

Nastroje w Niemczech najlepsze od lat

- We wtorek spadek apetytu na ryzyko na globalnych rynkach był kontynuowany, mocno w dół poszły indeksy akcji a trend wzrostowy notowań złota przyspieszył. Trwała także wyprzedaż amerykańskiego dolara, a rolę bezpiecznych przystani przejęły frank szwajcarski i euro. Złoty w takim otoczeniu był relatywnie stabilny, a kursy głównych par z PLN przesuwają się w rytm zmian notowań z rynków bazowych. Na rynkach FI kontynuowana była wyprzedaż japońskich obligacji, a krzywe rentowności w Europie oraz USA ulegały wystromieniu. Podobnie zachowywały się krajowe SPW, gdzie mocno w dół poszły rentowności obligacji 2-letnich schodząc do poziomu 3,57%, najniżej od lutego 2022. **W środę na globalnych rynkach karty ponownie rozdawać będzie geopolityka, a duży wpływ na nastroje może mieć przekaz wystąpienia D. Trumpa na forum w Davos. Ewentualne złagodzenie tonu ostatniej narracji USA w sprawie Grenlandii może przyczynić się do odreagowania na rynkach, tym bardziej, że przysunięcia notowań z ostatnich dni są już istotne.**
- Dzisiejsze kalendarium publikacji jest puste. Inwestorzy będą śledzić przebieg rozmów między USA i UE w sprawie Grenlandii oraz ceł. Może do nich dojść podczas trwającego w tym tygodniu Światowego Forum Ekonomicznego w Davos. Gotowość do spotkań (nie precyzując z kim) sygnalizował już wczoraj D.Trump, chęć rozmowy z Prezydentem USA deklarował w poniedziałek kanclerz Niemiec. Dzisiaj wypowiadać się będzie także Ch.Lagarde.

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **GER:** Indeks oczekiwań analityków i inwestorów instytucjonalnych ZEW w styczniu wzrósł do 59,6 pkt. To duże pozytywne zaskoczenie – konsensus zakładał wzrost do 49 pkt. z 45,8 pkt. Znaczący wzrost optymizmu widoczny był w branżach nastawionych na eksport (najsilniej wzrosły wskaźniki dla przemysłu stalowego i metalowego oraz dla budowy maszyn). Solidnie poprawiły się też nastroje odnośnie do branży motoryzacyjnej, choć wciąż pozostają umiarkowane. Poprawa nastrojów nastąpiła po lepszych od oczekiwań danych o produkcji przemysłowej za listopad i zaskakująco silnym wzroście zamówień. Źródłem optymizmu mogło być także zawarcie

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

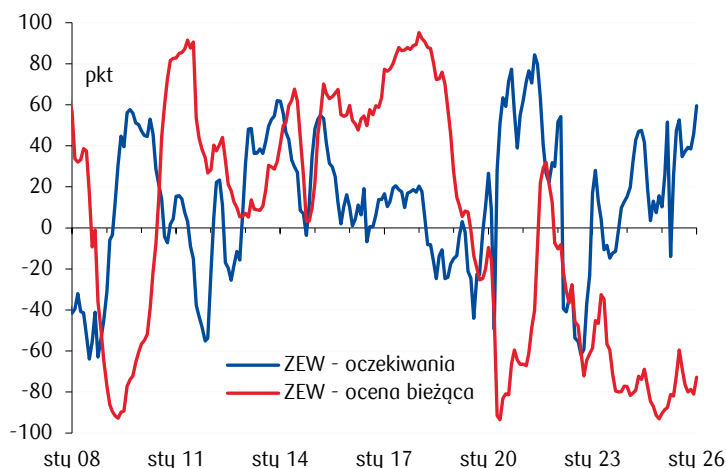
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-01-20	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	120 932	-0,1
STOXX Europe 600	603	-0,7
S&P500	6 797	-2,1
Waluty:		
EURPLN	4,22	0,0
USDPLN	3,60	-0,7
CHFPLN	4,53	0,0
EURUSD	1,17	0,7
Obligacje:		
PL2Y	3,57	-16
PL5Y	4,47	-6
PL10Y	5,15	2
DE10Y	2,86	2
US10Y	4,30	6
Surowce:		
Ropa Brent	65	1,5
Złoto	4763	2,0

