

Czy Europa naprawdę zmierza w złym kierunku?

- W środę globalne nastroje inwestycyjne uległy poprawie, a amerykańskie aktywa finansowe umocniły się po doniesieniach o osiągnięciu ram porozumienia dotyczącego Grenlandii. W rezultacie indeks S&P500 zyskał 1,2%, rentowność 10-letnich Treasuries spadła o 4 pb, a dolar umocnił się ok. 0,2% względem koszyka głównych walut. W ponownie sprzyjającym ryzykownym aktywom globalnym otoczeniu złoty zyskał nieco ponad 1 gr. do euro a rentowności SPW wzrosły o kilka pb. W czwartek wpływ na przebieg notowań SPW i złotego może mieć grudniowy zestaw danych z polskiej gospodarki, aczkolwiek to geopolityczne doniesienia z Davos wciąż będą dominującym czynnikiem determinującym globalne nastroje rynkowe.
- Dziś w kraju GUS opublikuje baterię ważnych danych za grudzień – o wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o inflacji PPI. Dodatkowo, najnowszych informacji o kondycji polskiego konsumenta dostarczą dane o koniunkturze konsumenckiej w styczniu.
- W Europie skupimy się na wstępnych danych o koniunkturze konsumenckiej w strefie euro w styczniu. W Norwegii bank centralny podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych i najpewniej utrzyma je na niezmienionym poziomie.
- W Stanach Zjednoczonych poznamy kolejny odczyt PKB w 3q25, który według wstępnego szacunku wzrósł o 4,3% q/q saar. Ponadto zostaną opublikowane dane o inflacji PCE i bazowej PCE za październik i listopad oraz o wydatkach i dochodach Amerykanów w listopadzie wraz z zaległymi danymi za październik. Jak co tydzień na dalszym planie znajdują się dane o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych.

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT:** Podczas wystąpienia na Światowym Forum Ekonomicznym w Davos Prezydent D.Trump powiedział, że USA chcą natychmiastowego rozpoczęcia rozmów na temat zakupu Grenlandii przez Stany Zjednoczone. Choć Prezydent USA poinformował, że nie chce używać wojska do przejęcia Grenlandii, to zaznaczył, że odpowiedź Europy będzie miała wpływ na

Biurowe Analizy Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

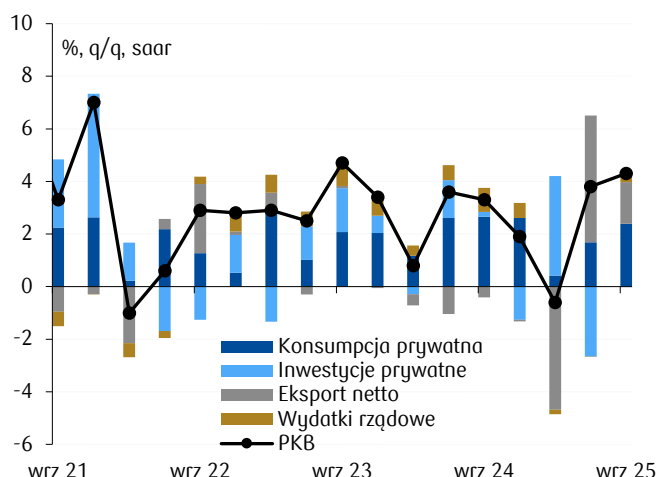
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

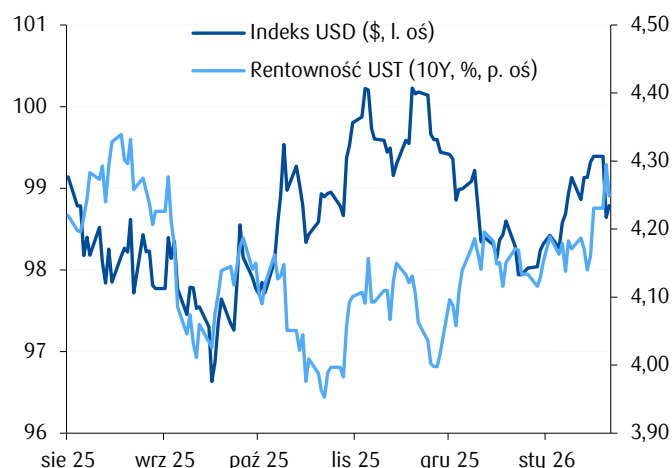
	Wartość 2026-01-21	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	120 869	-0,1
STOXX Europe 600	603	0,0
S&P500	6 876	1,2
Waluty:		
EURPLN	4,21	-0,3
USDPLN	3,60	0,0
CHFPLN	4,53	0,0
EURUSD	1,17	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	3,55	-2
PL5Y	4,50	2
PL10Y	5,15	0
DE10Y	2,88	2
US10Y	4,25	-4
Surowce:		
Ropa Brent	65	0,5
Złoto	4836	1,5

