Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 stycznia 2026

W styczniu stopy NBP bez zmian, ale wzrost prawdopodobieństwa obniżki w lutym. Na rynku globalnym ryzyko wzrostu awersji do ryzyka.

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

- Zgodnie z prognozą na styczniowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 4,0%. Podczas konferencji prasowej co do zasady prezes NBP podtrzymał dotychczasowy przekaz, że nie zapowiada kolejnych działań RPP, że będą one zależały od napływających danych, niemniej jednoznacznie pozostawił otwartą opcję obniżki stóp na najbliższym, lutowym posiedzeniu.

- Oczekując wyhamowania spadku inflacji na przełomie roku oraz biorąc pod uwagę dotychczasową skalę poluzowania krajowej polityki pieniężnej oczekiwaliśmy, że Rada spowolni tempo obniżek stóp i z kolejną obniżką stóp wstrzyma się do marca, kiedy będzie mogła zapoznać się z projekcją inflacyjną NBP. Jednak złożenie kilku elementów: niższej dynamiki cen żywności, niższej dynamiki cen energii na początku roku (niższe wzrosty cen taryfowych nośników energii i spadek cen paliw detalicznych) i nieco niższej inflacji bazowej przekładają się na bardzo wysokie ryzyko obniżenia inflacji CPI na początku roku poniżej 2,0% r/r. Choć w lutym ten szacunek będzie miał charakter wstępny, a ostateczne dane o inflacji za styczeń i luty GUS opublikuje dopiero w połowie marca, to jednak perspektywa obniżenia CPI poniżej kolejnego psychologicznego poziomu (2%), w tym głębiej poniżej celu inflacyjnego NBP 2,5% skłoni Radę do uprzedzającej spadek inflacji obniżki stóp na posiedzeniu lutowym. Choć prezes Glapiński podczas konferencji powiedział, że obniżka stóp „możliwa jest i w lutym, i w marcu, i kwietniu", to analizując całokształt wypowiedzi oraz późniejszą wypowiedź L. Koteckiego z RPP oceniamy, że większość członków Rady skłoni się do obniżki stóp już w lutym.

- Biorąc pod uwagę powyższe oraz niższą dynamikę CPI w I kw. br. oczekujemy obecnie, że RPP obniży stopy dwukrotnie w lutym i kwietniu (dotychczasowy scenariusz - w marcu i maju) każdorazowo o 25 pkt. baz. do poziomu 3,50%. Jednocześnie przy utrzymującym się średnioterminowym ryzyku niższych cen ropy naftowej (ceny paliw) oraz surowców żywnościowych (ceny żywności) widzimy istotny wzrost ryzyka utrzymania inflacji bliżej 2% w całym 2026 r., co implikuje wzrost prawdopodobieństwa dalszych obniżek stóp NBP (o kolejne 25 – 50 pkt. baz.) w II poł. 2026 r.

- Oczekiwania szybszych obniżek stóp NBP sprzyjały cenom krajowych obligacji skarbowych, co poskutkowało spadkiem rentowności SPW o 9 pkt. baz. w przypadku papierów 2-letnich oraz o 2 pkt. baz. w przypadku 10-latek. W minionym tygodniu obniżyły się także stawki FRA. Kurs złotego osłabił się lekko w relacji do koszyka walut (o 0,4%), natomiast w relacji do euro osłabił się jedynie minimalnie rosnąc o 1 gr. do 4,22 PLN/EUR.

- W większym stopniu presja na aktywa złotowe może rosnąć w warunkach ryzyka wzrostu globalnej premii za ryzyko. W trakcie tygodnia sprawa wezwania do prokuratury prezesa Fed J. Powella (w związku ze sprawą finansowania

Klauzula poufności: BOŚ jawne

remontu siedziby Fed, ale wg prezesa Powella faktycznie jako efekt nacisków politycznych na niezależność banku centralnego) miała ograniczony wpływ na sytuację rynkową. Takiej sytuacji mogły sprzyjać sygnały negatywnego stosunku kongresmenów Partii Republikańskiej do ataków na szefa Fed i w efekcie ograniczenie ryzyka dalszych nacisków administracji prezydenta na bank centralny.

