



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

**Cezary Chrapek, CFA**  
Ekonomista

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista

**Antoni Zalewski**  
Analityk

20 stycznia 2026

### Informacje na dziś

- **GE:** Dziś o godz. 11:00 poznamy wyliczenie indeksu instytutu ZEW za styczeń. Wskaźnik ten obrazuje oczekiwania analityków i inwestorów dotyczące koniunktury w Niemczech w horyzoncie sześciu miesięcy. Według konsensusu prognoz indeks ma wzrosnąć do 49,9 pkt z 45,8 pkt w grudniu, co oznaczałoby poprawę nastrojów. Już wcześniej takie wnioski płynęły z opublikowanego styczniowego wskaźnika Sentix dla Niemiec. Gospodarka ta może wchodzić w fazę stopniowego ożywienia po okresie stagnacji, aczkolwiek kontynuacja tej tendencji oraz tempo poprawy są obarczone wysoką niepewnością. Warto zauważyć, że dane ZEW i Sentix już wcześniej wysyłały fałszywe sygnały dotyczące poprawy koniunktury, więc nie można wykluczyć, że sytuacja ta się powtórzy. Niemniej jednak, prędzej czy później realizacja impulsów fiskalnych powinna wpłynąć na przyspieszenie wzrostu gospodarczego.

### Wydarzenia i komentarze

- **WORLD:** Międzynarodowy Fundusz Walutowy podniósł prognozę wzrostu światowego PKB w 2026 r. do 3,3%, co oznacza korektę w górę o 0,2 pkt proc. wobec prognozy z października 2025. Oczekiwania (3,2%) na 2027 r. pozostały niezmienione. Rewizja odzwierciedla lepsze od spodziewanych wyniki gospodarcze w 2025 r., silny impuls inwestycyjny związany z technologiami - zwłaszcza sztuczną inteligencją - oraz czasowe złagodzenie napięć handlowych, w tym obniżenie efektywnej stawki taryfowej USA na towary z Chin. Największy wkład do rewizji generują Stany Zjednoczone (korekta wzrostu na 2026 r. o +0,3 pkt proc.) oraz Chiny (+0,3 pkt proc.). MFW akcentuje bilans czynników ryzyka dla swoich prognoz skierowany w dół. Czynniki te obejmują korektę wycen w sektorze AI i związane z tym spadek inwestycji, ponowną eskalację protekcjonizmu, napięcia geopolityczne z potencjałem zakłócenia łańcuchów dostaw, a także narastające w wielu krajach ryzyka fiskalne wynikające z rosnącego długu publicznego. W przypadku Polski prognoza wzrostu na 2026 r. również została istotnie podniesiona do 3,5% (+0,4 pkt proc.). Dla 2027 r. natomiast prognozę skorygowano w dół do 2,7%, a więc o 0,2 pkt proc. względem raportu z października. Co do 2026 r. my jesteśmy jeszcze bardziej optymistyczni. Spodziewamy się wzrostu PKB o 3,8%.
- **PL:** Prezydent podpisał ustawę budżetową na 2026 r. i skierował ją do Trybunału Konstytucyjnego. Przypomnijmy, że ustawa zakłada deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w wysokości 6,5% PKB. Rok 2026 ma być zatem trzecim z rzędu z deficytem przekraczającym 6% PKB.
- **EZ:** Według finalnych danych inflacja HICP w strefie euro wyniosła w grudniu 1,9% r/r wobec 2,1% r/r miesiąc wcześniej. Z perspektywy polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego dane pokazują kontynuację łagodzenia presji cenowej. Niemniej EBC będzie nadal utrzymywał stabilne stopy procentowe, ze względu na niezmiennie uporczywą inflację cen usług. W grudniu wyniosła ona 3,4% r/r, a więc znacząco przewyższa cel inflacyjny EBC (2,0% r/r).

