

J.Powell patrzy z optymizmem na amerykańską gospodarkę

- W środę nastroje na globalnych rynkach akcji były neutralne, natomiast na plus ponownie wyróżniała się GPW, gdzie indeks WIG poprawił swoje historyczne maksima. **Amerykańska waluta zyskała przestrzeń do korekcyjnego umocnienia, wsparta wypowiedzią Sekretarza Skarbu USA S.Bessenta, że Stany Zjednoczone preferują silnego dolara, co przełożyło się na nieznaczne osłabienie złotego.** Neutralny przekaz FOMC nie wywołał istotnych zmian w rentownościach UST, natomiast rentowności SPW zmieniły się w zakresie +1/+3 pb. W czwartek zakładamy relatywnie spokojną sesję co powinno sprzyjać stabilizacji zarówno notowań złotego, jak i rentowności SPW w pobliżu obecnych poziomów.
- Dzień rozpoczniemy od poznania decyzji szwedzkiego Riksbanku, w przypadku którego oczekujemy utrzymania stóp procentowych na niezmienionym poziomie** zarówno dziś, jak i w średnim okresie. Inflacja w Szwecji od listopada utrzymuje się w pobliżu celu inflacyjnego (2%), a perspektywy gospodarcze ulegają stopniowej poprawie.
- W Europie opublikowane zostaną wskaźniki koniunktury za styczeń.** Przewidywany jest dalszy wzrost wskaźnika ESI zarówno dla strefy euro, jak i dla Polski. Wstępne dane o koniunkturze konsumenckiej w styczniu wskazały na istotną poprawę, a dziś poznamy jej zrewidowany odczyt.
- Z USA napłyną dane o bilansie handlowym za listopad, gdzie według prognoz deficyt nieznacznie się pogłębił do około 45 mld USD z 29 mld USD w październiku. Dodatkowo opublikowane zostaną zamówienia fabryczne za listopad, wobec których oczekuje się wzrostu o 0,5% m/m, co wpisuje się w trwający trend ożywienia produkcji przemysłowej.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

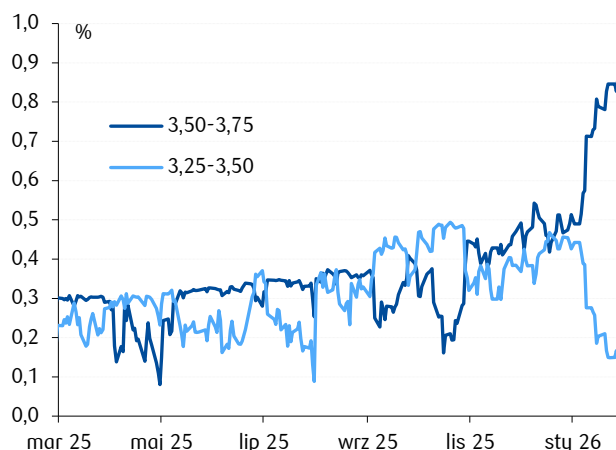
	Wartość 2026-01-28	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	125 562	0,7
STOXX Europe 600	609	-0,8
S&P500	6 978	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,20	0,1
USDPLN	3,52	0,9
CHFPLN	4,52	0,0
EURUSD	1,20	-0,7
Obligacje:		
PL2Y	3,60	2
PL5Y	4,46	3
PL10Y	5,10	-1
DE10Y	2,85	-2
US10Y	4,25	3
Surowce:		
Ropa Brent	68	1,2
Złoto	5399	4,1

