

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

12 stycznia 2026

## Dobre nastroje na globalnym rynku finansowym. Oczekujemy stabilizacji stóp procentowych NBP, choć ryzyko obniżki jest niezerowe.

- Z początkiem 2026 r. utrzymywały się korzystne i stabilne nastroje rynkowe. Oczekiwania stabilizującej się sytuacji gospodarczej okazały się istotniejsze niż wzrost ryzyka sytuacji geopolitycznej.
- Interwencja USA w Wenezueli i deportacja prezydenta Maduro do USA w miniony weekend nie miały istotnego wpływu na rynki finansowe z uwagi na szybkie tempo działań i brak pełnoskalowej interwencji militarnej. Na razie także eskalacja protestów w Iranie oraz groźba USA interwencji zbrojnej w tym kraju nie przełożyły się na wzrost globalnej premii za ryzyko. Zgodnie z dominującymi oczekiwaniami rozwój sytuacji w Wenezueli oraz na Bliskim Wschodzie będzie kluczowy dla kształtowania się cen ropy naftowej. W minionym tygodniu ceny ropy korekcyjnie wzrosły do 65 USD/baryłkę, niemniej wysokie pozostaje ryzyko silniejszego wzrostu podaży i spadku ceny ropy nawet poniżej 50 USD/baryłkę (w zależności od perspektyw popytu).
- Czynnikiem poprawiającym globalne nastroje był natomiast całokształt danych gospodarczych wskazujących na niskie ryzyko silniejszego spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie.
- Choć wzrost zatrudnienia w USA w grudniu okazał się nieco słabszy wobec oczekiwań, a korekta dot. wcześniejszych miesięcy wskazała na niższy jego wzrost w całym IV kw., to ważniejszą informacją okazała się korekta w dół listopadowej stopy bezrobocia i jej dalszy spadek do 4,4% w grudniu. Opublikowane w minionym tygodniu dane JOLTS dot. liczby wakatów, odsetka zwolnień i zatrudnienia także wskazują raczej na utrzymanie słabszej koniunktury na rynku pracy niż jej dalsze pogorszenie. Jednocześnie wskaźniki koniunktury, dane dot. zamówień w przemyśle wskazują na utrzymanie solidnego tempa wzrostu PKB USA w IV kw.
- Zapewne pozytywnie na nastroje wpłynęły także lepsze dane dot. listopadowych zamówień i produkcji w niemieckim przemyśle. Pozwala to oczekiwać stabilnego umiarkowanego wzrostu aktywności gospodarczej pod koniec 2025 r. nawet pomimo grudniowego wyhamowania wskaźników koniunktury PMI. Co więcej w przypadku danych ze strefy euro dodatkowo nastroje poprawił niższy od oczekiwań odczyt grudniowej inflacji HICP (spadek do 2,0% r/r), a w szczególności długo oczekiwany lekki spadek wskaźnika inflacji bazowej (do 2,3% r/r).
- Niższe odczyty inflacji wsparły lekki spadek rentowności obligacji skarbowych Niemiec (o 4 pkt. baz.), po utrzymującej się w ostatnich tygodniach minionego roku presji na wzrost rentowności. W przypadku rynku amerykańskiego na długim końcu krzywej rentowności minimalnie obniżyły się, natomiast w przypadku 2-latek, niższe prawdopodobieństwo redukcji stóp procentowych Fed (po publikacji danych z rynku pracy) podwyższyło

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

rentowności o 6 pkt. baz. Spadek oczekiwań na obniżki stóp Fed wsparł też dolara, który w minionym tygodniu zyskał 0,5% w relacji do koszyka walut, co przy równoczesnej deprecjacji euro poskutkowało powrotem kursu euro wobec dolara poniżej poziomu 1,17 USD/EUR.

