

Powrót do obniżek stóp?

- **Wtorek był bardzo mocnym dniem dla polskiej giełdy. WIG wzrósł o blisko 2%, wybijając się na nowy szczyt i wyraźnie pozytywnie wyróżniał się na tle rynków europejskich.** Po początkowych wzrostach **sentiment giełdowy odwrócił się natomiast na rynku amerykańskim, gdzie indeks S&P 500 ostatecznie stracił 0,8%.** Indeks dolara nieznacznie się obniżył, a złoty pozostawał stabilny wobec euro w rejonie 4,22 i umocnił się lekko względem dolara do ok. 3,57. Rentowności na krajowym rynku długu nieco się obniżyły na większości tenorów przed posiedzeniem RPP. Wzrosty rentowności na rynku amerykańskim, napędzane danymi makroekonomicznymi, zostały natomiast zahamowane pogorszeniem sentymentu na rynku akcji. **Po rekordowych spadkach złoto odreagowało, rosnąc o prawie 6%, podczas gdy napięcia geopolityczne podbiły ceny ropy. W środę kluczowym wydarzeniem na rynku krajowym będzie decyzja RPP, która w przypadku obniżki stopy referencyjnej sprzyjać będzie dalszemu spadkowi rentowności SPW.**
- **Dzisiejsze wstępne dane o inflacji ze strefy euro powinny wg konsensusu pokazać spadek HICP w styczniu do 1,7% r/r z 1,9% r/r w grudniu, przy obniżeniu presji w kategoriach bazowych (kons.: 2,2% r/r wobec 2,3% r/r w grudniu).** W USA, z uwagi na wstrzymanie piątkowej publikacji raportu o rynku pracy za styczeń, **większą niż zwykle uwagę przyciągną dane o zatrudnieniu w sektorze prywatnym wg ADP** – konsensus zakłada jego niewielki wzrost. W tle znajdują się dane o koniunkturze w usługach z największych gospodarek (w tym ISM z USA i PMI ze strefy euro).
- **W Polsce najistotniejsze będzie posiedzenie RPP, na którym Rada wg nas może obniżyć stopy o 25pb.** Niepewność jest jednak duża, a prognozy ekonomistów ankietowanych przez „Parkiet” są równo podzielone pomiędzy obniżką i stabilizacją stóp. My, po sugestii Prezesa A.Głapińskiego po ostatnim posiedzeniu, widzimy nieco większą szansę na redukcję. Przekazane Radzie prognozy NBP najpewniej pokażą silny spadek inflacji w styczniu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 **@PKO_Research**

centrumanaliz.pkobp.pl

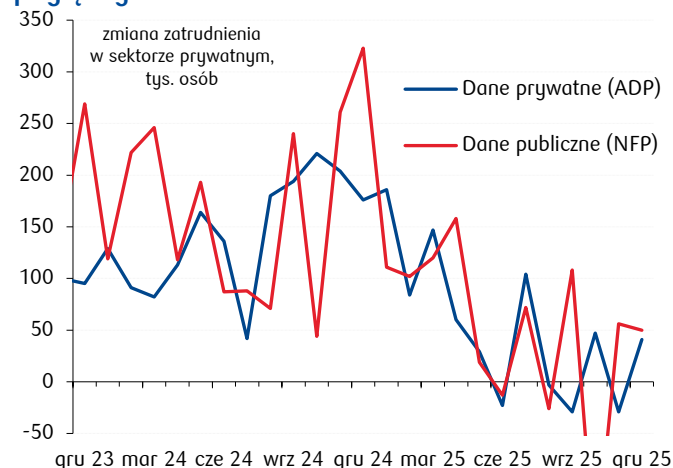
	Wartość 2026-02-03	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	127 480	1,9
STOXX Europe 600	618	0,1
S&P500	6 918	-0,8
Waluty:		
EURPLN	4,22	0,1
USDPLN	3,57	-0,2
CHFPLN	4,52	0,0
EURUSD	1,18	0,2
Obligacje:		
PL2Y	3,63	8
PL5Y	4,41	-4
PL10Y	5,07	-3
DE10Y	2,89	2
US10Y	4,27	0
Surowce:		
Ropa Brent	67	1,6
Złoto	4939	5,9

