

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 lutego 2026

Fed nie zmienił stóp. Oczekujemy z kolei, że RPP obniży stopy uprzedzając nadchodzący spadek CPI.

- Miniony tydzień przyniósł ograniczenie zmienności notowań na rynkach akcji, globalnym rynku walutowym i bazowych rynkach obligacji dzięki spadkowi ryzyka geopolitycznego związanego z Grenlandią, które podwyższyły niepewność we wcześniejszych tygodniach. Natomiast utrzymała się skrajnie wysoka zmienność notowań na rynku metali i (znacznie mniejsza) na rynku ropy naftowej – ze skokowym spadkiem cen złota i srebra, po wcześniejszym dynamicznym wzroście.
- W minionym tygodniu najbardziej oczekiwanym przez rynki wydarzeniem było [posiedzenie Komitetu Otwartego Ryku Fed](#) (FOMC). Komitet utrzymał stopy na dotychczasowym, co było zgodne z powszechnymi oczekiwaniami. Komunikat FOMC i wystąpienie prezesa Fed podczas konferencji prasowej wskazały, że większość komitetu FOMC postrzega bieżące warunki polityki monetarnej jako odpowiednie i ich intencją jest utrzymanie stabilnych stóp także na kolejnym posiedzeniu. Jednocześnie, wskazując, że decyzje FOMC pozostają zależne od napływających danych z gospodarki komitet pozostawił furtkę dla marcowej obniżki, gdyby bieżąca sytuacja na rynku pracy nieoczekiwanie pogorszyła się.
- Koniec tygodnia przyniósł też wyklarowanie się sytuacji w sprawie następcy obecnego prezesa Fed J. Powella, po zakończeniu jego kadencji w maju. Prezydent Trump ogłosił w piątek, że zamierza nominować Kevina Warsha na stanowisko przewodniczącego Rezerwy Federalnej. K. Warsh w latach 2026 – 2011 był wiceprezesem Fed, w tym okresie był postrzegany jako „jastrzębi” członek FOMC (opowiadał się za wyższymi stopami procentowymi, choć nigdy nie zagłosował inaczej niż większość FOMC), był też zdecydowanym przeciwnikiem ilościowego luzowania polityki monetarnej. Obecnie K. Warsh uważa, że stopy procentowe mogą być znacznie niższe, gdyż w związku ze zmianami strukturalnymi w gospodarce (rewolucja AI) nie spowoduje to wzrostu inflacji. Generalnie oczekuje się, że Warsh będzie w Fed i FOMC adwokatem bardziej aktywnego obniżania stóp procentowych, natomiast jego wpływy w zarządzie Fed będą m.in. pochodną tego jakie orzeczenie wyda Sąd Najwyższy w sprawie Lizy Cook, którą prezydent Trump próbował usunąć z urzędu oraz decyzji Jerome Powella, czy pozostanie gubernatorem Fed, po tym jak przestanie być prezesem Fed (dotychczas prezesi Fed po zakończeniu kadencji odchodzili z zarządu Fed).
- Rynki zinterpretowały deklarację nominacji K. Warsha jako objaw mniej kontrowersyjnych działań administracji prezydenckiej w porównaniu ze wskazywanymi wcześniej faworytami do nominacji. Kandydaturę prezesa Fed musi zatwierdzić Senat, natomiast kilku republikańskich senatorów zapowiedziało, że zablokują każdą kandydaturę na prezesa Fed do czasu zakończenia śledztwa prokuratorskiego przeciw J. Powellowi ws. remontu siedziby Fed, ocenianego przez nich jako próbę ograniczenia przez administrację prezydencką niezależności Fed.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- W tych warunkach w minionym tygodniu rozwinięte rynki akcji pozostały stabilne po pozytywnej reakcji na spadek ryzyka geopolitycznego wokół Grenlandii w końcówce wcześniejszego tygodnia. W skali całego tygodnia globalny indeks akcji MSCI nie zmienił się, a odpowiednie indeksy dla USA i EMU lekko wzrosły po 0,2%. Natomiast w kolejnym tygodniu z rzędu rynki wschodzące notowały solidny wzrost notowań akcji ze wzrostem MSCI EM o 1,8% w skali tygodnia.