- Choć dane dot. zatrudnienia w USA pozostają słabe, to nie pogarszają się wyraźnie, a stopa bezrobocia wzrosła mniej wobec wcześniejszych obaw. Biorąc pod uwagę te dane oraz zapisy dyskusji z grudniowego posiedzenia FOMC wyraźnie wskazujące na preferencję pauzy w luzowaniu polityki monetarnej oceniamy, że prawdopodobieństwo stabilizacji stóp Fed na posiedzeniu pod koniec stycznia wzrosło powyżej 50%.
- Wraz ze sprzyjającymi danymi z gospodarki USA, za wstrzemięźliwością FOMC przy styczniowej decyzji może przemawiać zaostrzenie relacji prezydent USA – Fed. Prezes Fed w weekendowym oświadczeniu poinformował, że został wezwany do złożenia zeznań w śledztwie karnym prokuratury federalnej ws. remontu siedziby Rezerwy Federalnej. Prezes Powell wskazał w oświadczeniu, że jest to atak na niezależność Fed, gdyż kwestia remontu jest jedynie pretekstem, a faktyczną przesłanką jest utrzymywanie stóp przez FOMC powyżej poziomu oczekiwanego przez administrację prezydencką. Jeżeli te informacje silnie wpłyną na inwestorów mogą w trakcie tygodnia ciżyć zarówno obligacjom amerykańskim jak i notowaniom dolara.
- Niższe rentowności na rynku europejskim sprzyjały także spadkom rentowności papierów skarbowych na polskim rynku, które obniżyły się o 5 – 11 pkt. baz. w zależności od terminu do zapadalności. W przypadku bowiem stawek IRS oraz FRA, po silnych spadkach pod koniec ub.r., w minionych dniach odnotowano lekkie korekcyjne wzrosty. Choć w relacji do koszyka walut złoty lekko (0,3%) stracił na wartości, to w relacji do euro utrzymał się na bardzo silnym poziomie w okolicach 4,21 PLN/EUR.
- W bieżącym tygodniu kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP, na którym oczekujemy stabilizacji stóp procentowych po serii ich obniżek w II poł. 2025 r. Za pauzą w cyklu obniżek przemawia seria wcześniejszych wypowiedzi członków RPP wskazujących, że Rada potrzebuje obecnie czasu na przeanalizowanie napływających danych z gospodarki, ponadto grudniowy wynik CPI (2,4%) nie zaskoczył. Jednocześnie ryzyko zaskoczenia ze strony RPP obniżką stóp jest niezerowe. Wynika ono przede wszystkim z perspektywy dalszego obniżenia inflacji w I kw. br. O ryzyku obniżki świadczy ostatnia wypowiedź I. Dąbrowskiego, który stwierdził, że prawdopodobieństwo poluzowania polityki pieniężnej w styczniu szacuje na 50%.
- Na rynku globalnym istotne będą dane dot. grudniowej inflacji CPI, weryfikujące na ile listopadowy silny spadek inflacji był efektem trwałym, a na ile wynikał z zaburzeń związanych z trwającym do początku listopada shutdownem. Ponadto grudniowe dane dot. sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej będą dodatkową informacją dot. kondycji amerykańskiej gospodarki pod koniec roku.
- Cały czas uwaga inwestorów będzie także skupiona na doniesieniach dot. sytuacji geopolitycznej. Choć póki co przebieg sytuacji wspiera stabilną sytuację rynkową, nie można wykluczyć nieoczekiwanych scenariuszy i eskalacji konfliktów, które mogłyby przełożyć się na wzrost globalnej premii za ryzyko.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (13–14 stycznia)**

**Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 4,25%.**

Za pauzą w cyklu obniżek przemawia seria wcześniejszych wypowiedzi członków RPP wskazujących, że Rada potrzebuje obecnie czasu na przeanalizowanie napływających danych z gospodarki, ponadto grudniowy wynik CPI (2,4%) nie zaskoczył, a szacowana stopa inflacji bazowej w grudniu lekko wzrosła.

Jednocześnie ryzyko zaskoczenia ze strony RPP w postaci obniżenia stóp o 25 pkt. baz. jest niezerowe. Wynika ono przede wszystkim z perspektywy dalszego obniżenia inflacji w I kw. br. Po ogłoszeniu przez URE taryf na energię elektryczną ustąpił czynnik ryzyka w postaci kształtowania się cen energii z początkiem roku. W tych warunkach prawdopodobieństwo obniżenia inflacji w najbliższych miesiącach wzrosło, a tego mogły nie uwzględniać ostatnie wypowiedzi członków RPP, które w większości były formułowane zaraz po posiedzeniu grudniowym RPP. O ryzyku obniżki stóp świadczy ostatnia wypowiedź członka RPP I. Dąbrowskiego, który stwierdził, że prawdopodobieństwo poluzowania polityki pieniężnej na najbliższym posiedzeniu w styczniu szacuje na 50%.

## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

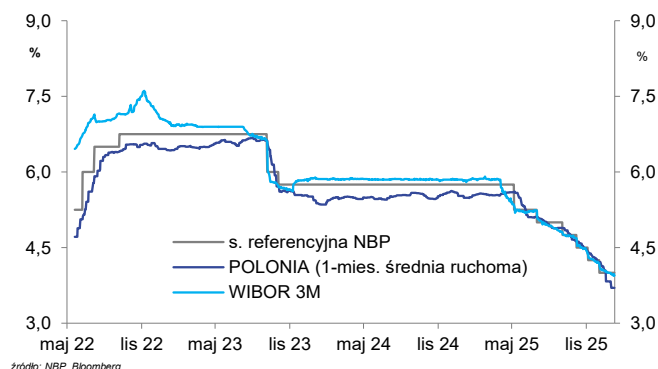
| wtorek 13 stycznia       |     |                                                    | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
|--------------------------|-----|----------------------------------------------------|--------|-----------------|----------------|---------------|
| 14:00                    | PL  | Saldo na rachunku obrotów bieżących                | lis    | 1,924 mld EUR   | 0,124 mld EUR  | 0,910 mld EUR |
| 14:30                    | US  | Wskaźnik inflacji CPI                              | gru    | 2,7% m/m        | 3,1% m/m       | -             |
| 14:30                    | US  | Wskaźnik inflacji bazowej CPI                      | gru    | 2,6% m/m        | 3,0% m/m       | -             |
| środa 14 stycznia        |     |                                                    | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 03:00                    | CHN | Eksport                                            | gru    | 5,9% r/r        | 3,8% r/r       | -             |
| 03:00                    | CHN | Import                                             | gru    | 1,9% r/r        | 2,8% r/r       | -             |
| 14:30                    | US  | Sprzedaż detaliczna                                | lis    | 0,0% m/m        | 0,1% m/m       | -             |
| -                        | PL  | Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych            | sty    | 4,00% (ref)     | 4,00% (ref)    | 4,00% (ref)   |
| czwartek 15 stycznia     |     |                                                    | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 10:00                    | PL  | Inflacja CPI (ost.)                                | gru    | 2,4% r/r (wst.) | -              | 2,4% r/r      |
| 11:00                    | EMU | Produkcja przemysłowa                              | lis    | 0,8% m/m        | 0,7% m/m       | -             |
| 15:00                    | PL  | Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP | sty    | -               | -              | -             |
| piątek 16 stycznia       |     |                                                    | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 14:00                    | PL  | Inflacja CPI – wskaźnik bazowy                     | paź    | 2,7% r/r        | -              | 2,8% r/r*     |
| 14:00                    | PL  | Publikacja protokołu z grudniowego posiedzenia RPP | gru    | -               | -              | -             |
| 15:15                    | US  | Produkcja przemysłowa                              | lis    | 0,2% m/m        | -0,1% m/m      | -             |
| poniedziałek 19 stycznia |     |                                                    | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 03:00                    | CHN | Produkcja przemysłowa                              | gru    | 4,8% r/r        | -              | -             |
| 03:00                    | CHN | Sprzedaż detaliczna                                | gru    | 1,3% r/r        | -              | -             |
| 03:00                    | CHN | Inwestycje                                         | gru    | -1,7% r/r       | -              | -             |
| 03:00                    | CHN | PKB                                                | IV kw. | 4,8% r/r        | 4,7% r/r       | -             |

\* szacunek na podstawie danych z flash CPI

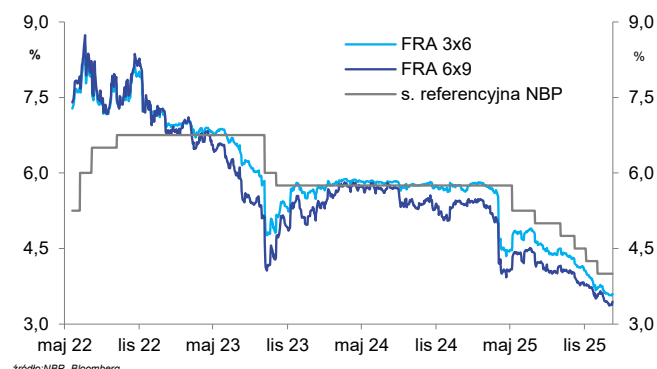
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