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

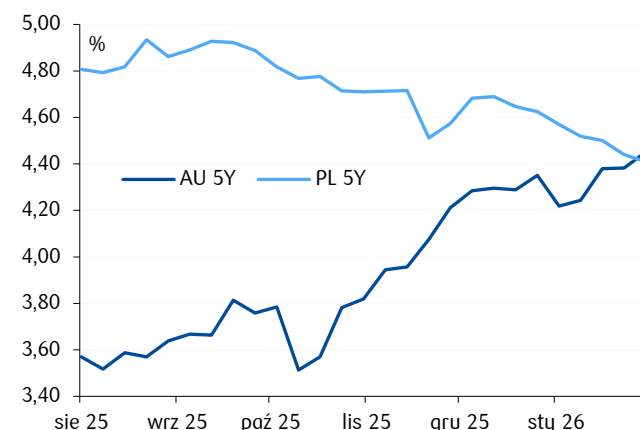
- **USA: T.Barkin (Richmond Fed z prawem głosu w FOMC) powiedział, że ubiegłoroczne obniżki stóp procentowych pomogły wzmocnić rynek pracy,**

Wzrost zatrudnienia w USA ostatnio słabł – konsensus zakłada, że w styczniu negatywne tendencje się nie pogłębiły



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Bank Rezerw Australii (RBA) po cyklu obniżek podniósł we wtorek stopę referencyjną – rentowności australijskich obligacji rosną



a teraz decydenci koncentrują się na sprowadzeniu inflacji z powrotem do celu banku centralnego. T.Barkin dodał, że perspektywy gospodarcze się poprawiają, bo maleje niepewność, ale inflacja nadal utrzymuje się powyżej celu Fed. Zwrócił jednak uwagę, że popyt konsumencki utrudnia firmom przeliczanie wyższych kosztów na klientów i ogranicza presję inflacyjną. **S.Miran (zarząd Fed)** powiedział, że brak silnej presji cenowej w gospodarce oznacza, iż stopy procentowe – które określił jako restrykcyjne – powinny zostać ponownie obniżone jeszcze w tym roku nawet o nieco ponad 100pb. S.Miran ustąpił ze stanowiska Przewodniczącego Rady Doradców Ekonomicznych przy Prezydencie USA. Od września 2025, kiedy został członkiem Zarządu Fed, przebywał oficjalnie na urlopie.

- **USA:** Zakończyło się trwające od soboty częściowe zamknięcie rządu. Prezydent D.Trump podpisał pakiet ustaw przegłosowanych wcześniej przez Izbę Reprezentantów wartych 1,2 bln USD. Pakiet został przyjęty w Izbie przy poparciu polityków obu partii (stosunkiem 217-214 głosów) i zapewnia całoroczny budżet dla Pentagonu oraz resortów transportu, mieszkalnictwa, zdrowia, edukacji i pracy. Z kolei finansowanie dla Ministerstwa Bezpieczeństwa Krajowego (DHS) nadzorującego służbę migracyjną ICE zostało przedłużone o dwa tygodnie, by umożliwić wynegocjowanie zmian żądanych przez Demokratów (m.in. zakaz patrolowania ulic i wchodzenia do domów bez nakazów sądowych). *Shutdown* miał ograniczone skutki gospodarcze (trwał tylko dwa dni robocze), ale był istotny dla rynków i ekonomistów – skutkowało przełożeniem terminów publikacji raportu z rynku pracy (oryginalny termin publikacji: piątek) i raportu JOLTS (oryginalny termin: wtorek). Biuro Statystyki Pracy (BLS) nie podało jeszcze informacji o nowych terminach publikacji.
- **FRA:** Inflacja HICP spadła do 0,4% r/r (wobec konsensusu 0,6% r/r vs 0,7% r/r w grudniu). Ten najniższy od ponad pięciu lat poziom inflacji został osiągnięty m.in. za sprawą redukcji cen energii przy spowolnieniu wzrostu cen usług (do poniżej 2% r/r). Francja jest wyjątkiem na tle strefy euro, gdzie inflacja w ujęciu r/r jest bliżej 2% (np. Niemcy 2,1%, Hiszpania 2,4%), a szef francuskiego banku centralnego (F.Villeroy de Galhau) już kilkakrotnie zwracał uwagę, że ryzyko spadku cen w Europie są co najmniej tak samo istotne jak ryzyko wzrostu inflacji.