- Wobec braku zaskoczeń informacjami o styczniowej decyzji FOMC, a także wobec braku istotnych publikacji z gospodarki USA rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich pozostały stabilne w okolicach 4,24%. Z kolei wobec ograniczenia podaży obligacji niemieckich po znaczących emisjach z początkiem roku, rentowności 10-letnich papierów niemieckich obniżyły się do 2,84% na koniec tygodnia wobec lokalnego szczytu 2,90% tydzień wcześniej.
- Na rynku walutowym informacja o planowanej nominacji K. Warsha sprzyjała odreagowaniu trendu słabnącego dolara, który dominował przez większość minionego tygodnia. W efekcie po osiągnięciu w trakcie minionego tygodnia poziomu blisko 1,20 dolara za euro, na koniec tygodnia kurs USD/EUR ukształtował się w okolicach 1,185 USD/EUR. Natomiast wciąż w skali tygodnia dolar pozostał słabszy o nieco ponad 0,5% w relacji do koszyka walut.
- Największe zmiany notowań w ostatnich dniach miały miejsce na rynku surowców. Po tym jak w minionym tygodniu ceny złota i srebra osiągnęły rekordowe poziomy (5,6 tys. USD za uncję złota), koniec tygodnia i początek bieżącego tygodnia przyniósł skokowe spadki notowań. W ciągu ostatnich paru dni cena złota spadła o 15%, a srebra o blisko 30%. Obecnie ceny złota i srebra kształtują się w okolicach poziomów sprzed dwóch tygodni. Przyczynkiem do tych spadków była zapowiedź nominacji K. Warsha na prezesa Fed i umocnienie dolara, a ich pogłębienie efektem zamykania pozycji inwestycyjnych realizujących zyski. Z kolei w trakcie minionego tygodnia ceny ropy wzrosły w okolice 70 USD za baryłkę Brent w reakcji na wzrost ryzyka geopolitycznego w Iranie, ale z początkiem tego tygodnia nastąpiła korekta wobec deeskalacji w relacjach USA – Iran.
- Krajowym aktywom finansowym sprzyjała ubiegłotygodniowa stabilizacja na globalnych rynkach, po tym jak we wcześniejszym tygodniu rodzimy rynek pozostał w dużej mierze odporny na wzrost awersji do ryzyka na globalnym rynku. Na rynku akcji WIG wzrósł o 2% w skali tygodnia, kurs złotego pozostał stabilny w relacji do euro, umocnił się w relacji do dolara i osłabił w relacji do franka. Na rynku papierów skarbowych rentowności obligacji delikatnie obniżyły się, czemu sprzyjały oczekiwania na kontynuację luzowania polityki monetarnej RPP oraz obniżenie rentowności Bundów.
- Opublikowane w minionym tygodniu [wyniki polskiego PKB za cały miniony rok](#) i [grudniowej sprzedaży detalicznej](#) miały ograniczony wpływ na krajową sytuację rynkową. Wzrost PKB o 3,6% okazał się pozytywną niespodzianką. Na podstawie tej publikacji, przy założeniu braku zmian szacunków PKB za I – III kw. szacujemy, że w IV kw. PKB wzrósł w przedziale 3,9% – 4,2% r/r. Oznacza to, że pod koniec 2025 r. dynamika wzrostu PKB przyspieszyła – szacujemy, że za sprawą dalszego wzrostu konsumpcji prywatnej, przy okresowym wolniejszym wzroście inwestycji. W naszej ocenie wyniki PKB za 2025 r. stanowią korzystny punkt startu