## Rynki finansowe

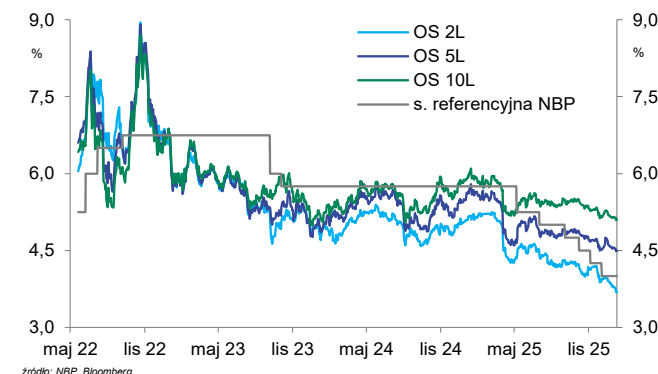
### Krajowe stopy procentowe



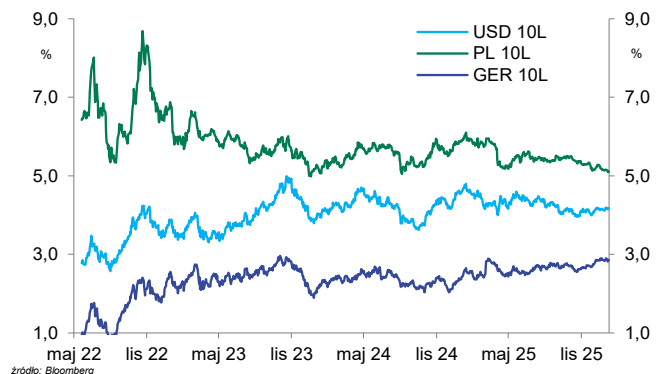
### Uczekiwanie rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



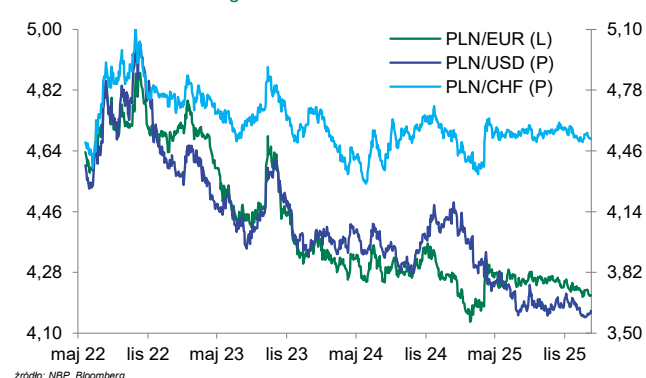
### Krentowności obligacji skarbowych - Polska



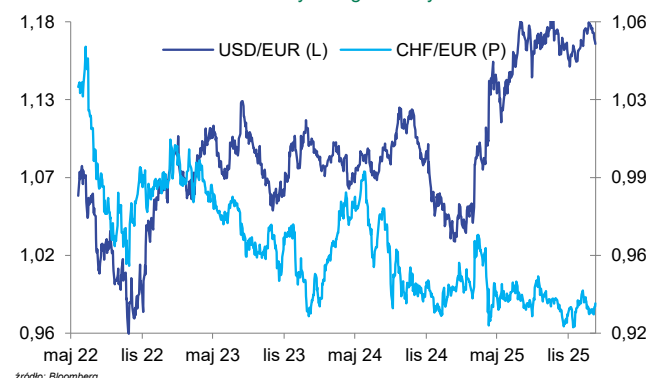
### Krentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



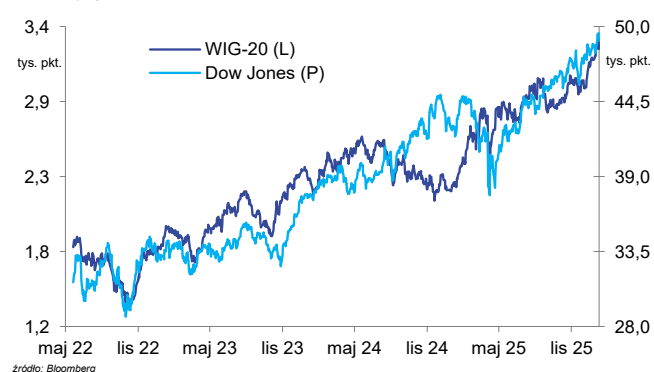
### Notowania kursu złotego



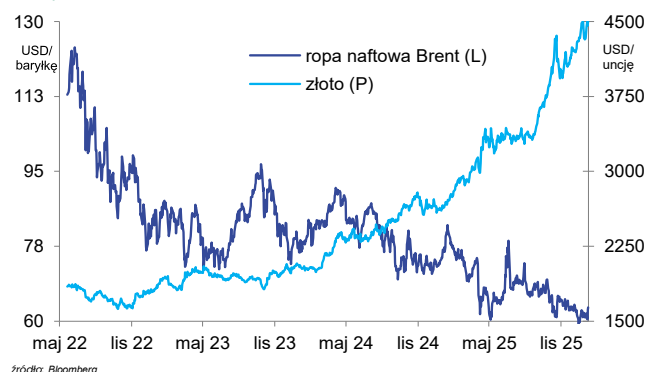
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