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

Dekompozycja wzrostu PKB w USA



Doniesienia o osiągnięciu porozumienia w sprawie Grenlandii wyhamowały przecenę aktywów z USA.



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

zaangażowanie USA w NATO. MSZ Danii L.L.Rasmussen w reakcji na słowa D.Trumpa powiedział, że Dania (której terytorium zależnym jest Grenlandia) nie przystąpi do żadnych negocjacji opartych na rezygnacji z fundamentalnych zasad, a Duńczycy jednoznacznie odrzucają przekazanie Grenlandii Stanom Zjednoczonym. Premier Grenlandii J.F.Nielsen powiedział, że ludność i lokalne władze powinny zacząć przygotowania do możliwej zbrojnej inwazji, choć pozostaje to mało prawdopodobnym scenariuszem.

- **USA:** D.Trump ogłosił w mediach społecznościowych, że zrezygnuje z nałożenia ceł na towary importowane z ośmiu państw europejskich, które pierwotnie miały być formą retorsji za sprzeciw wobec amerykańskich planów dotyczących przejęcia Grenlandii. Decyzja ta została podjęta po spotkaniu z M.Rutte (sekretarz generalny NATO) w Davos. Podstawą tej decyzji jest nieujawniony jeszcze projekt przyszłej umowy dotyczącej Grenlandii. D.Trump nie ujawnił szczegółów porozumienia.
- **EU:** Komisja Handlu Parlamentu Europejskiego zdecydowała o odłożeniu w czasie (na czas nieokreślony) głosowania nad umową handlową UE-USA, co budzi obawy o to, czy umowa kiedykolwiek zostanie sfinalizowana.
- **EUR:** Przewodnicząca Komisji Europejskiej zapowiedziała „potężny europejski impuls inwestycyjny” na Grenlandii, który ma stanowić wsparcie dla jej gospodarki i infrastruktury. Drugim filarem strategii ma być pogłębienie współpracy obronnej dotyczącej wyspy. U.von der Leyen podkreśliła, że UE i USA są zgodne co do konieczności zapewnienia bezpieczeństwa w Arktyce.
- **EU:** Parlament Europejski poparł wniosek o skierowanie umowy z państwami Mercosuru do Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, aby sprawdzić zgodność porozumienia z unijnymi traktatami. Skierowanie wniosku do TSUE oznacza, że głosowanie w sprawie ratyfikacji umowy w PE zostanie opóźnione, prawdopodobnie o co najmniej kilka miesięcy.
- **USA:** Według doniesień Bloomberg’a Sędziowie Sądu Najwyższego USA wyrazili niepokój wobec działań Prezydenta USA zmierzających do zwolnienia członkini zarządu Fed L.Cook w związku z niepotwierdzonymi zarzutami o oszustwa hipoteczne, twierdząc, że może to podważyć niezależność Rezerwy Federalnej i wstrząsnąć rynkami. Zarówno liberalni, jak i konserwatywni sędziowie (w tym również nominat D.Trumpa) ostro zakwestionowali stanowisko Prokuratora Generalnego USA J.D.Sauera, który wezwał sąd do umożliwienia Prezydentowi USA tymczasowego usunięcia L.Cook z zarządu Fed, dopóki jej sprawa nie będzie rozpatrzona przez sąd.
- **EUR:** Ch.Lagarde (Prezesa EBC) powiedziała w radiu, że kolejna fala ceł nałożonych przez USA na import z państw UE miałaby jedynie niewielki wpływ na inflację w Europie. Jednocześnie ostrzegła, że duże kraje eksportowe, w tym Niemcy, ucierpiałyby bardziej niż inne. Dodała, że znacznie poważniejszy (niż bezpośrednie skutki ekonomiczne) jest wpływ zapowiedzi D.Trumpa na poziom niepewności. Na Światowym Forum Ekonomicznym nieoczekiwanie opuściła zamkniętą kolację, na którą zaproszeni byli wyłącznie wybrani goście, po tym jak amerykański sekretarz handlu H.Lutnick zaczął ostro krytykować Europę.

