

Jen z szansą na odwrócenie trendu spadkowego

- Deprecjacja jena względem dolara od początku 2021 doprowadziła do wzrostu kursu USDJPY o 57%.
- Główną przyczyną osłabienia japońskiej waluty była istotna zmiana parytetu stóp procentowych pomiędzy USA i Japonią w ujęciu nominalnym, a w szczególności realnym, działająca na niekorzyść jena.
- Pomimo trwających od 2024 podwyżek stóp procentowych w Japonii jen pozostawał pod umiarkowaną presją rynku, ponieważ różnica w poziomie realnych stóp procentowych pomiędzy USA i Japonią nadal działała na jego niekorzyść.
- Spekulacje dotyczące możliwej skoordynowanej interwencji USA i Japonii na rynku USDJPY, mającej na celu wyhamowanie deprecjacji japońskiej waluty, doprowadziły w dniach 23-27 stycznia 2026 do umocnienia jena względem dolara o 4,1%.
- Analiza wcześniejszych interwencji Banku Japonii (BoJ) ukierunkowanych na umocnienie japońskiej waluty, wskazuje na przynajmniej krótkoterminową skuteczność tego typu działań.
- Od 2q25 spread realnych stóp procentowych USA i Japonii zaczął się stopniowo zawężać, co powinno przeciwdziałać dalszej deprecjacji jena.
- Obraz techniczny trendu USDJPY wspiera scenariusz dalszego spadku kursu w kierunku dolnych ograniczeń średnioterminowej konsolidacji usytuowanych w strefie 136–140.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 [@PKO_Research](#)

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Andrzej Kiedrowicz

Strateg

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Tomasz Marek

Strateg

tomasz.marek@pkobp.pl

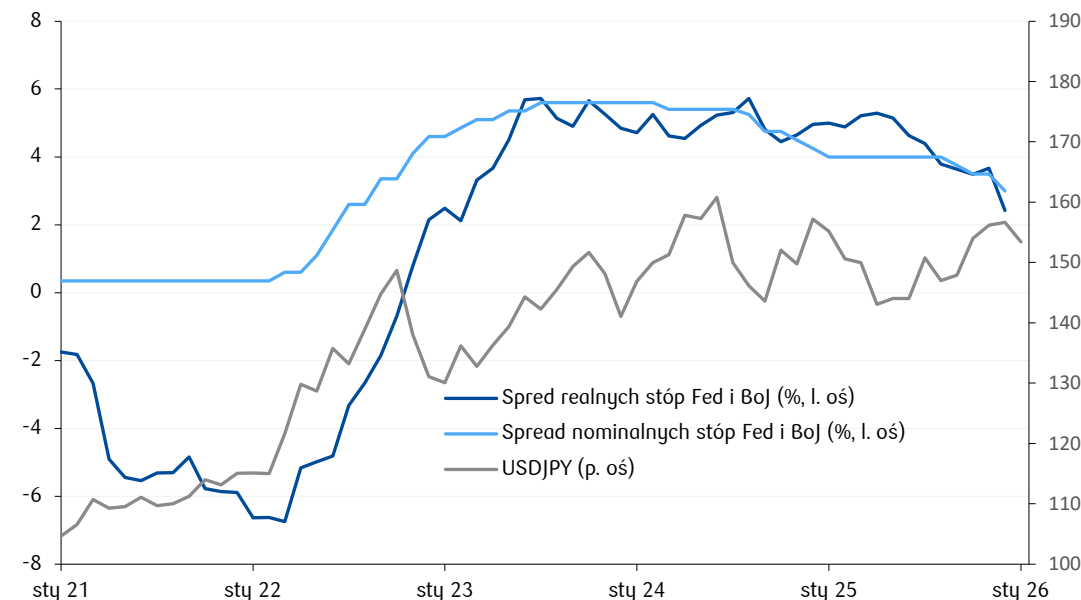
Globalna deprecjacja jena trwa od 2012, a jej ostatnia fala, rozpoczęta na początku 2021, doprowadziła do wzrostu kursu USDJPY o 57%. Tak silny spadek wartości japońskiej waluty był głównie konsekwencją wyraźnego pogorszenia się parytetu stóp procentowych pomiędzy Japonią a głównymi gospodarkami rozwiniętymi, w szczególności Stanami Zjednoczonymi.