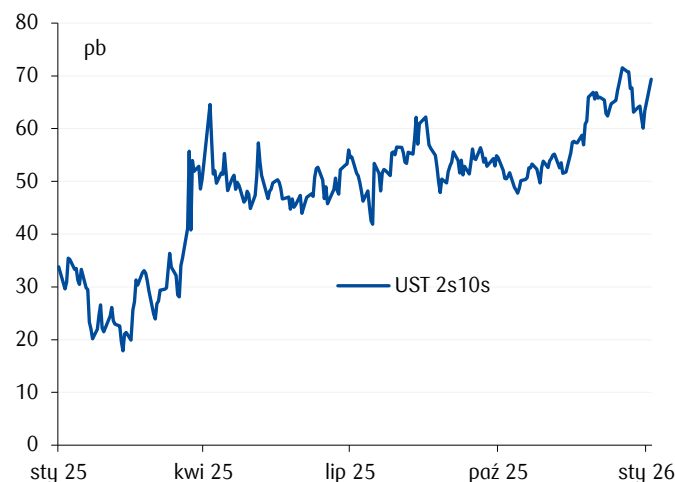
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Optymizm niemieckich inwestorów wzrósł w styczniu do poziomu najwyższego od niemal 5 lat



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Obawy o inflację ale i rosnące ryzyko fiskalne USA podbijają długi koniec krzywej UST



porozumienia z Mercosur. Lepsze niż w grudniu były też oceny sytuacji bieżącej.

- **GER:** Ceny producentów wyrobów przemysłowych w grudniu spadły o 0,2% m/m i 2,5% r/r. Główną przyczyną deflacji PPI był spadek cen energii r/r. Dobra inwestycyjne, konsumpcyjne oraz dobra pośrednie były droższe niż w tym samym miesiącu poprzedniego roku. Po wyłączeniu cen energii ceny producentów w grudniu wzrosły o 0,9% r/r. W całym roku deflacja wyniosła przeciętnie -1,2%.
- **ŚWIAT:** Sekretarz skarbu USA ocenił, że stosunki między Stanami Zjednoczonymi i Europą pozostają silne, a obie strony znajdą rozwiązanie sporu wokół Grenlandii. S.Bessent podkreślił jednak, że kontrola USA nad Grenlandią jest ważna, bowiem „powstrzyma każda wojnę kinetyczną”. Odrzucił także spekulacje, że kraje europejskie będą sprzedawać obligacje skarbowe USA. S.Bessent wyraził przekonanie, że przywódcy europejscy nie będą eskalować konfliktu i wszystko zakończy się w sposób korzystny dla każdej strony. Podał w wątpliwość, że Europa zastosuje przeciwko USA dotychczas nigdy nie używany unijny instrument przeciwdziałania przymusowi gospodarczemu (Anti-Coercion Instrument, ACI), stworzony w 2023 z myślą o Rosji i Chinach. Przewodnicząca KE powiedziała, że zapowiedź dodatkowych cel przez Prezydenta USA jest błędem, który narusza porozumienie handlowe zawarte w zeszłym roku między sojusznikami transatlantyckimi. Zapewniła, że Europa podziela cele USA, jeśli chodzi o bezpieczeństwo Arktyki, ale podkreśliła, że można je osiągnąć tylko razem. W odpowiedzi na groźby USA dotyczące Grenlandii i zapowiedź eskalacji celnej wobec państw członkowskich UE Parlament Europejski, według doniesień PAP, wstrzymuje ratyfikację umowy handlowej zawartej w ubiegłym roku między Unią Europejską a USA. Głosowanie nad porozumieniem w komisji handlu międzynarodowego PE miało się odbyć pod koniec stycznia, ale w PE nie ma obecnie poparcia dla tego ruchu.