- Wydaje się natomiast, że zapowiedź podwyżek ceł importowych, wobec państw europejskich, które wyraziły aktywne poparcie dla Danii i Grenlandii w konflikcie z USA może silniej negatywnie wpływać na nastroje rynkowe, o ile szybko nie zostaną zdementowane. W weekend prezydent Trump zapowiedział nałożenie od 1 lutego ceł w wysokości 10% na osiem państw europejskich za ich postawę wobec jego roszczeń do Grenlandii. Nowe taryfy mają dotyczyć: Danii, Norwegii, Szwecji, Francji, Niemiec, Holandii, Finlandii i Wielkiej Brytanii. Taryfy mają w czerwcu wzrosnąć do 25% i obowiązywać, dopóki USA nie zawrą umowy w sprawie zakupu wyspy. Gdyby to ryzyko utrzymywało się, wygasająca dotychczas niepewność dot. wpływu polityki handlowej USA na gospodarkę globalną ponownie wzrosłaby.

- Sytuacja wokół Grenlandii wydaje się być obecnie w centrum analizy geopolitycznej, przy uspokajających wypowiedziach administracji USA w kwestii sytuacji w Wenezueli (informacje o możliwym porozumieniu z obecnymi władzami) oraz wskazanie opcji odstąpienia od interwencji w Iranie pod warunkiem odejścia władz Iranu od obecnej polityki represji demonstrantów. Ograniczenie tego ryzyka spowodowało korektę wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej.

- Na mniejszą niepewność wskazują natomiast opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne z USA. Solidne dane dot. grudniowej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej potwierdzają, że pod koniec 2025 r. utrzymał się mocny wzrost PKB w USA. Utrzymanie w grudniu inflacji bazowej CPI na poziomie 2,6% wskazuje, że pod koniec roku faktycznie dezinflacja w USA przyspieszyła, choć ten optymizm hamuje oczekiwany mocny odczyt bazowego wskaźnika PCE w warunkach mocniejszego wzrostu grudniowego wskaźnika PPI. Całokształt publikacji danych wspiera scenariusz stabilizacji stóp procentowych Fed na styczniowym posiedzeniu.

- Publikacja danych pod koniec tygodnia zatrzymała wcześniejszy spadek rentowności obligacji USA, które w skali tygodnia ostatecznie wzrosły o ok. 5 pkt. baz. Pomimo wzrostów rentowności papierów amerykańskich, ceny obligacji niemieckich kontynuowały „noworoczne" korekcyjne odbicie, a rentowności 10-latek obniżyły się o 3 pkt. baz. Przy lekkiej aprecjacji dolara w relacji do koszyka walut (0,1%) i deprecjacji euro (-0,3%) kurs euro wobec dolara obniżył się do 1,16 USD/EUR. Mocniejszemu dolarowi sprzyjał układ danych - mocne dane ze sfery realnej, niższe ryzyka inflacyjne, utrzymanie wyższych stóp procentowych Fed.

- Opublikowane dziś dane z chińskiej gospodarki potwierdziły, że w całym 2025 r. dynamika PKB wyniosła 5,0%, tj. ukształtowała się na poziomie zgodnym z celem chińskich władz. Pod koniec roku wyniki gospodarcze silnie sprzyjały wciąż mocny eksport (pomimo ograniczenia eksportu do USA, silniejszy jego wzrostu do pozostałych regionów), przy rozczarowujących wynikach popytu krajowego (konsumpcji prywatnej i inwestycji). Utrzymanie tak silnego wzrostu

eksportu, przy trwałym efekcie jego ograniczenia do USA może być wyzwaniem, co przy utrzymujących się także słabszych perspektywach popytu krajowego wskazuje na dalsze osłabienie dynamiki PKB w trakcie 2026 r.