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

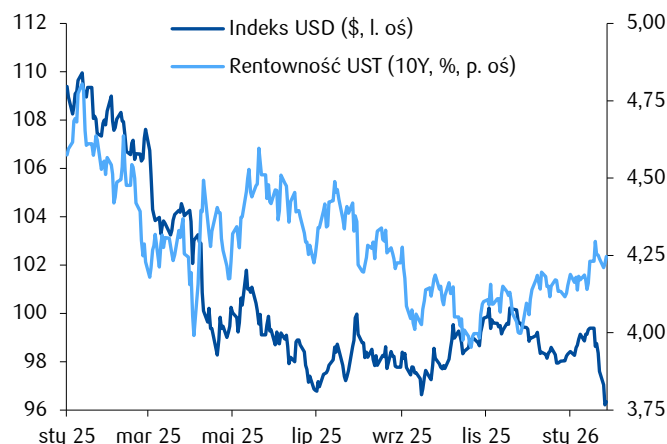
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- USA:** Rezerwa Federalna, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopę *Fed funds* bez zmian w przedziale 3,50-3,75%. Decyzja nie była jednomyślna, a rozważani na stanowisko nowego szefa Fed S.Miran i Ch.Waller głosowali za obniżką stóp o 25pb. W komunikacie po posiedzeniu napisano, że dostępne dane sugerują, iż aktywność gospodarcza rozwija się w solidnym tempie, wzrost zatrudnienia utrzymuje się na niskim poziomie, a stopa bezrobocia

W 2026 rynki przestały wierzyć w obniżkę stóp na marcowym posiedzeniu FOMC



W ostatnich dniach dolar mocno się osłabił pomimo lekkiego wzrostu rentowności UST



Źródło: FedWatch, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

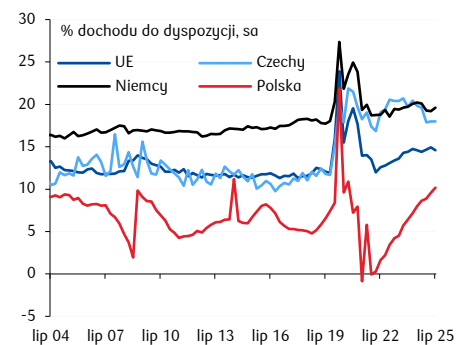
wykazuje pewne oznaki stabilizacji, podczas gdy inflacja pozostaje nieco podwyższona. **Względem komunikatu po posiedzeniu w grudniu widoczny jest pewien wzrost optymizmu w ocenach sytuacji gospodarczej** – poprzednio wzrost aktywności był oceniany jako umiarkowany, odnotowano spowolnienie dynamiki zatrudnienia i wzrost bezrobocia. W komunikacie powtórzono zapewnienie, że kolejne decyzje będą uzależnione od napływających danych. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC J.Powell powiedział, że **przy gospodarce rosnącej w solidnym tempie oraz stabilizującym się w ostatnich miesiącach rynku pracy stopy procentowe nie wydają się znajdować na poziomie „znaczco restrykcyjnym”**. Prezes J.Powell zasugerował, że stopa *Fed funds* znajduje się obecnie przy górnej granicy przedziału rozsądnych szacunków stopy neutralnej. Przewodniczący wskazywał, że nikt w Fed nie zakłada obecnie, że następnym krokiem będzie podwyżka stóp procentowych, jednak ostatecznie Komitet „zrobi to co uważa za słuszne”. **Prezes Fed podkreślił, że gospodarka po raz kolejny zaskoczyła swoją siłą, inflacja zachowuje się mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami, a dane z rynku pracy wskazują na oznaki stabilizacji**. W jego ocenie nadal istnieje pewne napięcie między zatrudnieniem a inflacją, ale jest ono mniejsze niż było. Jego zdaniem zarówno ryzyko dla wzrostu PKB, jak i spadku inflacji prawdopodobnie nieco się zmniejszyło. J.Powell zauważył, że dezinflacja postępuje we wszystkich kategoriach usług, co jest dobrym trendem. Ponadto w 2026 spodziewa się, że skutki wpływu cł na ceny towarów osiągną szczyt, a następnie zaczną spadać (przy założeniu, że nie będzie żadnych nowych, dużych podwyżek cł). Potwierdzenie tego zjawiska, będzie sygnałem, że można dalej luzować politykę monetarną. Podczas konferencji prasowej prezes Fed odmówił komentarza na temat śledztwa w sprawie remontu siedziby banku centralnego, jednak podkreślał znaczenie niezależności banku centralnego. J.Powell bronił również swojej decyzji o udziale w rozprawie przed Sądem Najwyższym dotyczącej próby zwolnienia L.Cook, oceniając że jest to być może najważniejsza sprawa prawna w 113-letniej historii Fed.