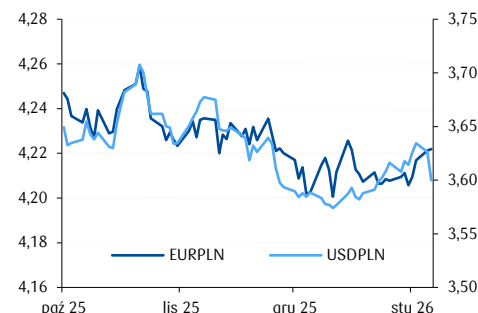
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** M.Zarzecki (powołany do RPP przez Prezydenta RP w grudniu 2025) powiedział, że wznowienie obniżek stóp procentowych powinno nastąpić tylko wtedy, gdy nowa projekcja (publikowana w marcu) jednoznacznie potwierdzi, że proces dezinflacji jest trwały. Dodał, że wnioskowanie, że koniec paury w obniżkach nastąpi jeszcze w lutym, byłoby przedwczesne i ryzykowne.
- **POL:** Rzecznik rządu potwierdził, że Premier D.Tusk weźmie udział w zaplanowanym na czwartek nadzwyczajnym posiedzeniu unijnych przywódców poświęconym stosunkom transatlantyckim.
- **POL:** W ocenie szefa Polskiego Związku Przemysłu Motoryzacyjnego chińscy producenci aut mogą szybko (nawet w 2026) opanować 15% rynku w Polsce. Udział chińskich producentów w krajowym rynku aut w 2025 wyniósł 8,2% wobec 1,9% w 2024.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty we wtorek był nieco słabszy względem euro i wyraźnie mocniejszy wobec dolara. Kurs EURPLN zwiększał w okolice 4,2250, a USDPLN spadł w pobliżu 3,6000. Na rynkach bazowych kurs EURUSD wzrósł do 1,1720.
- Kontynuacja zawirowań geopolitycznych wokół Grenlandii i związana z tym ucieczka inwestorów od dolara, to główny czynnik, który od początku tygodnia rozdaje karty m.in. na rynkach FX. Skutkiem tego jest dynamiczny wzrost kursu EURUSD, który we wtorek w ciągu dnia dotarł do górnych ograniczeń (okolice 1,1770) budującego się od lipca 2025 trendu bocznego. Odwrót od dolara sprzyja przepływowi kapitału w kierunku euro i franka szwajcarskiego. We wtorek siłę wspólnej waluty dodatkowo wzmocniły bardzo dobre dane o styczniowych nastrojach inwestorów finansowych, którego odczyt był najwyższy od lipca 2021. W tym niekorzystnym otoczeniu kurs EURPLN przesunął się w kierunku strefy technicznych oporów (4,24–4,26), a USDPLN testował strefę lokalnych wsparć między 3,5950 a 3,6050.
- W środę uwaga inwestorów będzie w dalszym ciągu koncentrować się na czynnikach geopolitycznych, tym bardziej że na forum w Davos ma pojawić się D. Trump i wygłosić specjalne przemówienie. Trudno wskazać, jaki będzie przekaz tego wystąpienia i czy nie okaże się, że ostatnia ostra narracja USA wobec sojuszników nie była elementem negocjacji dotyczących podpisania korzystnych umów w sprawie obecności wojskowej na Grenlandii. Jeśli jednak przekaz prezydenta USA w ww. temacie ulegnie zaostrzeniu, wyprzedaż dolara zapewne przyspieszy, a globalny tryb risk-off się nasili. Realizacja tego scenariusza mogłaby doprowadzić do wybicia górą kursu EURUSD ze średnioterminowego trendu bocznego. Na rynku krajowym kurs EURPLN dotarłby wówczas co najmniej do 4,24, a USDPLN mógłby zniżkować w pobliżu 3,57, gdzie znajdują się minima z grudnia 2025.
- Na wtorkowej sesji rentowności polskich obligacji skarbowych przesunęły się w przedziale -16/+2pb. W segmencie 10-letnim rentowność krajowych SPW wzrosła o 2pb do 5,15, amerykańskich Treasuries wzrosła o 6pb do 4,30%, a niemieckich Bundów o 2pb do 2,86%.
- Po umiarkowanych wzrostach rentowności na początku tygodnia, wtorek przywrócił tendencje spadkowe na krótkim końcu polskiej krzywej dochodowości oraz krzywej IRS. Głównym katalizatorem był gwałtowny spadek apetytu na ryzyko na globalnych rynkach akcji. Inwestorzy nerwowo reagowali na konfrontacyjną retorykę prezydenta D.Trumpa dotyczącą statusu Grenlandii, co uruchomiło klasyczny scenariusz risk-off i przepływ kapitału w stronę bezpiecznych przystani. Podczas gdy krótki koniec krzywej zyskiwał na wzmożonym popycie, rentowności na długim końcu kontynuowały wzrosty. Taki układ, określany jako bycze stromienie krzywej (bull steepening), był widoczny również na rynku niemieckim. Aktualna sytuacja geopolityczna sprzyja popytowi na instrumenty krótkoterminowe, jednocześnie podnosząc premię terminową na długim końcu, bardziej wrażliwym na ryzyka inflacyjne towarzyszące konfrontacji celnej. Silna negatywna reakcję miała miejsce też w USA. Rentowności amerykańskich 10-latek już w piątek opuściły wielotygodniowy kanał konsolidacji (4,10–4,20%), osiągając we wtorek w trakcie dnia poziom 4,30%. Dodatkowym, silnym impulsem wzrostowym dla globalnych rentowności był rozwój sytuacji w Japonii. Rentowności 30-letnich JGB wzrosły tam o ok. 30pb do blisko 3,90%, najwyższej od dekad, w reakcji na obawy o utratę dyscypliny fiskalnej wobec ogłoszonych na 8 lutego przedterminowych wyborów, które mają wzmocnić mandat premier S.Takaichi.
- W środę oczekujemy utrzymania słabego sentymentu na rynkach akcji oraz dalszego wsparcia dla krótkiego końca krzywej przy jednoczesnej presji wzrostowej na długim końcu.