- W bieżącym tygodniu zapewne najbardziej wyczekiwane będą wszelkie informacje dot. sytuacji Grenlandii, w tym ryzyko materializacji gróźb administracji USA dot. obciążenia państw europejskich wyższymi stawkami celnymi. W dalszym ciągu wyczekiwane będą także decyzje Sądu Najwyższego USA dot. oceny legalności nałożonych przez administrację prezydenta USA ceł w 2025 r. na podstawie ustawy International Emergency Economic Powers Act (IEEPA).

- Zapewne forum ekonomiczne w Davos, zaplanowane na bieżący tydzień, będzie także śledzone w aspekcie ewentualnych wypowiedzi przedstawicieli administracji prezydenta USA zarówno w kwestiach geopolitycznych, handlowych jak i w aspekcie polityki pieniężnej.

- W drugiej kolejności uwaga rynkowa skupi się na publikacjach danych. W tym tygodniu kluczowe będą wstępne wskaźniki styczniowej koniunktury PMI w gospodarkach rozwiniętych (USA, strefa euro).

- W kraju w bieżącym tygodniu rozpocznie się publikacja grudniowych danych ze sfery realnej gospodarki tj. danych z rynku pracy, produkcji przemysłowej, budowlanej oraz sprzedaży detalicznej. Generalnie czynniki kalendarzowe powinny sprzyjać lepszym odczytom danych przy prawdopodobnie niewielkich zmianach sytuacji cyklicznej pod koniec 2025 r.

- Opublikowane w minionym tygodniu dane dot. grudniowej inflacji CPI potwierdziły jej spadek w ostatnim miesiącu roku do 2,4% r/r i utrzymanie inflacji bazowej na listopadowym poziomie 2,7%.

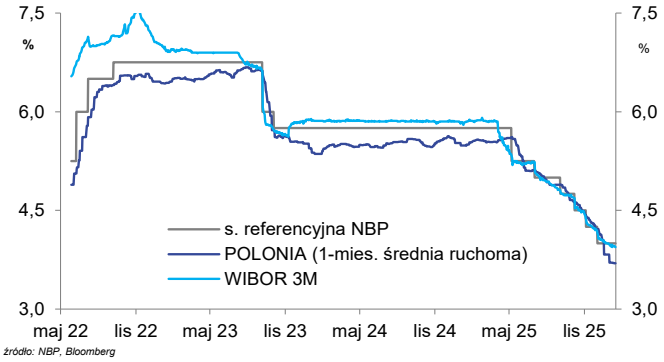
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 21 stycznia			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:30	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na Forum Ekon. w Davos	sty	-	-	-
17:45	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na Forum Ekon. w Davos	sty	-	-	-
czwartek 22 stycznia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
10:00	**PL**	**Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw**	**gru**	**-0,8% r/r**	**-0,7% r/r**	**-0,7% r/r**
10:00	**PL**	**Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw**	**gru**	**7,1% r/r**	**6,9% r/r**	**7,7% r/r**
10:00	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**gru**	**-1,1% r/r**	**2,8% r/r**	**4,6% r/r**
10:00	**PL**	**Wskaźnik cen w przemyśle PPI**	**gru**	**-2,4% r/r**	**-2,2% r/r**	**-2,9% r/r**
10:00	**PL**	**Produkcja budowlano-montażowa**	**gru**	**0,1% r/r**	**0,0% r/r**	**-1,5% r/r**
13:30	EMU	Publikacja protokołu z grudniowego posiedzenia EBC	gru	-	-	-
piątek 23 stycznia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	sty	47,0 pkt.	47,7 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	sty	52,7 pkt.	52,6 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	sty	48,8 pkt.	49,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	sty	52,4 pkt.	52,6 pkt.	-
11:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes EBC Ch. Lagarde na Forum Ekon. w Davos	sty	-	-	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	sty	51,8 pkt.	51,8 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	sty	52,5 pkt.	52,9 pkt.	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	sty	52,9 pkt.	54,0 pkt.	-
poniedziałek 19 stycznia			**okres**	**poprzednie dane**	**prognoza rynek**	**prognoza BOŚ**
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	sty	87,6 pkt.	88,2 pkt.	-
10:00	**PL**	**Sprzedaż detaliczna**	**gru**	**3,1% r/r**	**5,2% r/r**	**5,8% r/r**
14:00	**PL**	**Podaż pieniądza M3**	**gru**	**10,6% r/r**	**10,4% r/r**	**9,9% r/r**