dla dalszej poprawy aktywności w trakcie 2026 r. ze wzrostem PKB o 3,7-4,0%. Nastąpi to dzięki impulsowi wydatkowania środków unijnych.

- W bieżącym tygodniu na krajowym rynku finansowym najistotniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP obniży stopy procentowe NBP o 25 pkt. baz, w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 3,75%. Sądzymy, że główną przesłanką będzie oczekiwany spadek styczniowej inflacji CPI poniżej psychologicznego poziomu 2% r/r (nasza prognoza 1,8% r/r). RPP co prawda nie będzie znała nawet wstępnego szacunku inflacji za styczeń, niemniej uważamy, że perspektywa nieodległego, skokowego obniżenia inflacji i chęć uprzedzenia tego spadku przeważą szalę za lutową obniżką stóp. Jednocześnie trudno przypisać naszemu scenariuszowi prawdopodobieństwo bliskie pewności. Za odsunięciem w czasie obniżki stóp do marca mogą przemałwać opublikowane ostatnio mocniejsze od oczekiwań dane z gospodarki polskiej. Ponadto wśród członków RPP może przeważać pogląd wyrażony m.in. przez nowego członka RPP Marcina Zarzeckiego, że Rada powinna wstrzymać się z dalszym luzowaniem polityki monetarnej do czasu zapoznania się z najnowszą projekcją NBP w marcu.
- Obniżka stóp w tym tygodniu może dodatkowo wesprzeć notowania polskich obligacji, choć więcej zależeć będzie od przekazu prezesa Głapińskiego podczas konferencji prasowej przede wszystkim w kontekście prognoz NBP dot. inflacji w trakcie roku. Jeśli prezes NBP zasignalizowałby możliwość obniżenia prognozy inflacji w całym 2026 r. w okolice 2% (naszym zdaniem takie prawdopodobieństwo istotnie wzrosło) może to wzmocnić oczekiwania rynkowe na silniejsze poluzowanie polityki monetarnej NBP w całym 2026 r. poniżej poziomu obecnie komunikowanego przez członków RPP tj. ok. 3,5% dla stopy referencyjnej.
- Na rynkach globalnych także oczekiwane będą decyzje banków centralnych, w tym EBC i Banku Anglii, jednocześnie powszechnie oczekuje się, że stopy zostaną utrzymane na dotychczasowym poziomie.
- Bieżący tydzień przyniesie serię istotnych dla oceny sytuacji gospodarczej i perspektyw rynkowych danych makroekonomicznych.
- W USA najistotniejsze będą dane z rynku pracy, w tym styczniowe wyniki zatrudnienia i stopy bezrobocia oraz wyniki ankiety JOLTS. Ponadto oczekiwane będą publikacje styczniowych indeksów koniunktury gospodarczej ISM w przemyśle i usługach.
- W strefie euro oczekiwane będą wstępne odczyty inflacji za styczeń oraz grudniowe wyniki zamówień w przemyśle niemieckim. Po lepszym od oczekiwań wyniku niemieckiego PKB w IV kw. ub.r. (+0,3% kw/kw) opublikowanym w minionym tygodniu, dane te pomogą ocenić na ile poprawa z października i listopada zostanie skorygowana w grudniu, dając lepszy obraz całego IV kw.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3–4 lutego)

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe NBP o 25 pkt. baz., w tym stopę referencyjną NBP do poziomu 3,75%.

W bazowym scenariuszu oczekujemy, że Rada zdecyduje się na obniżkę już na posiedzeniu w bieżącym tygodniu. Sądzymy, że główną przesłanką będzie oczekiwany spadek inflacji CPI w styczniu poniżej psychologicznego poziomu 2% r/r (nasza prognoza 1,8% r/r). RPP nie będzie miała do dyspozycji nawet wstępnego szacunku inflacji flash za styczeń, a prognozy inflacji są obciążone przez coroczną zmianę koszyka inflacyjnego i metodyki COICOP, niemniej uważamy, że perspektywa bliskiego, skokowego obniżenia inflacji (niezależnie od ostatecznych precyzyjnych danych) i chęć uprzedzenia tego spadku przeważą szalę za lutową obniżką stóp. Podobny ruch RPP wykonała w lipcu ub.r. uprzedzając oczekiwany skokowy spadek inflacji w lipcu – poniżej 3% r/r.