Wzrost dyferencjału stóp procentowych Fed i BoJ zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym, doprowadził do istotnej deprecjacji jena

Począwszy od 2013 aż do 2024 Bank Japonii prowadził ultra-łagodną politykę pieniężną, obejmującą ujemne stopy procentowe oraz kontrolę krzywej dochodowości (YCC). Polityka ta stanowiła element szerszej strategii gospodarczej, potocznie określanej jako „Abenomics”, której celem było wyrwanie Japonii z deflacji i wieloletniej stagnacji. W 2021 doszło do gwałtownego wzrostu inflacji na świecie, czego konsekwencją było zacieśnianie polityki monetarnej przez główne banki centralne oraz znaczący wzrost rentowności obligacji na świecie, w tym w USA. Jednocześnie brak zmian w polityce pieniężnej Japonii doprowadził w kolejnych latach do istotnej zmiany dyferencjału stóp procentowych Fed i BoJ – na niekorzyść jena – zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym (wykres 1). Dodatkowo relatywnie niska w tamtym czasie inflacja w Japonii, ultra-niskie nominalne stopy procentowe oraz stabilna i przewidywalna polityka banku centralnego wzmacniały

rolę jena jako waluty finansującej strategię „carry trade”, generując trwałą presję deprecyjną na jego kurs.

Wykres 1. Dyferencjał stóp Fed i BoJ w latach 2022-2023 uległ istotnej zmianie na niekorzyść jena.



Źródło: LSEG Workspace

Jen pozostał pod presją mimo podwyżek stóp procentowych przez Bank Japonii

Pomimo że w marcu 2024 Bank Japonii rozpoczął proces zacieśniania polityki pieniężnej, kończąc erę ujemnych stóp procentowych, jen pozostał pod presją rynkową. Skala podwyżek stóp procentowych była bowiem ograniczona i rozłożona w czasie, a realne stopy procentowe w Japonii – w warunkach rosnącej inflacji – nadal pozostawały wyraźnie ujemne. Kontrastowało to z dodatnimi, w ujęciu realnym, stopami procentowymi w USA, pomimo rozpoczęcia przez Fed cyklu obniżek stóp procentowych.

Dodatkowo rynek kwestionował trwałość zmiany nastawienia Banku Japonii w warunkach bardzo wysokiego zadłużenia sektora publicznego. Ograniczało to wiarygodność normalizacji polityki pieniężnej i sprawiało, że obserwowany w ostatnich miesiącach silny wzrost rentowności japońskich obligacji skarbowych postrzegany był jako czynnik ryzyka fiskalnego niż jako element wzmacniający walutę. Warto jednak zaznaczyć, że w 2q25 dodatni spread realnych stóp procentowych Fed i BoJ zaczął się stopniowo zawężać, a w ostatnich miesiącach trend ten uległ przyspieszeniu, co powinno przeciwdziałać osłabieniu jena lub – co najmniej – ograniczać skalę jego ewentualnej dalszej deprecjacji (Wykres 1).

Spekulacje o skoordynowanej interwencji wywołują spadek kursu USDJPY

W połowie stycznia br., gdy kurs USDJPY zbliżał się do poziomu 160, Satsuki Katayama, minister finansów Japonii, wspomniała o możliwości wspólnej interwencji z USA, której celem miałyby być zatrzymanie nadmiernej deprecjacji jena względem dolara. Warto dodać, że interwencje Banku Japonii na rynku USDJPY w 2024 miały miejsce w okolicy ww. poziomu, co może sugerować, że jest on istotny