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

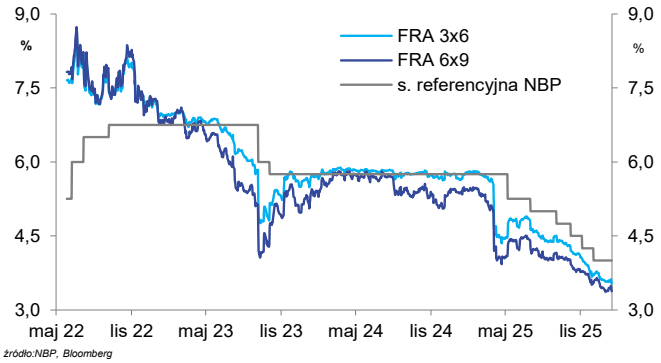
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



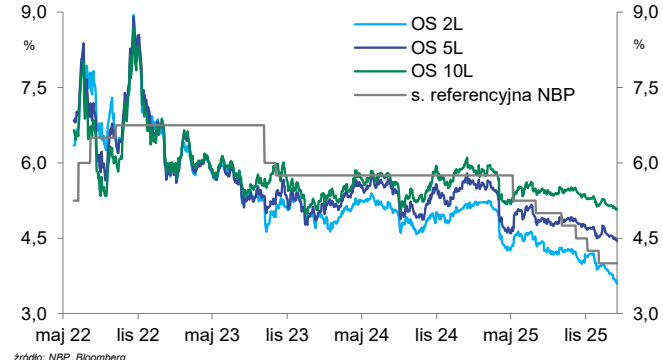
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



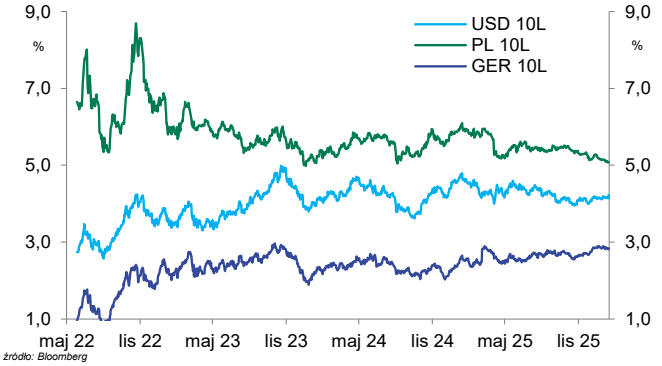
źródło:NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - Polska



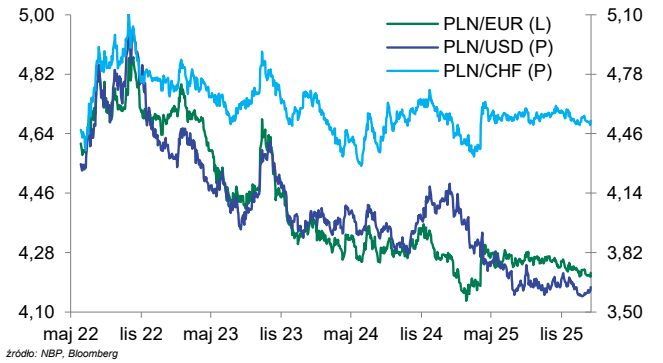
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



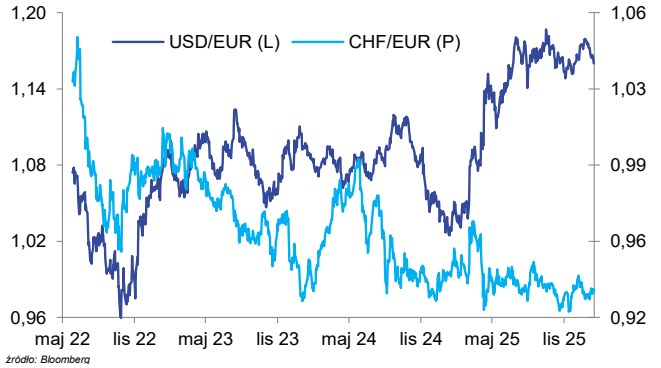
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