Jednocześnie trudno przypisać naszemu scenariuszowi prawdopodobieństwo bliskie pewności. Prezes NBP i większość członków nie przesądziła w wypowiedziach terminu kolejnej obniżki wskazując luty lub marzec. Za odsunięciem w czasie obniżki stóp do marca mogą przeważać opublikowane ostatnio mocniejsze od oczekiwań dane z gospodarki polskiej – w tym wyższa od oczekiwań grudniowa dynamika płać. Ponadto wśród członków RPP może przeważać pogląd wyrażony m.in. przez nowego członka RPP Marcina Zarzeckiego, że Rada powinna wstrzymać się z dalszym luzowaniem polityki monetarnej do czasu zapoznania się z najnowszą projekcją NBP w marcu.

• Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (5 lutego)

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.

Bilans publikowanych w ostatnich tygodniach danych makroekonomicznych oraz sytuacji rynkowej (gł. kurs euro) wskazuje na prawdopodobne utrzymanie generalnie neutralnego stanowiska EBC przy niskim ryzyku zmian stopy procentowej w najbliższych miesiącach.

Z jednej strony niezłe dane ze sfery realnej, podwyższony poziom bieżącej inflacji i dynamiki wynagrodzeń, z drugiej strony silniejsza aprecjacja euro oraz perspektywy spadku dynamiki wynagrodzeń i nasilenia dezinflacji dają radzie EBC komfort w analizowaniu sytuacji gospodarczej. Zakładamy, że prezes EBC Ch. Lagarde wciąż jako „optymalny” oceni stan polityki monetarnej.

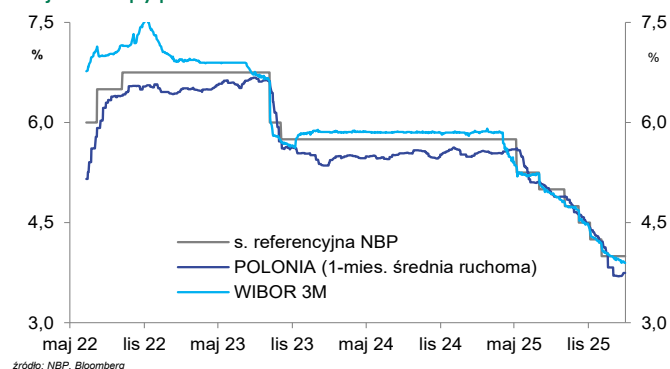
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 2 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł	sty	47,9 pkt.	48,3 pkt.	-
wtorek 3 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Liczba wakatów wg JOLTS	gru	7,146 tys.	7,100 tys.	-
środa 4 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	sty	52,0 pkt.	51,7 pkt.	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)	sty	1,9% r/r	2,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)	sty	2,3% r/r	2,3% r/r	-
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych (st. ref.)	lut	4,00%	½ analityków: 4,00% ½ analityków: 3,75%	3,75%
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi	sty	54,4 pkt.	52,2 pkt.	-
czwartek 5 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	gru	5,6% m/m	-2,5% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	gru	0,2% m/m	0,0% m/m	-
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii dot. stóp procentowych	lut	3,75%	3,75%	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depoz / ref.)	lut	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Narodowego dot. stóp procentowych	lut	3,50%	3,50%	-
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC	lut	-	-	-
15:00	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP	lut	-	-	-
piątek 6 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	gru	0,8% m/m	-0,6% m/m	-
14:00	PL	Publikacja protokołu z styczniowego posiedzenia RPP	sty	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia	sty	50 tys.	66 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia	sty	4,4%	4,5%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia	sty	3,8% r/r	3,6% r/r	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	sty	57,0 pkt.	55,0 pkt.	-