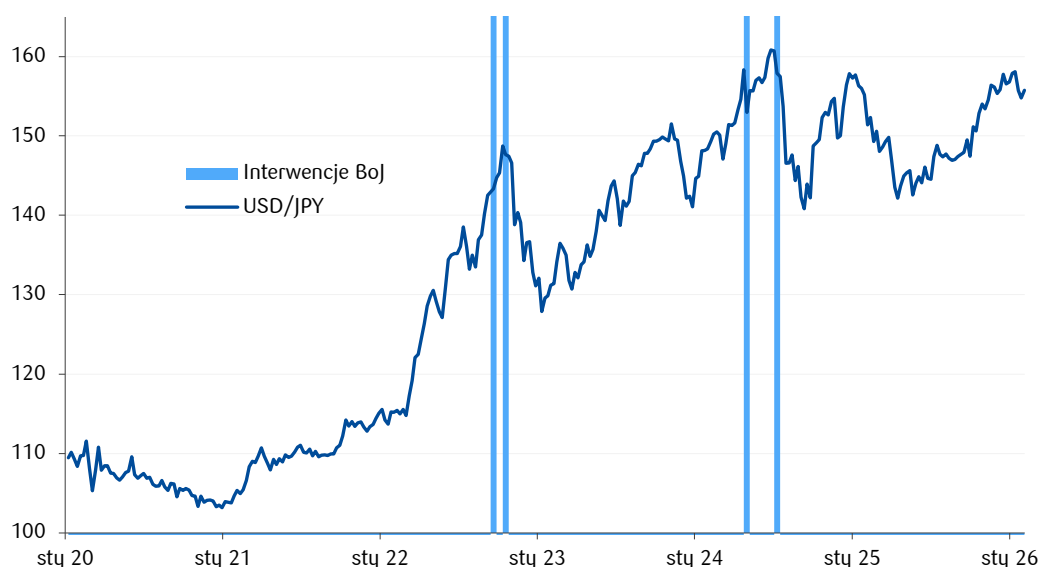
z punktu widzenia władz Japonii. Na reakcję kursu USDJPY nie trzeba było długo czekać, gdyż od 23 stycznia kurs tej pary spadł w ciągu trzech dni o 4,1%, w okolice 152. Impulsem do tego ruchu były medialne doniesienia wskazujące, że nowojorski oddział Rezerwy Federalnej (który w imieniu Departamentu Skarbu lub Fed dokonuje interwencji na rynku walutowym) sprawdzał u dealerów w bankach na Wall Street poziomy bieżącego kursu wymiany USDJPY. Tego typu działania są postrzegane przez uczestników rynku jako sygnał przygotowań do bezpośredniej interwencji. Co prawda, w ostatnich dniach, m.in. po dementi sekretarza skarbu USA dotyczącym interwencji na USDJPY, kurs tej pary wzrósł, jednak utrzymał się ok. 2% poniżej ustanowionych w połowie stycznia średnioterminowych maksimów.

Interwencje BoJ w przeszłości były skuteczne

Według oficjalnych danych, na przestrzeni ostatnich 15 lat japońskie Ministerstwo Finansów, za pośrednictwem BoJ, przeprowadziło 13 interwencji na rynku USDJPY. Szість z nich (w latach 2010-2011) było ukierunkowanych na osłabienie jena, natomiast siedem (w latach 2022-2024) miało na celu zatrzymanie jego deprecjacji.

Oczywiście poszczególne interwencje miały miejsce w odmiennym otoczeniu makroekonomicznym, w związku z czym wyciąganie jednoznacznych wniosków obarczone jest istotnym ryzykiem. Niemniej jednak analiza zachowania kursu USDJPY po tych działaniach wskazuje, że ich wpływ na średnioterminowe trendy był znaczący. W szczególności po interwencjach z lat 2022-2024 spadki kursu tej pary sięgały ok. 15% w perspektywie kilku miesięcy (wykres 2).

Wykres 2. Wpływ interwencji BoJ na średnioterminowy trend USDJPY był istotny.

