stóp procentowych Fed, wywierając dalszą presję na dolara. W przeciwnym scenariuszu **amerykańska waluta powinna utrzymać się w krótkoterminowym trendzie wzrostowym, a kurs USDPLN powyżej poziomu 3,60. Jednocześnie zakładamy dalszą stabilizację kursu EURPLN w pobliżu 4,21 co najmniej do śródowej decyzji RPP.**
- Na poniedziałkowej sesji rentowności krajowych SPW finalnie poszły w górę o +1/+2 pb. Na rynkach bazowych dochodowości obligacji Niemiec zniżkowały o -2/-1 pb, przy zmianie rentowności obligacji USA o ok. 0/+1 pb.
- Kolejny atak na niezależność Fed w USA nie miał znaczącego przełożenia na zachowanie tamtejszych obligacji skarbowych, których rentowności tylko w czasie europejskiej części sesji szły wyraźniej w górę. Od minionego piątku nie zmieniły się także rynkowe wyceny skali tegorocznych obniżek stóp w USA, pozostając w pobliżu ok. 52 pb. Pomimo że kalendarium makro nie zawierało istotnych dla polityki pieniężnej EBC figur, to ponownie **mocniejsze były obligacje z europejskich rynków bazowych, a rentowność Bundów testowała tegoroczne minima. Na krajowym rynku FI sesja charakteryzowała się podwyższoną zmiennością, a w jej drugiej części widać było presję na wzrost rentowności.**
- We wtorek na rynek napłynęły odczyty inflacji konsumenckiej z Czech, Węgier oraz USA za grudzień 2025 i tylko te ostatnie figury mogą mieć wpływ na globalne nastroje. Konsensus ekonomistów zakłada utrzymanie głównej miary inflacji w Stanach Zjednoczonych na niezmiennym poziomie (2,7% r/r) i niewielki wzrost o 0,1 pp (do 2,7% r/r) inflacji bazowej. Każde zaskoczenie ze strony niższych odczytów mogłoby wzmocnić oczekiwania inwestorów na większe względem obecnych wycen obniżki stóp w USA. Jednak biorąc pod uwagę napiętą sytuację wokół Fed oraz sporą podaż UST na rynku pierwotnym w obecnym tygodniu, nie zakładamy, że reakcja tamtejszych papierów byłaby znacząca. **Na rynku krajowym, w przeddzień decyzji RPP, oczekujemy stabilizacji rentowności SPW w pobliżu poniedziałkowych zamknięć, przy niewielkim ryzyku wzrostu dochodowości wynikającym z dużej rozbieżności oczekiwań analityków i ekonomistów co do wyniku ww. posiedzenia.**

Waluty



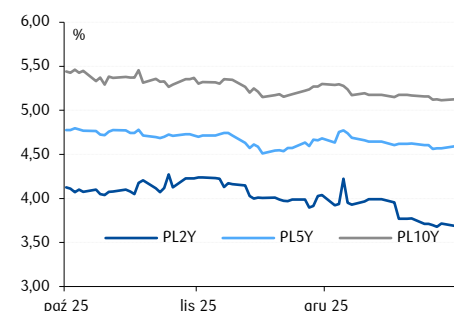
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



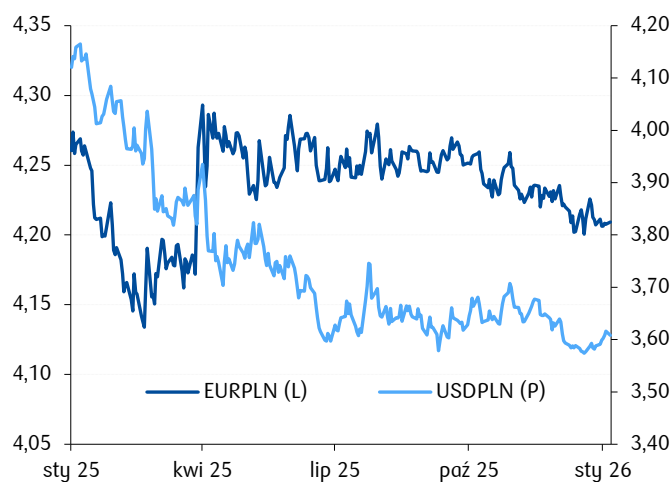
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

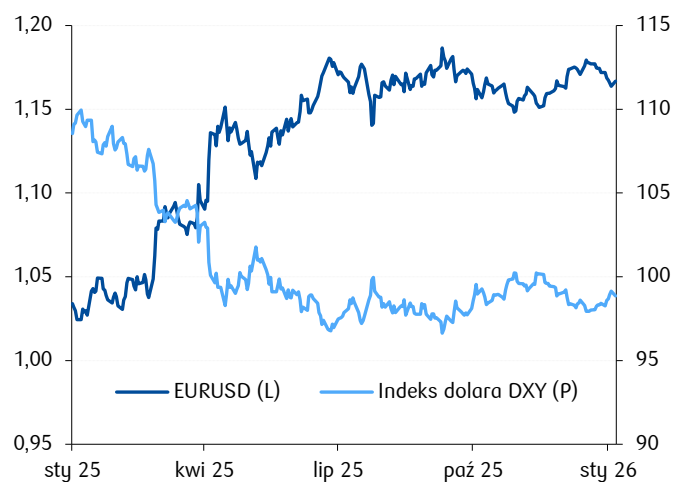
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