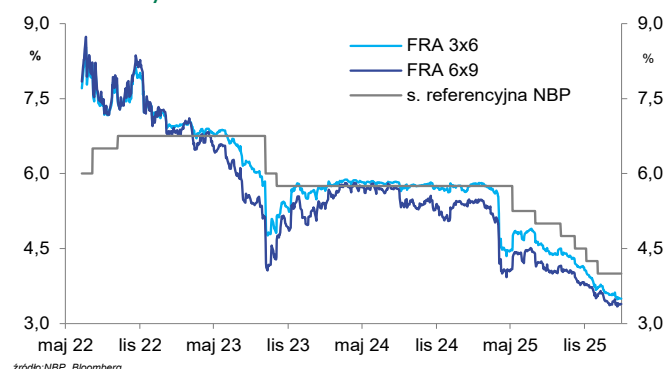
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

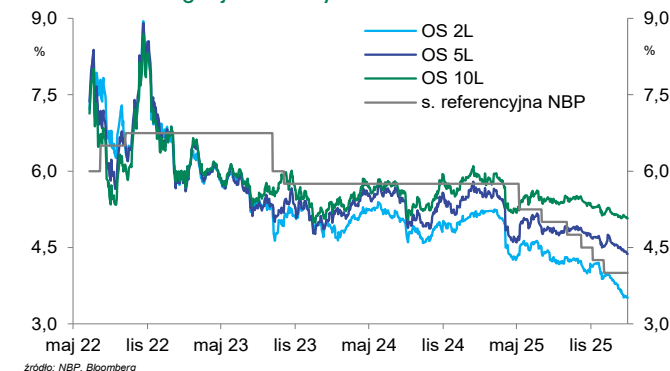
Krajowe stopy procentowe



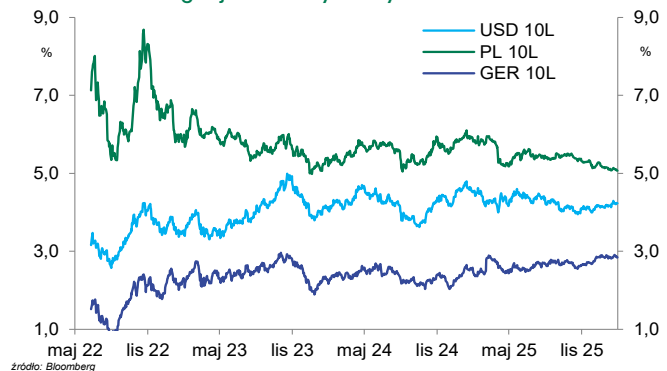
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



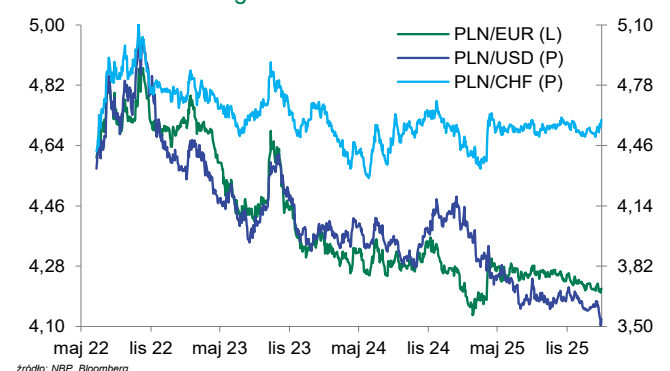
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



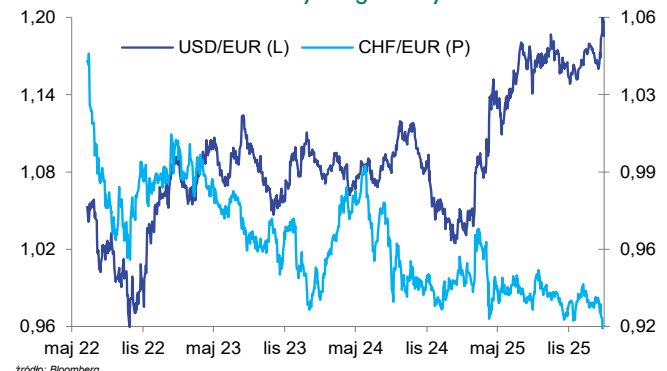
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