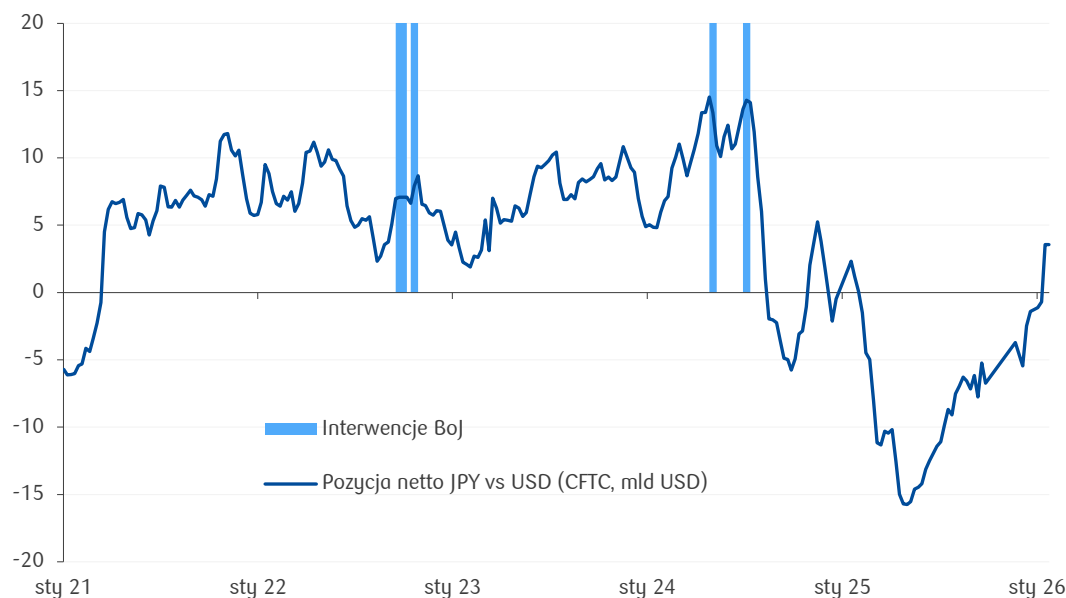


Źródło: LSEG Workspace

Warto zauważyć, że w każdym z omawianych przypadków inwestorzy spodziewali się interwencji, budując lub powiększając długie pozycje na jenie. Podobna zmiana pozycjonowania inwestorów obserwowana jest również obecnie – od końca kwietnia 2025 do stycznia 2026 pozycja netto na kontraktach terminowych (dane CFTC) zmieniła się z - 15,7 mld USD do +3,5 mld USD (wykres 3). Co istotne, w momencie

rozpoczęcia każdej z ostatnich interwencji Banku Japonii inwestorzy redukowali swoje długie pozycje na JPY, a według najnowszych danych ze stycznia br. proces ten jeszcze nie nastąpił.

Wykres 3. Przed ostatnimi interwencjami inwestorzy spodziewali się działań BoJ budując lub powiększając długie pozycje na jenie.



Źródło: LSEG Workspace

Sytuacja techniczna wspiera scenariusz dalszych spadków kursu USDJPY

Od lipca 2024 kurs USDJPY porusza się w średnioterminowym trendzie bocznym, ograniczonym od góry strefą 159–162, a od dołu zakresem 136–140 (wykres 4). W połowie stycznia br. rynek testował górne ograniczenie tej konsolidacji, od którego w ostatnich dniach nastąpił dynamiczny zwrot w dół.

Biorąc pod uwagę strukturę ruchów wewnątrz wskazanego trendu bocznego oraz dynamikę ostatnich spadków, uważamy, że średnioterminowa noga wzrostowa, budowana od minimów z września 2024, mogła już ulec wypełnieniu. Przy założeniu co najmniej kontynuacji średnioterminowej konsolidacji, taki układ sugeruje podwyższone prawdopodobieństwo ruchu w kierunku jej dolnych ograniczeń w horyzoncie kilku kolejnych miesięcy.

W tym scenariuszu pierwszych istotnych, technicznych wsparć upatrujemy w strefie 148–150 USDJPY, gdzie przebiegają wskazane na omawianym wykresie wewnętrzne linie trendu, wyznaczone w obrębie tej konsolidacji. Kluczowym poziomem oporu – a jednocześnie poziomem obrony przedstawionej wyżej tezy o dalszym utrzymaniu średnioterminowego trendu bocznego – jest dla nas styczniowy szczyt w rejonie 159,50 na USDJPY.

Wykres 4. Kurs USDJPY od połowy 2024 porusza się w średnioterminowym trendzie bocznym.



Źródło: LSEG Workspace

Podsumowanie

Czynniki fundamentalne wspierające w ostatnich latach wzrost kursu USDJPY zaczęły od połowy 2025 roku stopniowo słabnąć, jednak dotychczasowa reakcja rynku ograniczyła się do wyhamowania trendu wzrostowego, który zaczął coraz wyraźniej wykazywać cechy trendu bocznego. W naszej opinii połączenie narracji japońskiego Ministerstwa Finansów dotyczącej możliwej skoordynowanej interwencji na USDJPY, faktu dotarcia kursu tej pary do poziomów, przy których BoJ interweniował w 2024, oraz obrazu technicznego rynku sugeruje, że prawdopodobieństwo umocnienia jena – a tym samym pogłębienia spadków kursu USDJPY – istotnie wzrosło. W przypadku kontynuacji zainicjowanych w połowie stycznia br. spadków pierwsze techniczne wsparcia widzimy w strefie 148–150 USDJPY, a jej ewentualne przełamanie otwiera drogę w kierunku 136–140 USDJPY.

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 Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

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

Materiał został ukończony 04 lutego 2026 roku o godz. 14:00.

Materiał zatwierdził(a): Mariusz Adamiak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.