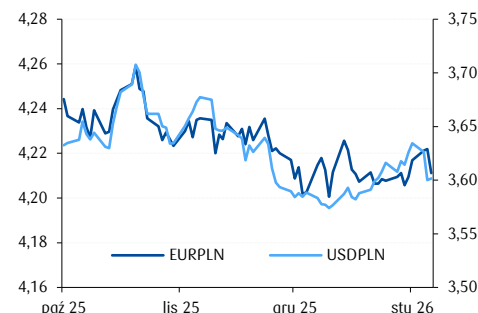
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej pozyskał w 2025 prawie 12,5 mld PLN z nowej puli bezzwrotnych środków z EBI w ramach Funduszu Modernizacyjnego - poinformowała prezes funduszu D.Zawadzka-Stępniać. W 2026 NFOŚiGW planuje przeznaczyć na wsparcie inwestycji ponad 37 mld PLN, z czego 85% na transformację energetyczną i ochronę klimatu.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty umocnił wobec euro w pobliżu 4,21 na EURPLN oraz pozostał stabilny wobec dolara utrzymując się w pobliżu 3,60 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX zyskał amerykański dolar co wywołało spadek kursu EURUSD w okolice 1,1680.
- Praktycznie pusty kalendarz makroekonomiczny w Polsce i na świecie nie sprzyjał zmienności na rynkach, a oczy inwestorów były zwrócone w kierunku Davos, gdzie trwa Światowe Forum Ekonomiczne. Pomimo że podczas przemówienia D. Trumpa padło wiele gorzkich słów pod adresem Europy i NATO, amerykański prezydent wykluczył przejęcie Grenlandii siłą, co w pewnym stopniu uspokoiło nastroje rynkowe. **Widoczna w ostatnich dniach wyprzedaż amerykańskich aktywów, w tym dolara została tym samym wyhamowana a ostatecznie doszło wręcz do ich umocnienia po tym, jak D. Trump ogłosił wypracowanie ram porozumienia dotyczącego Grenlandii oraz wycofał się z zapowiedzi nałożenia ceł na państwa, które wysłały wojska na jej terytorium.** Złoty, w stabilniejszym otoczeniu zewnętrznym, znalazł przestrzeń do nieznacznej aprecjacji, aczkolwiek bez wpływu na obowiązujące trendy na głównych parach z PLN.
- W czwartek GUS opublikuje szereg grudniowych danych z polskiej gospodarki jednak w przypadku braku istotnych zaskoczeń ze strony tych odczytów nie spodziewamy się wyraźnej reakcji złotego. Uwagę uczestników globalnych rynków przyciągnie natomiast publikacja rewizji PKB za 3q25 w USA oraz opóźnionych z powodu amerykańskiego lockdownu odczytów inflacji PCE za październik i listopad 2025. Biorąc jednak pod uwagę historyczny charakter tych danych, nie oczekujemy, aby ich publikacja wywołała mocną reakcję na dolarze. **W centrum zainteresowania rynków pozostaną zatem nowe doniesienia z Davos, w szczególności w kontekście Grenlandii, wojny w Ukrainie oraz tworzonej przez D. Trumpa Rady Pokoju.** Wciąż napięta sytuacja geopolityczna będzie więc - w naszej ocenie - powstrzymywać złotego przed dalszą aprecjacją, a kurs EURPLN przed trwałym spadkiem poniżej 4,21.
- Na środowej sesji rentowności polskich SPW poruszały się w przedziale - 2/+2 pb. W segmencie 10-letnim rentowność amerykańskich Treasuries spadła o 4 pb do 4,25%, a rentowność niemieckich Bundów wzrosła o 2 pb do 2,88%.
- Po wydatnym wzroście zmienności i silnych spadkach na rynkach akcji we wtorek, w środę nastroje inwestorów giełdowych uległy poprawie. Nie zahamowało to jednak napływu kapitału do najbezpieczniejszych segmentów rynku długu. **W segmencie 2-letnim rentowności SPW i stopy swapowe IRS, po raz kolejny spadały, odnotowując w trakcie sesji nowe minima w okolicach odpowiednio 3,51% dla SPW oraz 3,50% dla IRS.** W przeciwieństwie do poprzedniej sesji, przy utrzymującym się niskim apetycie na ryzyko i pustym kalendarium makroekonomicznym, ustabilizował się również popyt na długim końcu krajowej krzywej dochodowości.
- O poprawie sentymentu po wcześniejszych, wydatnych wzrostach rentowności można było mówić na rynku amerykańskim. Wybiecie rentowności 10-letnich Treasuries powyżej kanału 4,10-4,20% zaczęło nabierać bardziej trwałego charakteru, jednak środowe wystąpienie prezydenta D. Trumpa w Davos i późniejsze doniesienia o osiągnięciu porozumienia w sprawie Grenlandii przyniosły impuls do korekty tego ruchu. **Po rekordowych ruchach w górę rentowności japońskich obligacji skarbowych (JGB) w środę również obserwowano ich korekcyjne spadki.**
- Zakładamy, że stabilizacja sentymentu rynkowego ma szansę utrzymać się również podczas czwartkowej sesji. W szczególności na rynku polskim i amerykańskim przebieg notowań w większym stopniu zdeterminuje bogaty kalendarz makroekonomiczny, obejmujący dane o dynamice płac w Polsce oraz inflację PCE w USA.