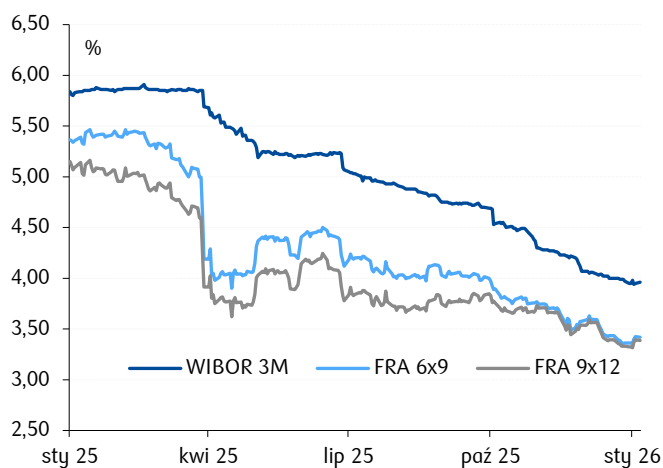
PLN vs główne waluty



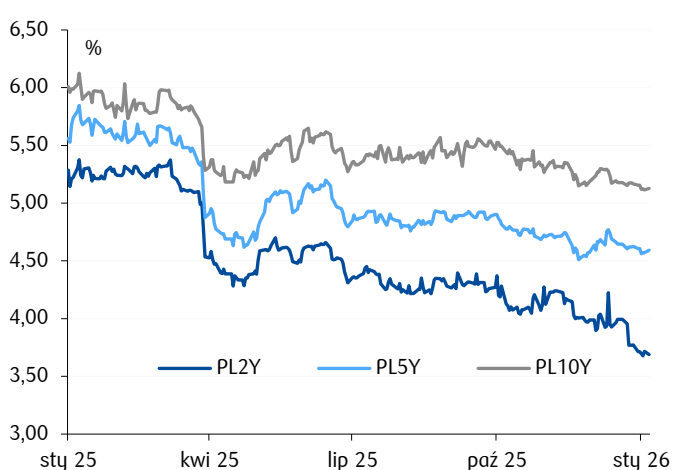
Notowania USD



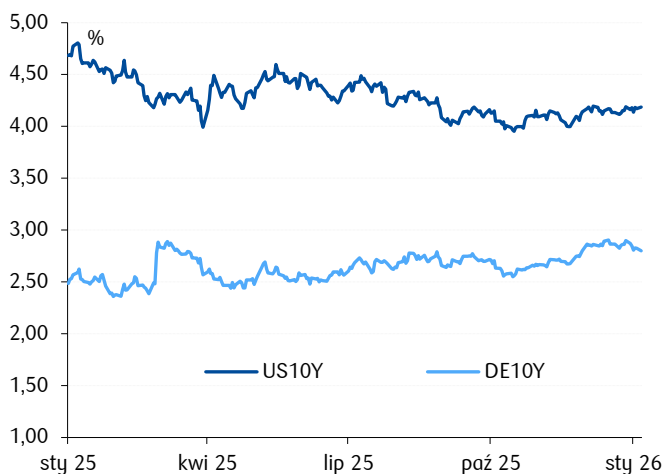
Krótkoterminowe stopy procentowe



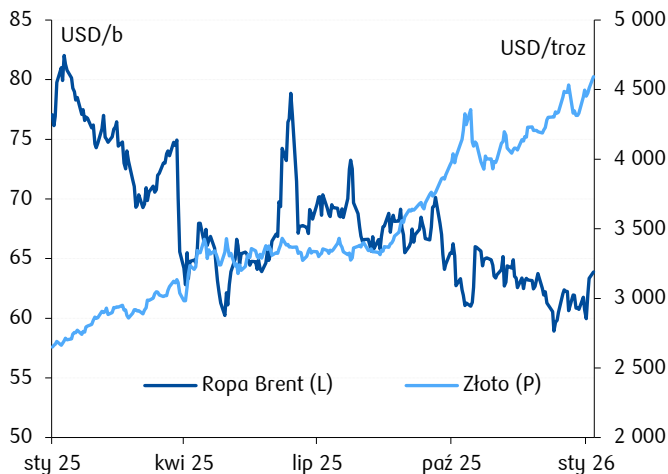
Rentowności polskich obligacji



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	--	--	-2,261
HUN: Produkcja przemysłowa (lis.)	8:30	% r/r	-2,7	-2,8	--	-5,4
EUR: Indeks Sentix (sty.)	10:30	pkt.	-6,2	-5,3	--	-1,8
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	mln 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:

 @PKO_Research



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.