



Makro i rynek

komentarz dzienny

22 stycznia 2026

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Informacje na dziś

- **PL:** O godz. 10:00 poznamy dane z krajowego przemysłu i budownictwa w grudniu. Według naszej prognozy produkcja przemysłowa wzrosła o 3,5% r/r, po spadku o 1,1% r/r w listopadzie, który okazał się dużą negatywną niespodzianką. W przypadku produkcji budowlano-montażowej spodziewamy się wzrostu o 1,4% r/r wobec 0,1% r/r miesiąc wcześniej. Dane za grudzień z przemysłu i budownictwa mogą pokazać, czy słabsze wyniki za listopad wynikały głównie z sezonowości i niekorzystnego układu świąt (a nie ze słabnącego popytu) oraz czy udało się część tych strat odrobić. Naszym zdaniem istnieje szansa, że wzrost PKB w 4Q 2025 będzie nawet nieco szybszy niż w 3Q 2025, kiedy wyniósł bardzo solidne 3,8% r/r. Perspektywy dla wzrostu w 2026 r. również wyglądają optymistycznie.
- **PL:** O 10:00 GUS opublikuje dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw za grudzień. Według naszej prognozy zatrudnienie spadło o 0,7% r/r, czyli o tyle samo co w listopadzie. W przypadku miesięcznego wynagrodzenia spodziewamy się wzrostu o 7,2% r/r wobec 7,1% r/r miesiąc wcześniej. Zrealizowanie się tych oczekiwań, naszym zdaniem, będzie argumentem za utrzymaniem stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w lutym. Początek 2026 r. powinien przynieść spowolnienie wzrostu płac ze względu na niewielką podwyżkę płacy minimalnej. Uważamy, że przy słabszej presji płacowej i niższej inflacji cen usług w I poł. 2026 r. może pojawić się niewielka przestrzeń do obniżek stóp procentowych NBP.
- **US:** O godz. 14:30 poznamy także raport o dochodach i wydatkach Amerykanów w listopadzie. Będzie on obejmował również wyliczenie inflacji PCE – preferowanej przez Fed miary zmian cen konsumpcyjnych w USA. Według konsensusu prognoz wskaźnik PCE ma wynieść 2,7% r/r wobec 2,8% r/r w październiku. Zrealizowanie się tych oczekiwań potwierdziłoby bardzo powolne wygasanie presji cenowej w USA. Wraz z prawdopodobnie niezłymi danymi o popycie konsumpcyjnym (konsensus: 0,5% m/m) dane powinny przemawiać za utrzymaniem przez Fed strategii „wait-and-see”.

Wydarzenia i komentarze

- **EU:** Parlament Europejski zdecydował o przekazaniu umowy handlowej Unia Europejska-Mercosur do Trybunału Sprawiedliwości UE, co wstrzymuje proces jej ratyfikacji co najmniej na kilka miesięcy. Przypomnijmy, że umowę tę podpisano 17 stycznia, ale do jej wejścia w życie konieczna jest zgoda Parlamentu Europejskiego oraz ratyfikacja przez państwa Mercosuru (Argentyna, Brazylia, Paragwaj, Urugwaj). Umowa UE-Mercosur ma ułatwić wymianę towarów przemysłowych i rolnych m.in. poprzez znoszenie ceł. Polska nie poparła porozumienia, przede wszystkim z powodu obaw rolników dotyczących optymalności krajowej produkcji. Ponadto Parlament Europejski odroczył głosowanie w sprawie ratyfikacji umowy handlowej UE-USA z powodu działań D.Trumpa dotyczących Grenlandii oraz jego zapowiedzi nowych ceł. Z punktu widzenia faktycznie stosowanych ceł decyzja ta nie zmienia obecnej sytuacji, ponieważ USA utrzymują stawkę 15% na większość unijnego eksportu, natomiast UE stosuje wobec USA zerową stawkę dla objętych porozumieniem produktów.

Rynki na dziś

Rynki akcji w USA zakończyły śródową sesję ponad 1% wzrostami po tym, jak prezydent D. Trump odwołał nowe cła na Europę, ogłaszając, że osiągnięto porozumienie w sprawie Grenlandii. Ramy porozumienia zostały wypracowane w ramach NATO wobec całego obszaru Arktyki. W Azji przeważały wzrosty szczególnie w przypadku japońskiego rynku. Po optymizmie związanym z rozwojem sytuacji wokół Grenlandii kurs EURPLN jest dziś rano nieco poniżej ok. 4,215 a po wczorajszym zamknięciu zbliżał się przejściowo do ok. 4,205 pod koniec sesji w USA. Dolar nieznacznie odrobił straty do euro i zaczyna dzień ok. 1,168. Na dzisiejszym przetargu Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży zaoferuje sześć serii obligacji łącznie za 8-12 mld zł. Krajowe dane z gospodarki mogą być nieco wyższe od konsensusu, co obok podaży długu na aukcji może zatrzymać spadki rentowności obligacji. Za granicą w centrum uwagi będą dane inflacyjne z USA (PCE) oraz kolejne komentarze z Davos.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2207	-0,1%
USD/PLN	3,6049	0,0%
CHF/PLN	4,5348	0,0%
EUR/USD	1,1709	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4,00	-4
WIBOR 3M	3,90	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,54	1
5Y	4,44	-2
10Y	5,13	0