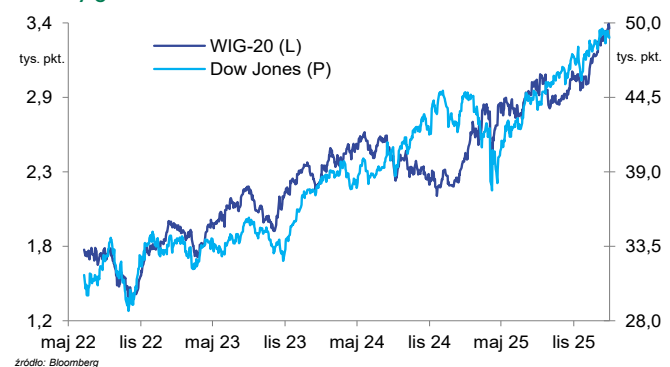
Notowania kursu złotego



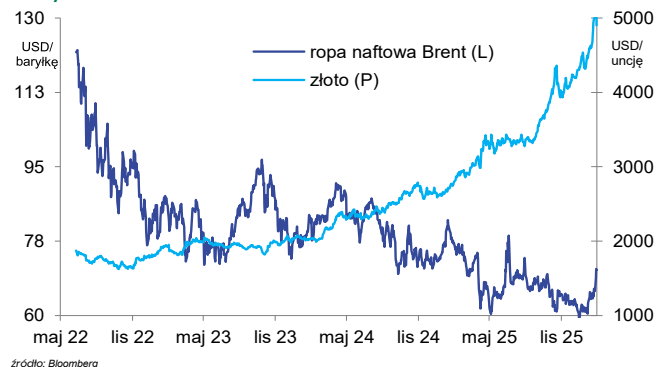
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

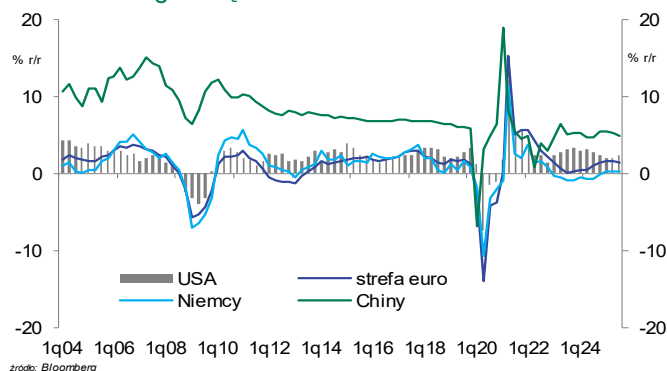


Ceny surowców

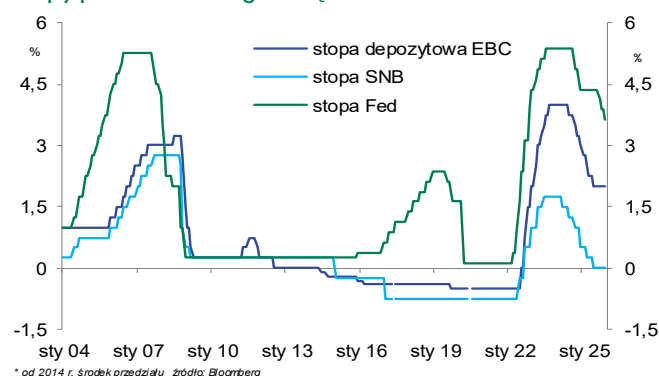


Sfera realna

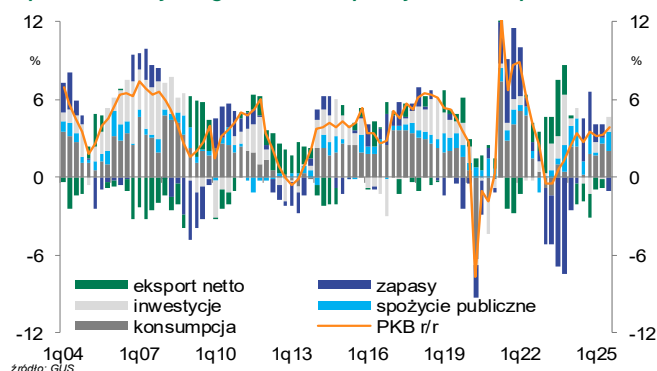
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