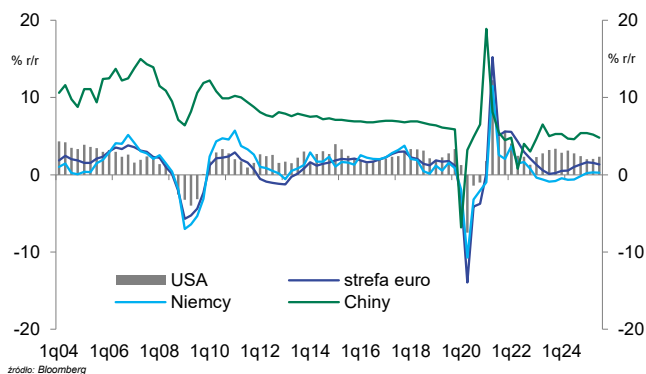


### Ceny surowców

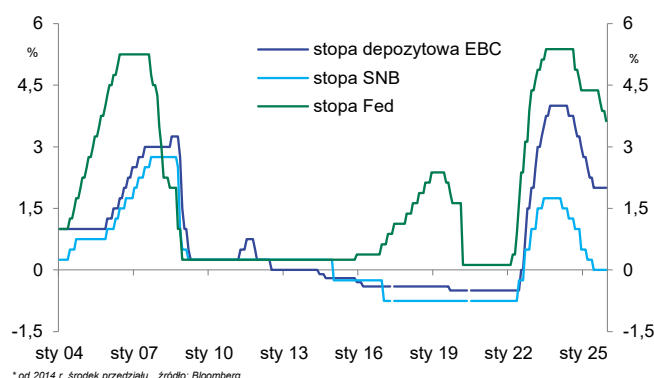


## Sfera realna

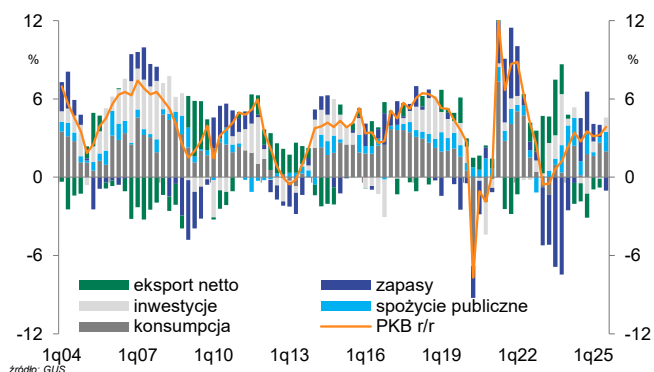
### Wzrost PKB za granicą



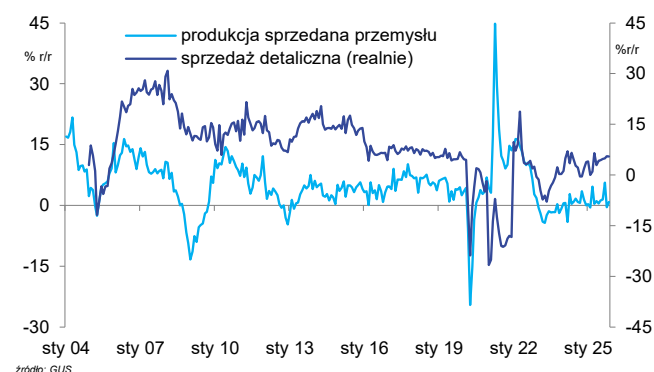
### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