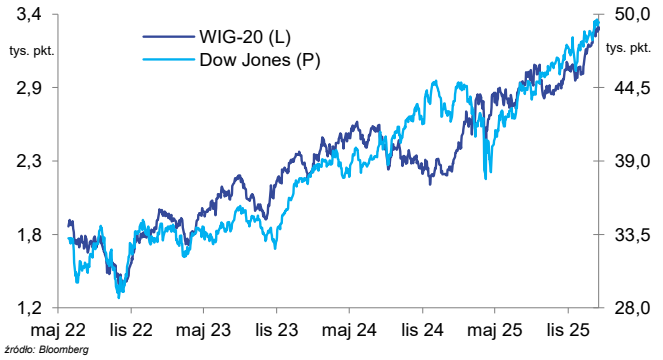
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



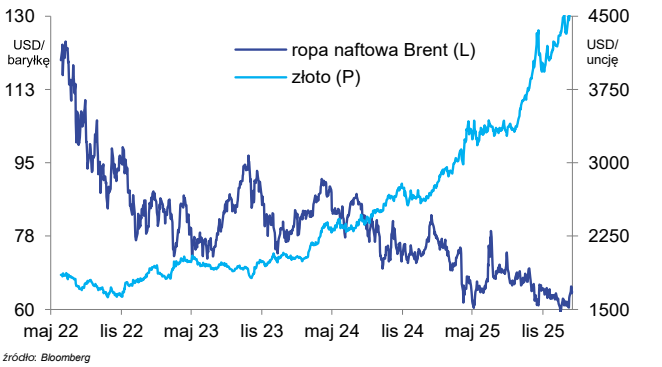
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

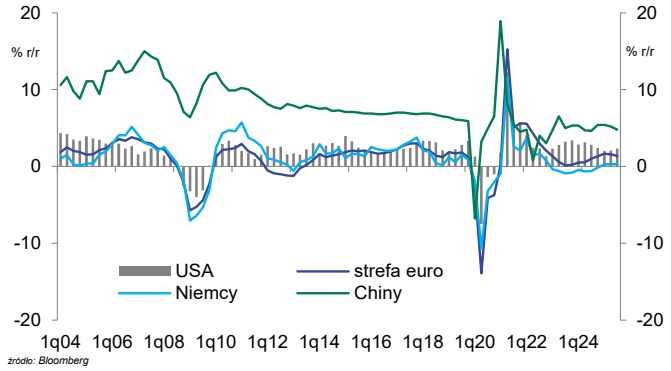
Ceny surowców



źródło: Bloomberg

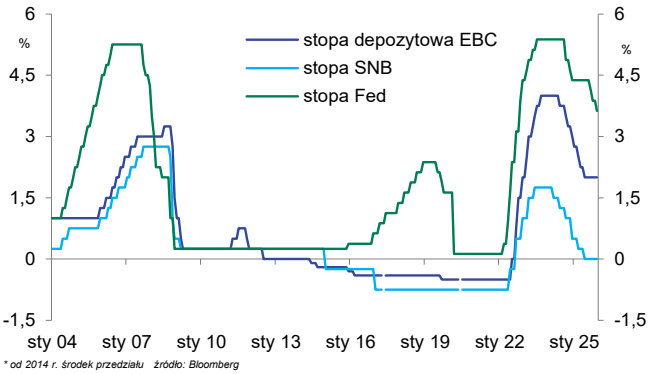
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