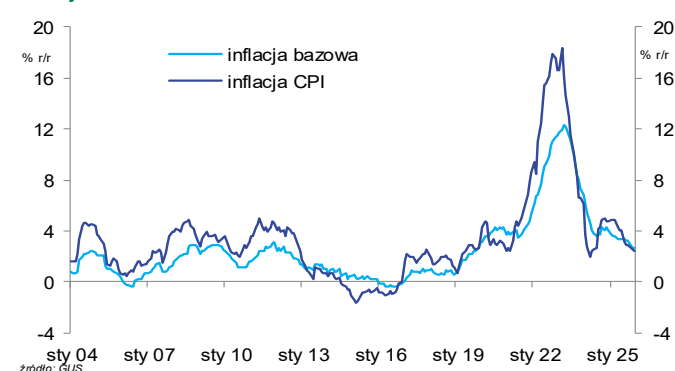
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



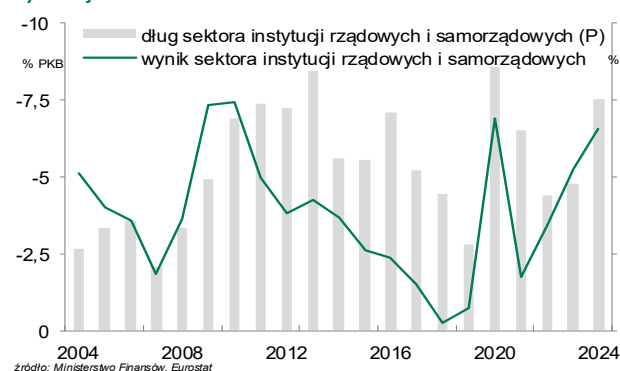
Rynek pracy



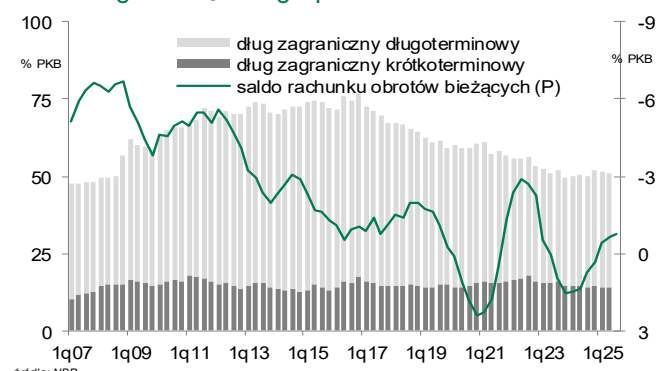
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2025	09.01.2026	16.01.2026	28.02.2026	31.03.2026	30.06.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
Stopa referencyjna NBP	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	%	3,99	3,95	3,94	3,75	3,70	3,55
FRA 3x6	%	3,58	3,60	3,53	-	-	-
FRA 6x9	%	3,38	3,45	3,38	-	-	-
FRA 9x12	%	3,33	3,41	3,36	-	-	-
IRS 2L	%	3,58	3,63	3,60	-	-	-
IRS 5L	%	3,79	3,83	3,82	-	-	-
IRS 10L	%	4,22	4,25	4,24	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,80	3,68	3,59	3,65	3,60	3,55
Obligacje skarbowe 5L	%	4,55	4,49	4,44	4,50	4,45	4,35
Obligacje skarbowe 10L	%	5,15	5,10	5,08	5,10	5,10	5,05
PLN/EUR	PLN	4,23	4,21	4,22	4,23	4,24	4,25
PLN/USD	PLN	3,60	3,62	3,63	3,65	3,66	3,70
PLN/CHF	PLN	4,54	4,52	4,53	4,54	4,55	4,55
USD/EUR	USD	1,17	1,16	1,16	1,16	1,16	1,15
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,17	4,17	4,22	4,15	4,15	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,85	2,86	2,83	2,85	2,80	2,75

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.