### Rynki na dziś

Wczoraj rynki w USA były zamknięte z powodu święta. Na sesji azjatyckiej podobnie jak na sesji europejskiej przeważały spadki indeksów. Mocno rosły rentowości japońskich obligacji po informacji, że premier Japonii S. Takaichi ogłosiła, że zamierza rozwiązać Izbę Reprezentantów z dniem 23 stycznia i roz�isać przyspieszone wybory do izby niższej parlamentu na 8 lutego. To może mieć negatywny wpływ na apetyt na ryzyko na rynkach akcji na dzisiejszej sesji. Bank Centralny Chin utrzymał stopy procentowe bez zmian, a 1-rocza stopa kredytów bankowych dla firm nadal wynosi 3,00 proc., a 5-letnia stopa referencyjna kredytów hipotecznych na poziomie 3,50%. Dziś kurs EURUSD na otwarciu jest wyżej względem wczorajszego zamknięcia w pobliżu 1,167, ale złoty zaczyna dzień od lekkiego osłabienia powyżej 4,22 do euro. Niższy od oczekiwań odczyt PPI dla Niemiec może wspierać ceny niemieckich obligacji na otwarciu szczególnie po niższej inflacji dla całej strefy euro, ale oczekiwana poprawa indeksu ZEW może działać w drugą stronę. Rynek będzie śledził rozwój sytuacji wokół Grenlandii, Iranu i Ukrainy i będzie wyczekiwał komentarzy z forum w Davos.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2246	0.0%
USD/PLN	3.6306	-0.3%
CHF/PLN	4.5348	0.0%
EUR/USD	1.1636	0.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.04	3
WIBOR 3M	3.94	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3.60	1
5Y	4.47	3
10Y	5.12	5

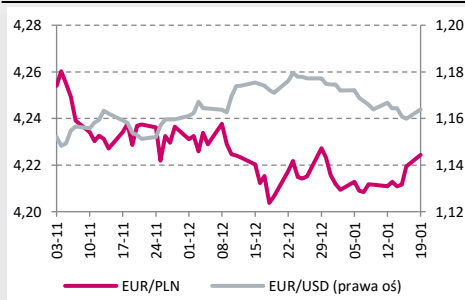
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3.57	3
5Y	3.79	4
10Y	4.22	5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.83	-1
US 10Y	4.23	4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	121050.5	-0.5
DAX	24959.1	-1.3
S&P 500	6940.0	-0.1

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



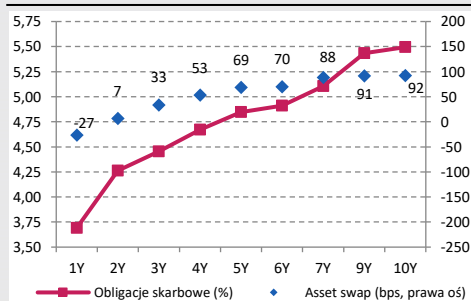
## Rynek krajowy

Początek tygodnia stał pod znakiem lekkich spadków indeksów akcyjnych. Złoty lekko tracił na wartości względem euro na otwarciu do ok. 4,228 z ok. 4,22, ale później odrobił straty i utrzymywał się blisko 4,223 niemal do końca sesji. Towarzyszyło temu stopniowe umocnienie euro do dolara. Zmiana kurs złotego była ograniczona, a na wartości wobec euro traciła większość walut gospodarek wschodzących wobec wzrostu napięć geopolitycznych i eskalację napięć w globalnym handlu. Na krajowym rynku stopy procentowej doszło do wzrostu stóp swap o ok. 2-3 pb i w podobnej skali rosły także rentowności obligacji. Prezydent K. Nawrocki podpisał budżet i skierował go do Trybunału Konstytucyjnego. W regionie bank centralny Rumunii pozostawił główną stopę procentową bez zmian na poziomie 6,5%.