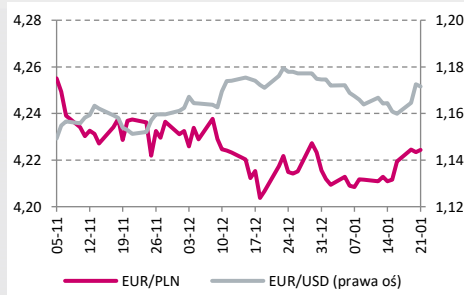
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,52	-2
5Y	3,75	-4
10Y	4,21	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,88	2
US 10Y	4,28	1

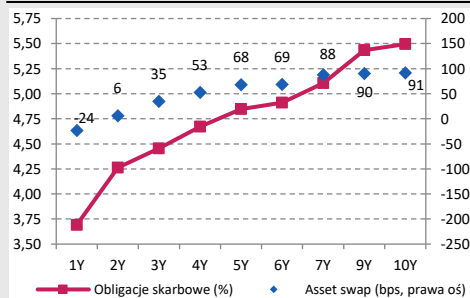
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	120869,1	-0,1
DAX	24561,0	-0,6
S&P 500	6875,6	1,2

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

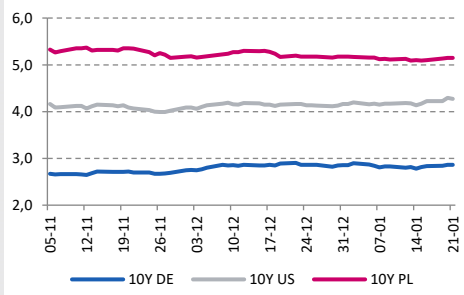
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



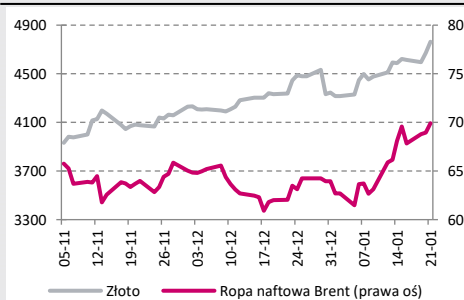
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Na krajowym rynku akcji notowano niewielkie spadki indeksów. Na rynku walutowym kolejny dzień z rzędu zmienność była ograniczona. Po lekkim osłabieniu w pierwszej części dnia z ok. 4,223 do ok. 4,228 wobec euro po południu kurs EURPLN obniżył się do ok. 4,218. Zmiana notowań złotego do euro była marginalna podobnie zresztą jak pozostałych walut koszyka CEE/MEA. Na rynku stopy procentowej notowano spadki stawek swap o 3-4 pb, a rentowności obligacji spadały w nieco większym zakresie w trakcie dnia nawet do 5-8 pb, w tym w większym zakresie na krótkim końcu krzywej. To ma po części związek z oczekiwaniami kształtowania się inflacji na niskim poziomie. Na koniec sesji rentowności 10-letnich obligacji wyniosły ok. 5,15%. Ministerstwo Finansów złożyło 20 stycznia w amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) prospekt emisyjny obligacji w kwocie do 10 mld \$.

Rynki zagraniczne

Na europejskich rynkach akcji zmiany indeksów były mieszane z lekką przewagą spadków. W USA indeksy notowały lekkie wzrosty po tym jak D. Trump sygnalizował, że nie użyje siły aby zająć Grenlandię. Kurs EURUSD osłabiał się od początku sesji z okolic 1,17 do ok. 1,174. Dane o bilansie płatniczym ze strefy euro pokazały nadwyżkę w handlu strefy euro w listopadzie 2025 r. na poziomie 9,9 mld euro, bez uwzględniania czynników sezonowych (nsa), wobec nadwyżki 18,4 mld euro. Z kolei produkcja przemysłowa za listopad wzrosła o 0,7% m/m nieco powyżej konsensus 0,5%. Dane o PKB z Niemiec za 2025 r. (0,2% r/r i 0,2% kw/kw) pokazały pierwszy od 2022 r. wzrost PKB w ujęciu rocznym po spadku o 0,5% w poprzednim roku. Dolar odrabiał straty do euro z powrotem do 1,17 w trakcie wystąpienia D. Trumpa. W trakcie wystąpienia prezydent USA powiedział, że Stany Zjednoczone chcą natychmiastowego rozpoczęcia rozmów na temat zakupu Grenlandii. Na bazowych rynkach długu doszło do osłabienia. Po mocniejszym otwarciu doszło do wzrostu rentowności o ok. 5 pb. Rentowność 10-letnich Bondów wzrosła o ok. 3-5pb do ok. 2,88%. W podobnej skali rosły rentowności amerykańskich obligacji o ok. 3-5 pb w tym w większej skali dla dłuższych tenorów do ok. 4,23%. Wzrostom rentowności sprzyjały lekkie wzrosty cen ropy do blisko 7\$ za baryłkę.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 16 stycznia						
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	2.7%	2.7%	2.7%	
Poniedziałek 19 stycznia						
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%	
Wtorek 20 stycznia						
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	59.6	50.0	
Środa 21 stycznia						
Brak istotnych publikacji						
Czwartek 22 stycznia						
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			0.4%	
16:00 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Listopad	0.1%			
16:00 Inflacja PCE r/r	USA	Listopad	2.8%		2.7%	
16:00 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Listopad	2.8%		2.8%	
Piątek 23 stycznia						
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	
Poniedziałek 26 stycznia						
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Styczeń	87.6			

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

Millennium
bank