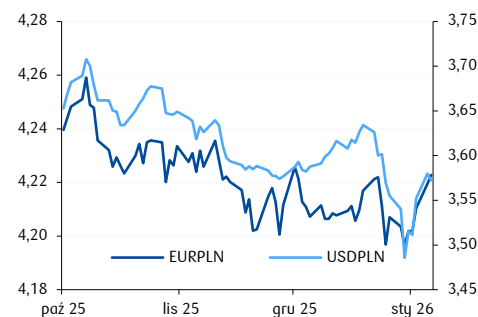
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** We [wnioskach](#) z konsultacji w ramach Artykułu IV Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenił, że Polska utrzymała szybkie tempo wzrostu gospodarczego, choć częściowo kosztem gwałtownego wzrostu nierównowag fiskalnych. W najbliższym okresie wzrost gospodarczy pozostanie solidny, wspierany przez znaczące wypłaty środków z UE oraz niedawne złagodzenie polityki pieniężnej. Priorytetami polityki gospodarczej powinny być ograniczenie deficytu fiskalnego w celu stabilizacji długu publicznego oraz wspieranie innowacyjności, aby utrzymać wysokie tempo wzrostu produktywności. MFW zwrócił uwagę, że w 2025 deficyt fiskalny i dług publiczny najpewniej wzrosły do odpowiednio 7% i 59% PKB, a poziom deficytu w Polsce jest drugim najwyższym w Europie, mimo że luka popytowa jest w dużej mierze domknięta. Fundusz ocenił, że wzrost deficytu fiskalnego od 2021 wynika wyłącznie ze znacznego zwiększenia wydatków, które są obecnie na poziomie zawansowanych gospodarek europejskich, podczas gdy poziom dochodów pozostaje bliższy obserwowanemu w Europie Środkowo-Wschodniej. Zdaniem MFW, przy obecnej polityce dług wzrośnie znacząco powyżej unijnego progu 60% PKB, w 2031 osiągając 78% PKB. Fundusz rekomenduje skumulowane dostosowanie fiskalne o łącznej wartości 4% PKB, aby odwrócić ten trend. Struktura konsolidacji zależy od preferencji społecznych - Polska musi albo zwiększyć dochody, albo wrócić do bardziej „szczupłego” sektora publicznego z bardziej efektywnymi i ukierunkowanymi wydatkami. Diagnozy i rekomendacje fiskalne MFW są zbieżne z wnioskami z naszego Makro Focusa: [Przedwiośnie konsolidacji fiskalnej](#).

KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty był stabilny do euro i umocnił się nieco względem dolara, kurs EURPLN pozostał ok. 4,22, a USDPLN zniżkował do 3,57. Na rynkach bazowych kurs EURUSD wzrósł do 1,1810.
- **Puste kalendarium makro nie sprzyjało większej zmienności na rynku FX.** Krajową walutę wspierały dobre nastroje na GPW, gdzie indeksy WIG i WIG20 zbliżyły się do historycznych maksimów. Z drugiej strony spadki indeksów giełdowych z USA oraz głównych z Europy hamowały aprecjację PLN. W otoczeniu geopolitycznym niewiele się zmieniło. Rozmowy przedstawicieli USA i Iranu mają odbyć się 6 lutego, a kolejna runda trójstronnych rozmów pokojowych dotyczących wojny Rosji z Ukrainą zaplanowana jest na 4-5 lutego. Stabilizacji złotego sprzyjało także wyczekiwanie inwestorów na wynik lutowego posiedzenia RPP, gdzie analitycy są w swoich opiniach co do decyzji Rady mocno podzieleni. W obrazie trendów głównych par z PLN nie zaszły istotne zmiany. **Kurs EURPLN pozostał w obrębie lokalnej konsolidacji (4,20-4,23), a USDPLN utrzymywał się w górnych partiach istotnej, w krótkim terminie, strefy technicznych oporów. W okolicy ważnych wsparć (1,1770-1,1810) znajdował się kurs EURUSD, a próby odreagowania od tych poziomów nie były na tyle duże, aby wyciągać z nich daleko idące wnioski.**
- **Nie zakładamy, że widoczna na przestrzeni ostatnich miesięcy odporność złotego na decyzje RPP ulegnie w środę zmianie. Uważamy, że większy wpływ na złotego będą mieć trendy z rynków bazowych oraz globalne nastroje, a te mogą kształtować odczyty makro z głównych gospodarek, w tym głównie z USA (PMI i ISM dla usług, raport ADP). W naszej opinii w środę kurs EURPLN utrzyma się w lokalnym trendzie bocznym (4,20-4,23) bliżej jego górnego ograniczenia, a USDPLN pozostanie uzależniony od zachowania dolara, gdzie trwałość jego ostatniego umocnienia najprawdopodobniej rozstrzygnie się w perspektywie najbliższych dni.**
- We wtorek rentowności polskich obligacji skarbowych poruszały się w przedziale -4/+8pb. W segmencie 10-letnim rentowność SPW spadła o 3pb do 5,07%, rentowność amerykańskich Treasuries pozostała bez zmian na 4,27%, natomiast rentowność niemieckich Bundów wzrosła o 2pb do 2,89%.
- Przy braku dopływu istotnych danych makroekonomicznych wtorkową sesję na rynku krajowym zdominowało oczekiwanie na śródową decyzję RPP. W ocenie rynku wynik posiedzenia pozostaje otwarty. **Spadki rentowności widoczne zarówno w segmencie SPW, jak i na rynku IRS sugerują pozycjonowanie uczestników rynku na dalszy ruch w dół, któremu sprzyjałoby ewentualne obniżenie stopy referencyjnej przez RPP do poziomu 3,75%. We wtorek pojawiły się również wskazania cenowe dla oczekiwanej emisji Ministerstwa Finansów na rynku japońskim. Dla czterech transz - 3-, 5-, 10- i 20-letniej - mieszczą się one w przedziale od mid-swap +50pb do +105pb. Na rynku niemieckim we wtorek kontynuowany był wzrost rentowności, będący konsekwencją silnych danych makroekonomicznych opublikowanych w poniedziałek. Analogiczny ruch wzrostowy rentowności na rynku amerykańskim został pod koniec sesji zahamowany w wyniku załamania sentymentu na rynku akcji. Pomimo geograficznego dystansu na uwagę zasługuje również wtorkowa decyzja Banku Rezerw Australii (RBA) o podniesieniu stopy referencyjnej z 3,6% do 3,85% pod wpływem utrzymującej się presji inflacyjnej, zaledwie kilka miesięcy po zakończeniu cyklu obniżek. Decyzja ta wyniosła rentowności australijskich obligacji skarbowych na nowe maksima w trwającym od października trendzie wzrostowym.**
- Kluczowym wydarzeniem dla rynku polskiego w środę będzie decyzja RPP. Ewentualne obniżenie stopy referencyjnej sprzyjałoby dalszemu spadkowi rentowności obligacji na rynku krajowym. W przeciwnym scenariuszu oczekujemy kontynuacji trendu bocznego.

Waluty



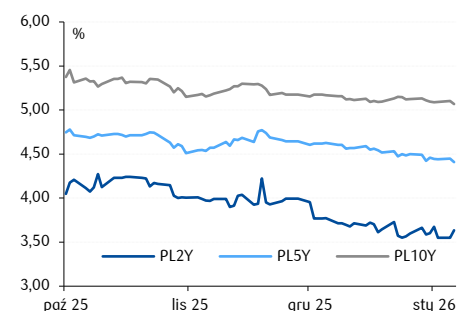
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



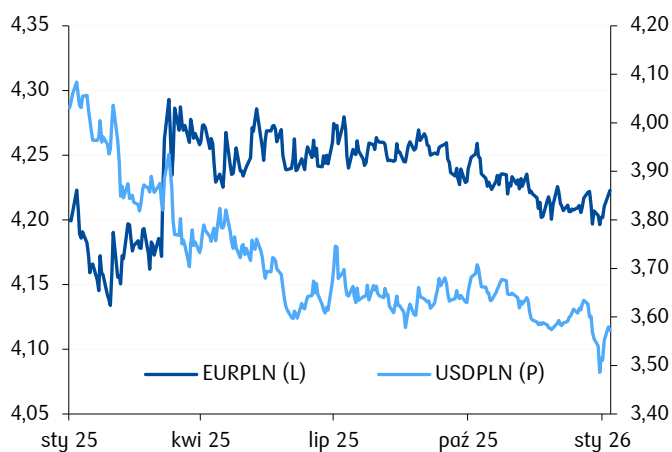
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