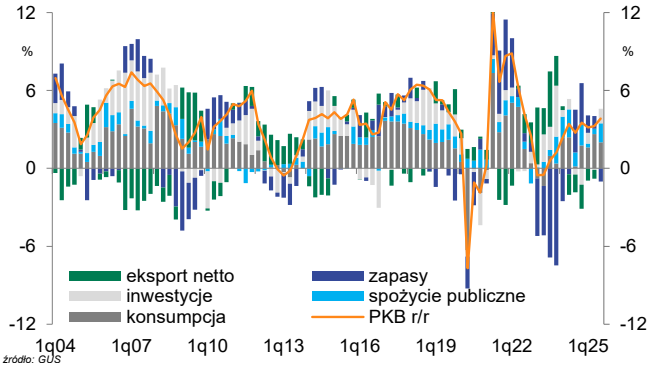
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



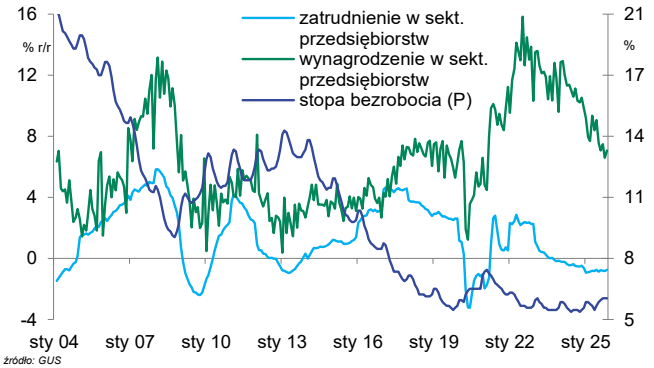
źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



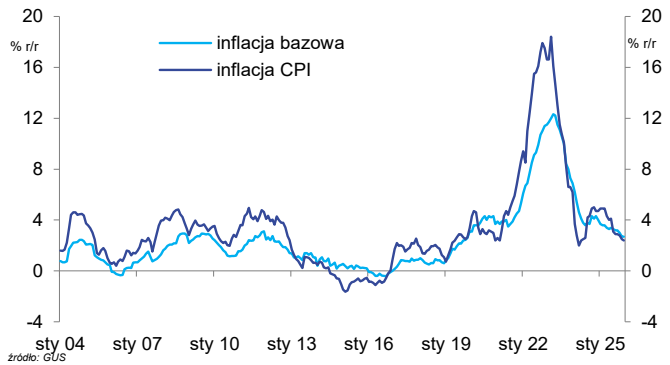
źródło: GUS

Rynek pracy



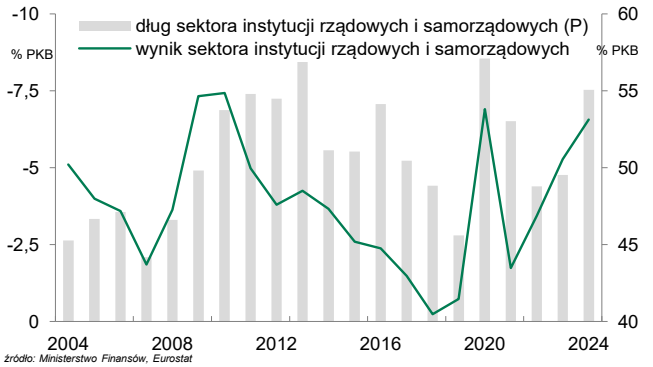
źródło: GUS

Inflacja



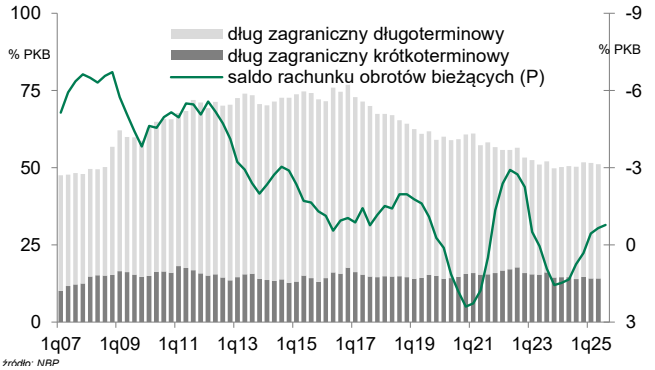
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

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.