- **EUR: F.Villeroy de Galhau** (EBC, Bank Francji) wskazał, że umocnienie euro i jego potencjalny wpływ dezinflacyjny będzie jednym z kluczowych czynników branych pod uwagę przy decyzjach EBC dotyczących stóp procentowych w najbliższych miesiącach. **G.Simkus** (EBC, Bank Litwy) ocenił, że obecne nastawienie EBC jest adekwatne do sytuacji makroekonomicznej, a umocnienie euro nie będzie decydować o kierunku polityki monetarnej.
- **EUR: W 3q25 stopa oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro spadła do 15,1% (sa) z 15,4% w 2q25.** Mimo tego spadku, poziom oszczędności w Europie jest jednym z najwyższych na przestrzeni ostatnich dwóch dekad (z pominięciem wahanń w pandemii). Wysoka stopa oszczędności była skutkiem podwyżek stóp procentowych przeprowadzonych w latach 2022–2023. Obecnie, wraz z obniżkami stóp procentowych, obserwuje się stabilizację tego wskaźnika. Zmniejszenie stopy oszczędności będzie sprzyjać wzrostowi bieżącej konsumpcji, co z kolei przyczyni się do zwiększenia popytu w gospodarce.
- **GER: W opublikowanej w środę prognozie gospodarczej Federalne Ministerstwo Gospodarki oczekuje, że niemiecki PKB wzrośnie w tym roku realnie o 1%, wobec prognozy z października wynoszącej 1,3%.** Na 2027 resort prognozuje wzrost o 1,3%, o 0,1pp poniżej prognozy z października. Rewizja prognoz odzwierciedla obawy, że rządowy plan inwestycyjny może nie wystarczyć do przywrócenia solidnego wzrostu w niemieckiej gospodarce.

WYDARZENIA KRAJOWE:

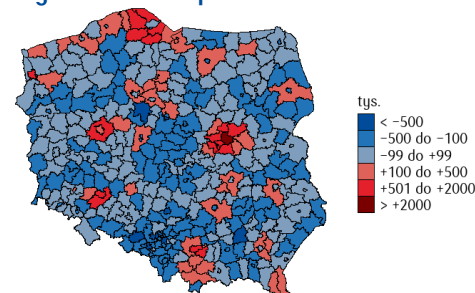
- **POL: W sierpniu 2025 liczba osób pracujących w gospodarce narodowej wyniosła 15,04 mln, co oznacza spadek o 0,2% r/r oraz o 0,3% m/m.** Dynamika zatrudnienia wykazuje istotne zróżnicowanie geograficzne. Największe spadki odnotowano w małych miastach powiatowych. W okresie od stycznia do sierpnia 2025 największy spadek liczby pracujących wystąpił w Katowicach (o 1 tys. osób). Z kolei wzrosty zatrudnienia zaobserwowano w innych dużych miastach: Warszawa odnotowała wzrost o 5 tys., Kraków o 1,5 tys., a Gdańsk

Stopa oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Zmiana liczby pracujących między styczniem a sierpniem 2025



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

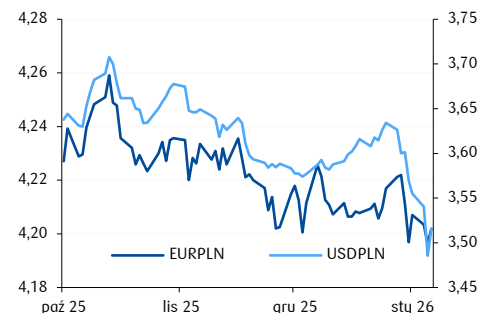
o 1 tys. Dane te potwierdzają utrzymujący się trend migracji z mniejszych ośrodków miejskich do większych aglomeracji, w których występuje większy popyt na pracę. Liczba pracujących spadła w 67% powiatów.