Waluty



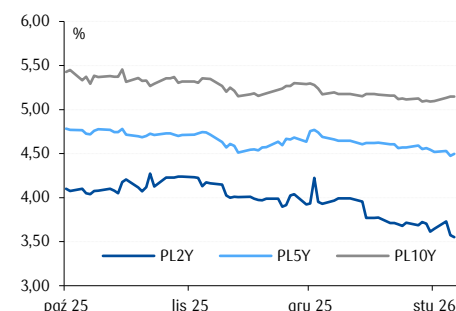
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



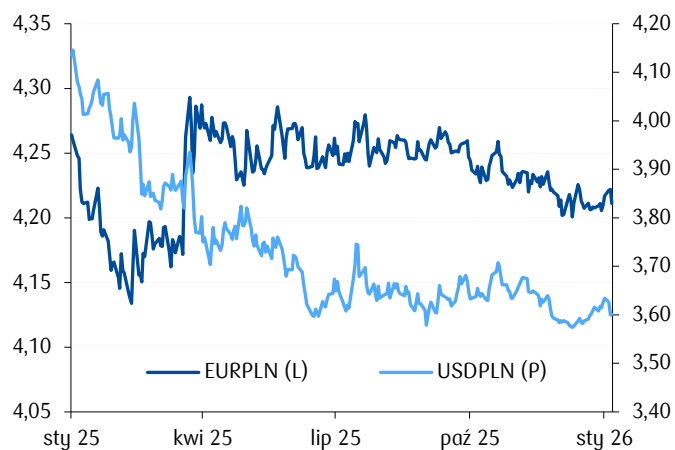
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

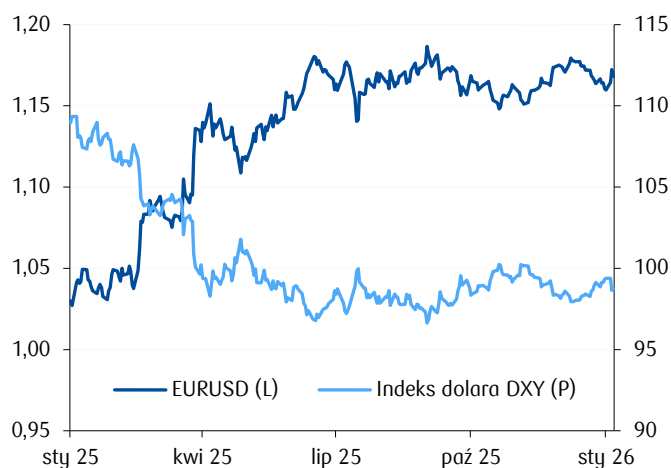
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