Waluty



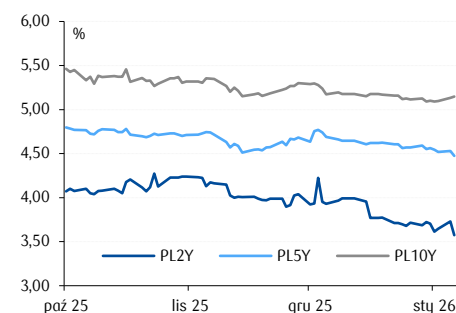
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



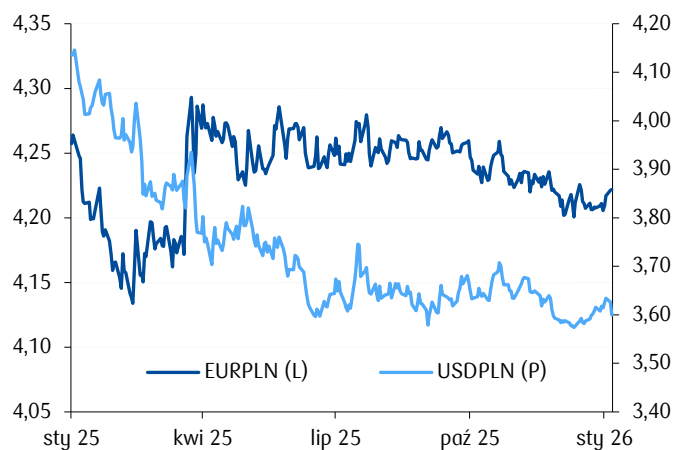
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