- **POL:** **K.Pełczyńska-Nałęcz (MFiPR) poinformowała, że większość reform prawnych związanych z KPO zostanie zrealizowana terminowo.** Głównym ryzykiem pozostaje potencjalne weto prezydenta wobec ustaw warunkujących wypłatę środków. Dotychczas z KPO wypłacono blisko 40 mld PLN, a łączna kwota dla Polski wynosi około 232 mld PLN, z czego znacząca część ma zostać zainwestowana w 2026.
- **POL:** **A.Soboń (członek zarządu NBP) podkreślił, że złoto pełni kluczową rolę jako długoterminowe zabezpieczenie przed ryzykiem geopolitycznymi, wzmacniając stabilność finansową i wiarygodność Polski na arenie międzynarodowej. Są to główne powody decyzji o zwiększeniu rezerw złota do 700 ton. A.Soboń zaznaczył również, że wewnątrz banku toczą się dyskusje na temat potencjalnej dywersyfikacji rezerw walutowych poprzez włączenie srebra, jednak żadne ostateczne decyzje w tej sprawie nie zostały jeszcze podjęte. W odniesieniu do polityki pieniężnej wskazuje na istnienie przestrzeni do ich dalszych obniżek, ale podkreśla, że decyzje będą podejmowane elastycznie, z miesiąca na miesiąc.**

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty osłabił się nieznacznie wobec euro i dolara, zbliżając się odpowiednio do poziomów 4,2050 na EURPLN oraz 3,5150 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX nieco mocniejszy dolar wywołał spadek kursu EURUSD w okolice 1,1950.
- Katalizatorem umocnienia dolara była wypowiedź amerykańskiego Sekretarza Skarbu S.Bessenta, który stwierdził, że Stany Zjednoczone preferują silnego dolara, jednocześnie zaprzeczając, jakoby USA interweniowały na rynku FX w celu wsparcia japońskiego jena. Rynkowym wydarzeniem dnia było posiedzenie FOMC, które nie przyniosło ani zmian w poziomie stóp procentowych, ani odpowiedzi na pytanie kiedy ponownie zostanie obniżony koszt pieniądza. Podkreślenie przez Komitet, że aktywność gospodarcza rozwija się w solidnym tempie, inflacja pozostaje nieco podwyższona, a stopa bezrobocia wykazuje pewne oznaki stabilizacji, dało dodatkowe wsparcie mocno przecenionemu wcześniej dolarowi. **Złoty – przy braku nowych impulsów z krajowej gospodarki – poruszał się w rytm globalnego trendu dolara, którego korekcyjne umocnienie wyhamowało aprecjację koszyka walut rynków wschodzących, do którego zaliczana jest polska waluta.**
- Czwartkowy zestaw danych makroekonomicznych zarówno ze strefy euro (styczniowe indeksy nastrojów), jak i z USA (tygodniowe dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych oraz bilans handlu zagranicznego za listopad 2025), przy braku istotnych zaskoczeń, nie powinien wyraziście wpłynąć na notowania EURUSD. Sesja powinna więc przebiegać relatywnie spokojnie w porównaniu z burzliwym początkiem tygodnia, choć potencjalnym źródłem zmienności mogłoby być ogłoszenie przez D. Trumpa nominacji na nowego prezesa Fed. **Zakładamy, że horyzoncie czwartkowej sesji kurs EURPLN utrzyma się powyżej 4,20, przy jednoczesnym możliwym podejściu kursu USDPLN w okolice 3,53.**
- Na śródownej sesji rentowności polskich SPW zmieniły się o -1/+3 pb. Na rynkach bazowych dochodowości obligacji Niemiec spadły o -3/-2 pb, natomiast w USA wzrosły o +1/+3 pb.
- W kraju wydarzeniem dnia była aukcja regularna obligacji, na której Ministerstwo Finansów sprzedało w obu jej częściach papiery za ponad 14 mld zł. Aukcja zaabsorbowała znaczną część płynności inwestorów, co przy utrzymujących się wycenach skali tegorocznych obniżek stóp NBP przełożyło się na niewielkie odbicie rentowności SPW na rynku wtórnym. Nie zmieniło to jednak ogólnego obrazu rynku, gdzie **rentowności obligacji 2- i 5-letnich pozostają w pobliżu wieloletnich minimów, natomiast 10-letnich zbliżyły się do minimów z września 2025.** Na rynkach bazowych głównym wydarzeniem było pierwsze w tym roku posiedzenie FOMC, po którym zgodnie z oczekiwaniami stopy Fed pozostały bez zmian. Prezes J. Powell wskazał na szerokie poparcie dla decyzji, zwrócił uwagę na stabilizację rynku pracy oraz przejściowy charakter podwyższonej inflacji wynikającej z dotychczasowych cel. Jak wskazał przejściowy charakter inflacji, może w przyszłości stanowić argument za dalszym luzowaniem polityki pieniężnej. **Wymowa posiedzenia nie zmieniła oczekiwań rynkowych, wyceny tegorocznych obniżek stóp Fed pozostały na poziomie ok. 47 pb, podobnie jak termin pierwszej w br. obniżki, nadal wskazywany jest na lipiec.** Pomimo niewielkich wzrostów rentowności UST obraz ich trendów nie zmienił się, a obligacje 2- i 10-letnie notowane są nieco poniżej istotnych oporów technicznych, usytuowanych odpowiednio na 3,63% oraz 4,28%.
- Czwartkowe kalendarium makro nie zawiera kluczowych dla polityki pieniężnej danych, a w otoczeniu nie widać nowych, innych czynników, które mogłyby wpływać na rynki FI. Z tego też względu **niewielkie zmiany rentowności zarówno krajowych SPW jak i tych z rynków głównych są naszym scenariuszem bazowym dla dzisiejszej sesji.**