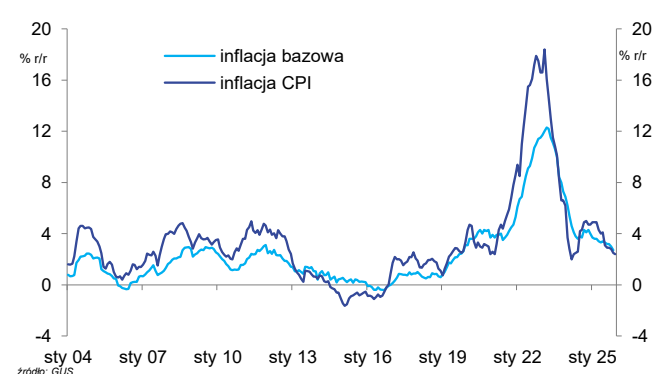
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



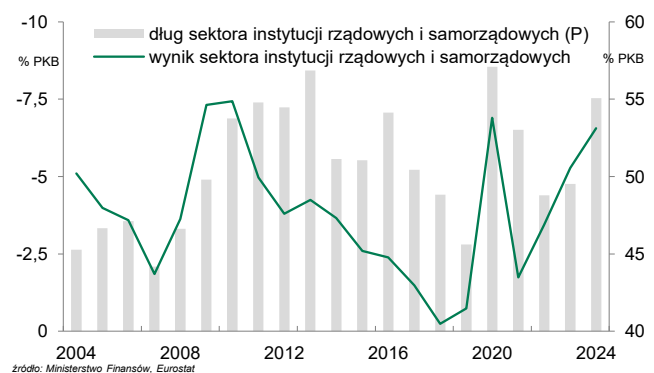
### Rynek pracy



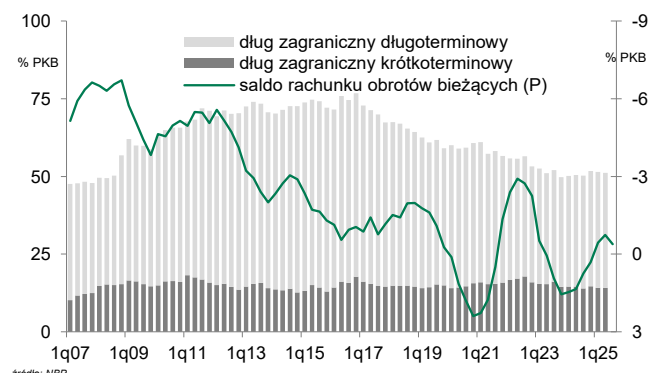
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 31.12.2025 | 02.01.2026 | 09.01.2026 | 31.01.2026 | 28.02.2026 | 31.03.2026 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP       | %   | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,25       |
| Stopa referencyjna NBP     | %   | 4,00       | 4,00       | 4,00       | 4,00       | 4,00       | 3,75       |
| Stopa depozytowa NBP       | %   | 3,50       | 3,50       | 3,50       | 3,50       | 3,50       | 3,25       |
| WIBOR 3M                   | %   | 3,99       | 3,97       | 3,95       | 3,95       | 3,90       | 3,85       |
| FRA 3x6                    | %   | 3,58       | 3,58       | 3,60       | -          | -          | -          |
| FRA 6x9                    | %   | 3,38       | 3,39       | 3,45       | -          | -          | -          |
| FRA 9x12                   | %   | 3,33       | 3,35       | 3,41       | -          | -          | -          |
| IRS 2L                     | %   | 3,58       | 3,60       | 3,63       | -          | -          | -          |
| IRS 5L                     | %   | 3,79       | 3,81       | 3,83       | -          | -          | -          |
| IRS 10L                    | %   | 4,22       | 4,24       | 4,25       | -          | -          | -          |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 3,80       | 3,79       | 3,68       | 3,75       | 3,70       | 3,65       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 4,55       | 4,56       | 4,49       | 4,50       | 4,50       | 4,45       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 5,15       | 5,15       | 5,10       | 5,15       | 5,15       | 5,10       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,23       | 4,22       | 4,21       | 4,22       | 4,23       | 4,24       |
| PLN/USD                    | PLN | 3,60       | 3,60       | 3,62       | 3,62       | 3,65       | 3,66       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,54       | 4,53       | 4,52       | 4,53       | 4,54       | 4,55       |
| USD/EUR                    | USD | 1,17       | 1,17       | 1,16       | 1,17       | 1,16       | 1,16       |
| Stopa Fed                  | %   | 3,75       | 3,75       | 3,75       | 3,50       | 3,50       | 3,50       |
| 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       | 4,19       | 4,17       | 4,15       | 4,10       | 4,05       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 2,85       | 2,90       | 2,86       | 2,80       | 2,75       | 2,70       |

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 jakiegokolwiek 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.