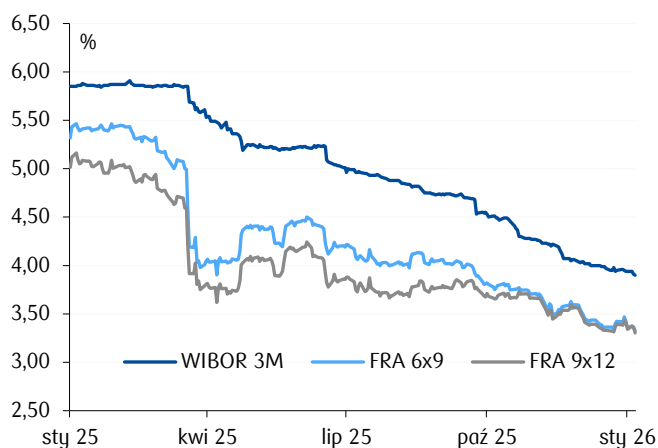
PLN vs główne waluty



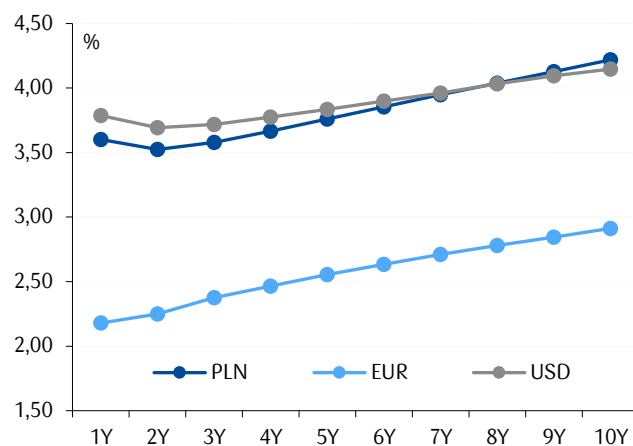
Notowania USD



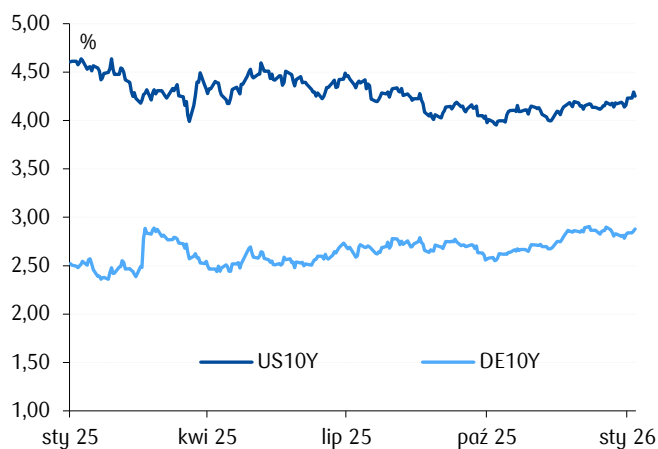
Krótkoterminowe stopy procentowe



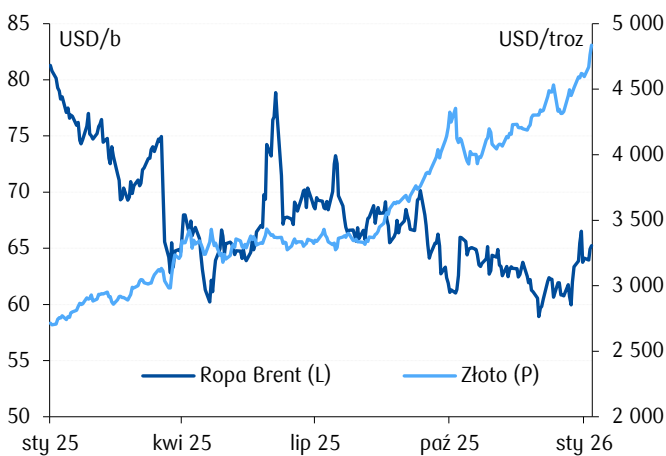
Krzywe IRS



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	%	4,00	4,00	4,00	--
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.