Waluty



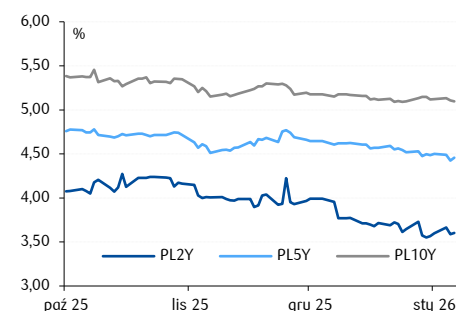
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



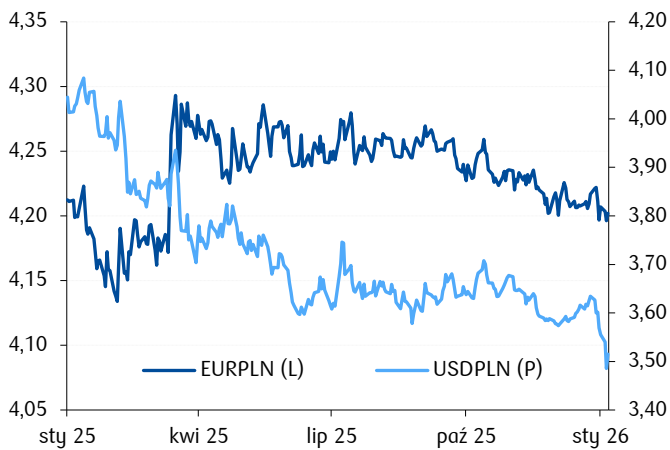
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