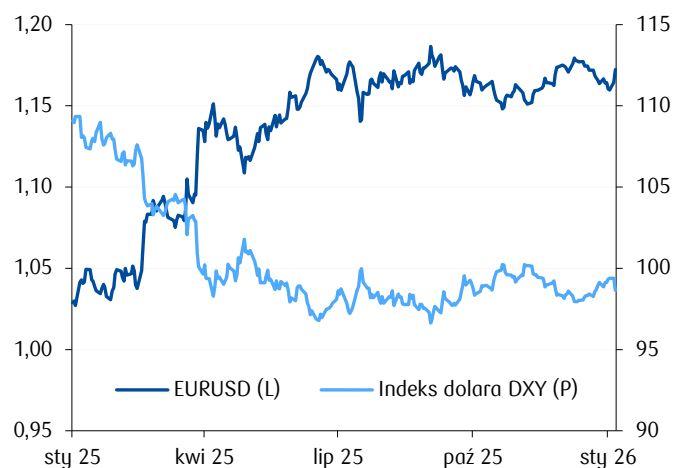
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

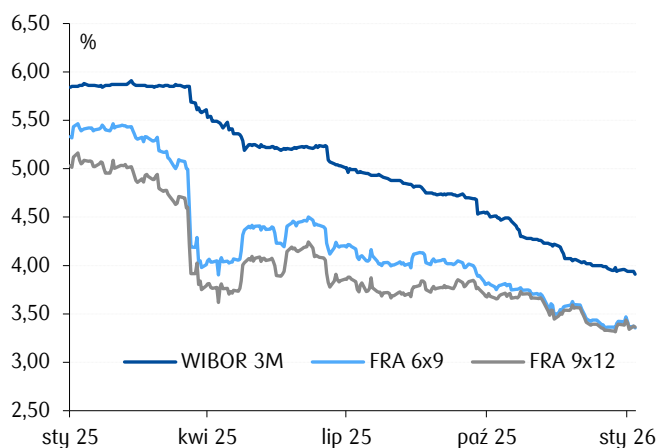
PLN vs główne waluty



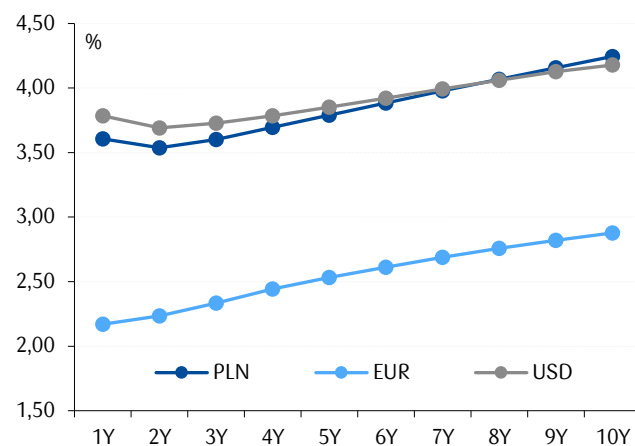
Notowania USD



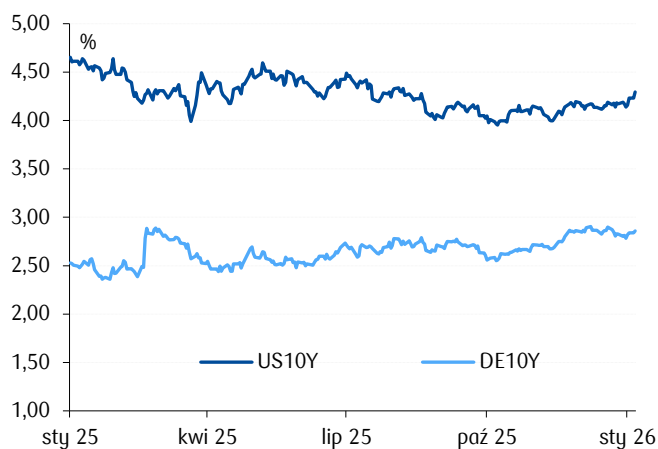
Krótkoterminowe stopy procentowe



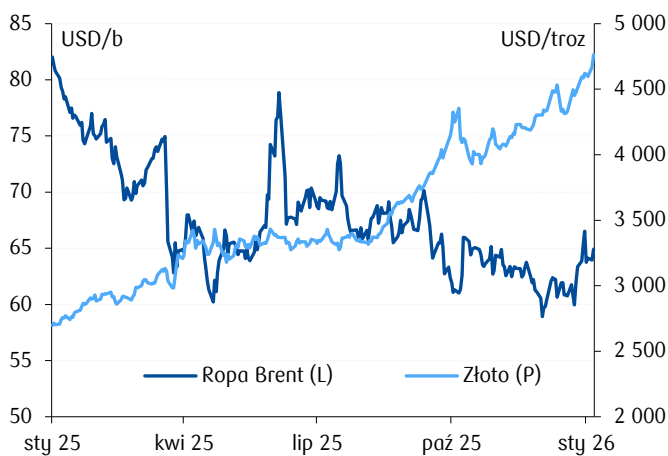
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 16 stycznia						
GER: Inflacja CPI (gru., rew.)	08:00	% r/r	2,3	1,8	--	1,8
GER: Inflacja HICP (gru., rew.)	08:00	% r/r	2,6	2,0	--	2,0
POL: Inflacja bazowa (gru.)	14:00	% r/r	2,7	2,8	2,8	2,7
USA: Produkcja przemysłowa (gru.)	15:15	% m/m	0,4	0,2	--	0,4
Poniedziałek, 19 stycznia						
CHN: Wzrost PKB (4q)	3:00	% r/r	4,8	4,5	--	4,5
EUR: Inflacja HICP (gru., rew.)	11:00	% r/r	2,1	2,0	--	1,9
EUR: Inflacja bazowa (gru., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,3	--	2,3
ROM: Posiedzenie banku centralnego (.)	--	%	6,5	6,5	6,5	6,50
Wtorek, 20 stycznia						
GER: Inflacja PPI (gru.)	8:00	% r/r	-2,3	-2,3	--	-2,5
GER: Indeks instytutu ZEW (sty.)	11:00	pkt.	45,8	49,0	--	59,6
Czwartek, 22 stycznia						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (gru.)	10:00	% r/r	7,1	6,9	7,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,7	-0,7	--
POL: Produkcja przemysłowa (gru.)	10:00	% r/r	-1,1	2,8	2,7	--
POL: Inflacja PPI (gru.)	10:00	% r/r	-2,4	-2,2	-2,5	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru.)	10:00	% r/r	0,1	0,0	-1,8	--