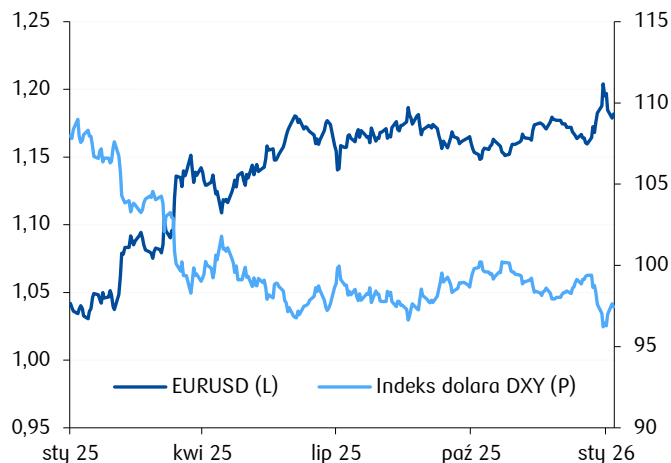
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

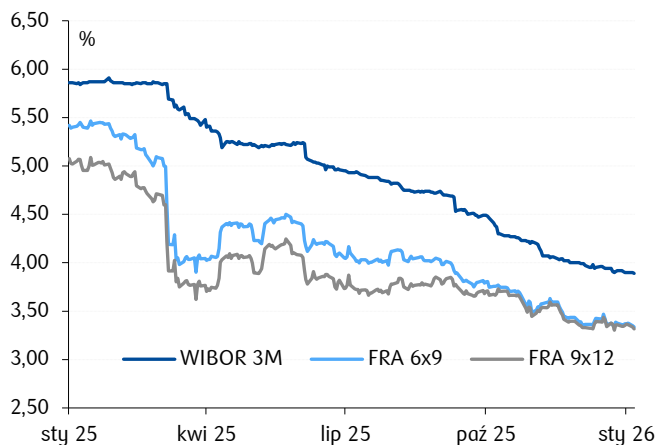
PLN vs główne waluty



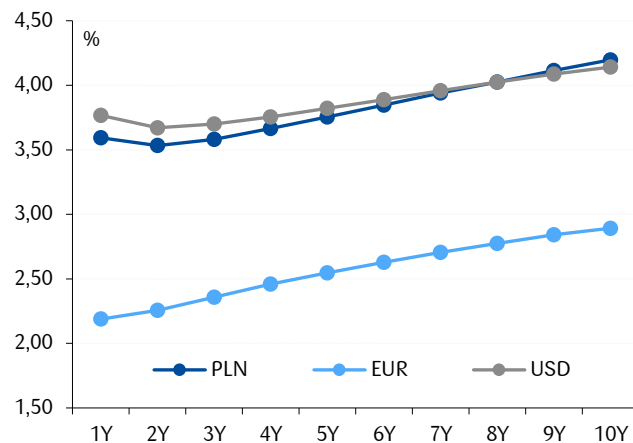
Notowania USD



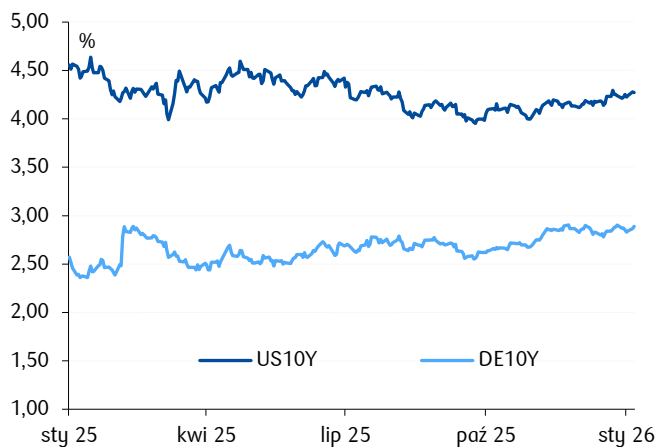
Krótkoterminowe stopy procentowe



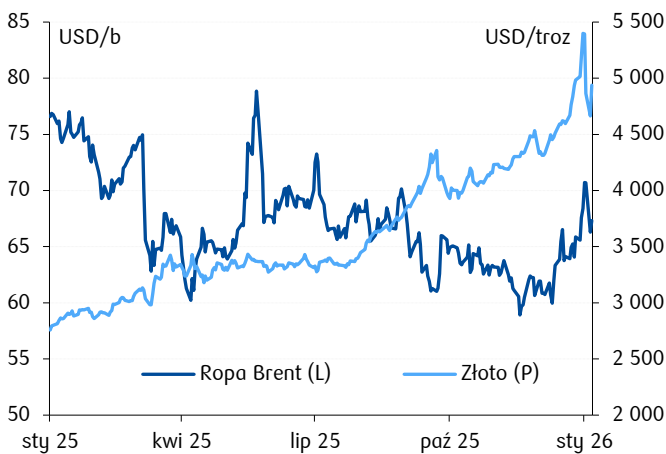
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 30 stycznia						
POL: Wzrost PKB (2025)	10:00	% r/r	3,0	3,6	3,5	3,6
GER: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	0,3	0,5	--	0,4
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	1,4	1,2	--	1,3
GER: Inflacja HICP (sty., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,1	--	2,1
USA: Inflacja PPI (gru.)	14:30	% r/r	3,0	2,7	--	3,0
Poniedziałek, 2 lutego						
CHN: PMI w przetwórstwie (sty.)	2:45	pkt.	50,1	50,0	--	50,3
POL: PMI w przetwórstwie (sty.)	9:00	pkt.	48,5	49,2	49,2	48,8
GER: PMI w przetwórstwie (sty., rew.)	9:55	pkt.	47,0	48,7	--	49,1
EUR: PMI w przetwórstwie (sty., rew.)	10:00	pkt.	48,8	49,4	--	49,5
USA: PMI w przetwórstwie (sty., rew.)	15:45	pkt.	51,8	51,9	--	52,4
USA: ISM w przetwórstwie (sty.)	16:00	pkt.	47,9	48,5	--	52,6
Wtorek, 3 lutego						
USA: Raport JOLTS (gru.)	--	mln	7,146	7,250	--	--
Środa, 4 lutego						
GER: PMI w usługach (sty., rew.)	9:55	pkt.	52,7	53,3	--	--
EUR: PMI w usługach (sty., rew.)	10:00	pkt.	52,4	51,9	--	--
EUR: Inflacja PPI (gru.)	11:00	% r/r	-1,7	-2,1	--	--
EUR: Inflacja HICP (sty., wst.)	11:00	% r/r	1,9	1,7	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sty., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
USA: Raport ADP (sty.)	14:15	tys.	41	45	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	4,00	3,88	3,75	--
Czwartek, 5 lutego						
GER: Zamówienia fabryczne (gru.)	8:00	% m/m	5,6	-2,4	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (gru.)	8:00	% r/r	10,5	1,2	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (gru.)	8:00	% r/r	-4,0	--	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (gru.)	8:30	% r/r	2,5	4,0	--	--
CZE: Inflacja CPI (sty., wst.)	9:00	% r/r	2,1	1,6	1,8	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (gru.)	11:00	% r/r	2,3	1,8	--	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,75	3,75	3,75	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,00	2,00	2,00	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	209	212	--	--
Piątek, 6 lutego						
GER: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% r/r	0,8	1,9	--	--
GER: Eksport (gru.)	8:00	% m/m	-2,5	1,0	--	--
GER: Import (gru.)	8:00	% m/m	0,8	0,1	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:30	% r/r	-5,4	-1,1	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (gru.)	9:00	% r/r	-0,3	5,2	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sty.)	--	tys.	50	65	66	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty.)	--	% r/r	3,8	3,6	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sty.)	--	%	4,4	4,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., wst.)	16:00	pkt.	56,4	54,9	--	--

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.