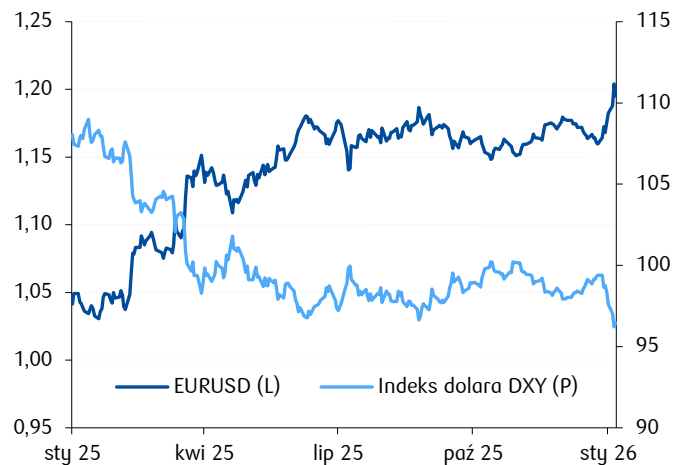
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

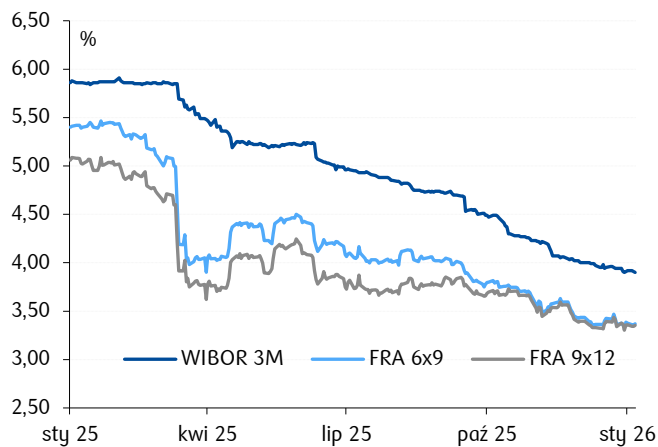
PLN vs główne waluty



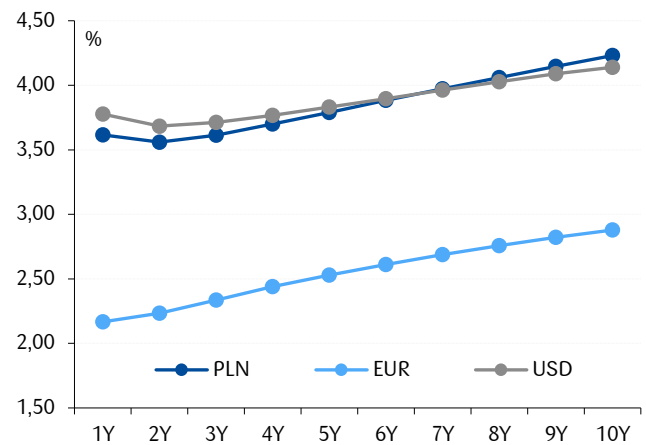
Notowania USD



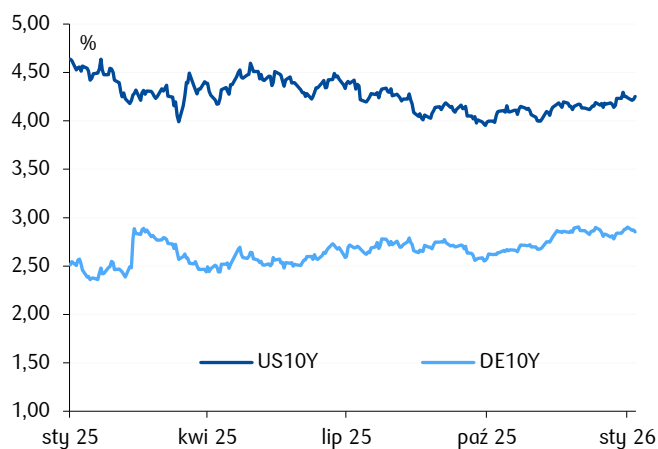
Krótkoterminowe stopy procentowe



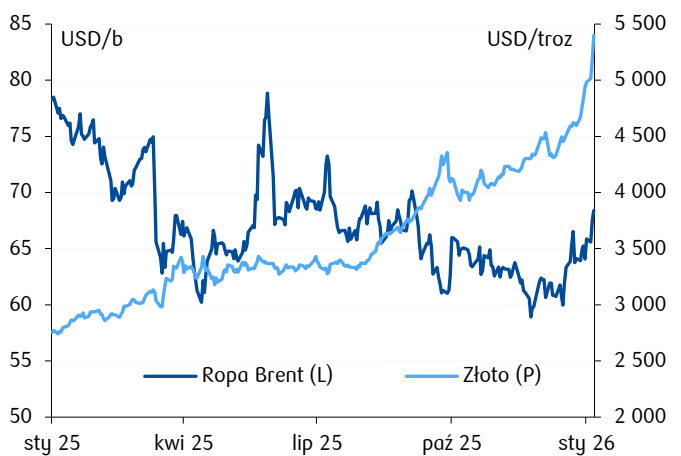
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 23 stycznia						
JPN: Posiedzenie BoJ	--	%	0,75	0,75	0,75	0,75
GER: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	09:30	pkt.	47	47,7	--	48,7
EUR: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	10:00	pkt.	48,8	49,2	--	49,4
EUR: PMI w usługach (sty., wst.)	10:00	pkt.	52,4	52,6	--	51,9
USA: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	15:45	pkt.	51,8	52	--	51,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., rew.)	16:00	pkt.	52,9	54	--	56,4
Poniedziałek, 26 stycznia						
POL: Sprzedaż detaliczna (gru.)	10:00	% r/r	3,1	5,2	5,2	5,3
GER: Indeks Ifo (sty.)	10:00	pkt.	87,6	88,0	--	87,6
POL: Podaż pieniądza M3 (gru.)	14:00	% r/r	10,6	10,4	10,4	10,4
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lis., wst.)	14:30	% m/m	-2,1	3,0	--	5,3
Wtorek, 27 stycznia						
POL: Stopa bezrobocia (gru.)	10:00	%	5,6	5,7	5,7	5,7
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: Ceny nieruchomości (lis.)	15:00	% r/r	1,31	1,2	--	1,4
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty.)	16:00	pkt.	94,2	90,0	--	84,5
ROM: Podaż pieniądza M2 (gru.)	--	% r/r	6,6	--	--	7,2
Środa, 28 stycznia						