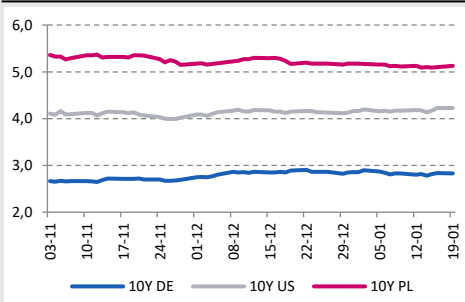
## Rynki zagraniczne

Na europejskich parkietach przeważał kolor czerwony. Spadki były związane z ogólnym pogorszeniem nastrojów po zapowiedziach ze strony prezydenta USA D. Trumpa o nałożeniu nowych ceł na sojuszników z NATO, wobec ich reakcji plany prezydenta USA odnośnie uzyskania kontroli nad terytorium Grenlandii oraz potencjalne działania odwetowe sojuszników. Amerykański sekretarz skarbu S. Bessent sygnalizował krajom europejskim, aby nie podejmowały żadnych kroków odwetowych w reakcji na działania USA w związku ze sporem wokół Grenlandii. Rynki akcji w USA były zamknięte z uwagi na Dzień Martina Luthera Kinga. Dolar stopniowo tracił na wartości, ale zakres osłabienia był ograniczony do ok. 1,164. Euro nie zaskodził z kolei niższy od oczekiwań odczyt inflacji w strefie euro (1,9% r/r). Lekko zyskiwał do euro frank szwajcarski. Na niemieckim rynku długu doszło do umocnienia na otwarciu i spadku rentowności o ok. 2-3 pb, po czym 10-letnie rentowności w trakcie dnia powróciły do piątkowego zamknięcia do ok. 2,83%. Premier Francji zapowiedział, że chce przyjąć budżet z ominięciem głosowania w parlamencie. Rentowność 10-letnich obligacji francuskich wzrosła o ok. 5,16%.

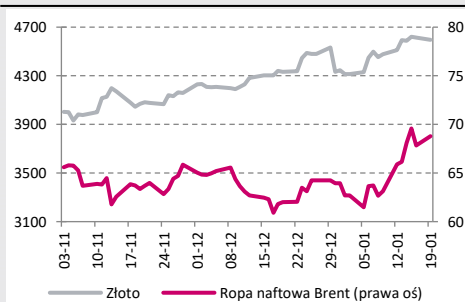
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 16 stycznia</b>						
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	2.7%	2.7%	2.7%	
<b>Poniedziałek 19 stycznia</b>						
Dzień M. Luthera Kinga	USA					
03:00 PKB r/r	Chiny	Q4	4.8%	4.5%	4.4%	
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Grudzień	4.8%	5.2%	5.0%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Grudzień	1.3%	0.9%	1.2%	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Grudzień	2.0%	1.9%	2.0%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%	6.50%	6.50%	
<b>Wtorek 20 stycznia</b>						
02:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Styczeń	3.00%	3.00%	3.00%	
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Grudzień	-2.3%	-2.5%	-2.4%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Styczeń	45.8		50.0	
<b>Czwartek 22 stycznia</b>						
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Grudzień	7.1%		6.9%	7.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Grudzień	-0.8%		-0.7%	-0.7%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Grudzień	-1.1%		2.8%	3.5%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Grudzień	-2.4%		-2.2%	-2.2%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Grudzień	0.1%		0.0%	1.4%
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Styczeń				
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Styczeń				
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Styczeń				
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Grudzień				
14:30 PKB annualizowany kw/kw fin.	USA	Q3	3.8%		4.3%	
16:00 Dochody Amerykanów m/m	USA	Listopad				
16:00 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Listopad	0.1%			
16:00 Inflacja PCE r/r	USA	Listopad	2.8%			
16:00 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Listopad	2.8%			
<b>Piątek 23 stycznia</b>						
00:00 Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Maj	0.75%		0.75%	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Styczeń	48.8		49.0	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Styczeń	52.4		52.8	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Styczeń	51.8			
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Styczeń	52.5			
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Styczeń	52.9		54.0	
<b>Poniedziałek 26 stycznia</b>						
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Styczeń	87.6			

Źródło: LSEG Workspace, Millennium Bank S.A., Parkiet.