POL: Koniunktura konsumencka (sty.)	10:00	pkt.	-9,9	-9,7	-9,6	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,0	4,0	4,0	--
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	%q/q saar	3,8	4,3	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (3q)	14:30	%q/q saar	2,5	3,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	198	--	--	--
USA: Dochody Amerykanów (lis.)	14:30	% m/m	--	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (lis.)	14:30	% m/m	--	0,5	--	--
USA: Dochody Amerykanów (paź.)	14:30	% m/m	0,4	--	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (paź.)	14:30	% m/m	0,3	--	--	--
USA: Deflator PCE (lis.)	14:30	% r/r	--	2,7	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (lis.)	14:30	% r/r	--	2,8	--	--
USA: Deflator PCE (paź.)	14:30	% r/r	2,8	--	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (paź.)	14:30	% r/r	2,8	--	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sty., wst.)	16:00	pkt.	-13,1	-13,0	--	--
Piątek, 23 stycznia						
GER: PMI w usługach (sty., wst.)	9:30	pkt.	52,7	52,5	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	9:30	pkt.	47,0	47,7	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	10:00	pkt.	48,8	49,2	--	--
EUR: PMI w usługach (sty., wst.)	10:00	pkt.	52,4	52,6	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	15:45	pkt.	51,8	52,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., rew.)	16:00	pkt.	52,9	54,0	--	--
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	0,75	0,75	0,75	--

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.