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75
Czwartek, 29 stycznia						
HUN: Saldo handlowe (gru.)	8:30	mIn EUR	-121	62	--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru.)	10:00	% r/r	3,0	3,0	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty.)	11:00	pkt.	96,7	96,9	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sty., rew.)	11:00	pkt.	-13,1	-12,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	200	--	--	--
USA: Bilans handlowy (lis.)	14:30	mld USD	-29,4	-45	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lis.)	16:00	% m/m	-1,3	0,5	--	--
Piątek, 30 stycznia						
ROM: Stopa bezrobocia (gru.)	8:00	%	6,0	--	--	--
HUN: Wzrost PKB (4q)	8:30	% r/r	0,6	1,0	1,1	--
CZE: Wzrost PKB (4q)	9:00	% r/r	2,8	2,3	2,6	--
GER: Stopa bezrobocia (sty.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
POL: Wzrost PKB (2025)	--	% r/r	3,0	3,6	3,5	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (gru.)	10:00	% r/r	3,3	--	--	--
GER: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	0,3	0,5	--	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	1,4	1,2	--	--
GER: Inflacja CPI (sty., wst.)	14:00	% r/r	1,8	2,0	--	--
GER: Inflacja HICP (sty., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,1	--	--
USA: Inflacja PPI (gru.)	14:30	% r/r	3,0	--	--	--

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](https://twitter.com/PKO_Research)



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

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.