

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

12 stycznia 2026

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

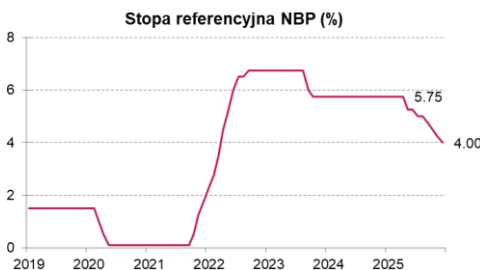
**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 601 843 329

**Cezary Chrapek, CFA**  
Ekonomista

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista

**Antoni Zalewski**  
Analityk

## Wykres tygodnia



Źródło: NBP, Bank Millennium

W 2025 roku Rada Polityki Pieniężnej obniżyła podstawową stopę procentową z 5,75% do 4,00%, co oznacza silniejsze dostosowanie niż oczekiwano. W grudniu część członków RPP zasygnalizowała możliwość przejściowego wstrzymania dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, wskazując na niepewność dotyczącą inflacji na początku 2026 r. Naszym zdaniem na najbliższym posiedzeniu RPP utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie, przy czym bilans ryzyka dla tego scenariusza pozostaje skierowany w dół.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Czas na przerwę w obniżkach stóp procentowych NBP?

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Po raz pierwszy weźmie w nim udział nowy członek tego gremium, tj. Marcin Zarzecki. Decyzję poznamy w środę w godzinach popołudniowych. Przypomnijmy, że w grudniu RPP po raz piąty z rzędu obniżyła stopy procentowe. W efekcie stopa referencyjna osiągnęła poziom 4,00%. Po tej decyzji część członków (I. Duda, L. Kotecki) wskazała na pauzę w cięciu stóp proc. podkreślając niepewność dotyczącą zmian cenników na początku roku. Z kolei I. Dąbrowski ocenił, że istnieje 50-procentowe prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu, choć osobiście jest "bardziej skłonny do pauzy". W kontekście danych, które napłynęły od ostatniego posiedzenia poznaliśmy, z jednej strony, nieznacznie niższe od oczekiwań dane o inflacji CPI w grudniu (2,4% r/r wobec mediany prognoz 2,5% r/r), z drugiej zaś nieco wyższy od konsensusu okazał się odczyt dynamiki płac w listopadzie w sektorze przedsiębiorstw. Co więcej, Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził nowe taryfy za energię elektryczną i opłatę dystrybucyjną na ten rok, które podniosą rachunki za energię elektryczną o 3-4%, a więc w niewielkiej skali. W świetle tych informacji sądzimy, że Rada Polityki Pieniężnej w tym tygodniu nie zmieni stóp proc. NBP. Naszym zdaniem dobrą okazją do obniżki stóp proc. byłby marzec, gdy Rada zapozna się z nową projekcją makroekonomiczną. W naszym scenariuszu zakładamy, że w I poł. roku dojdzie do dwóch obniżek stóp proc., łącznie o 50 pkt baz., a stopa referencyjna NBP osiągnie docelowy poziom 3,50%. Aktualność tego scenariusza będzie weryfikowała ponadto retoryka prezesa NBP podczas konferencji, która odbędzie się w czwartek, najpewniej o godz. 15:00.

### Spodziewana stabilna inflacja w USA powyżej celu Fed

W ubiegły piątek poznaliśmy raport z amerykańskiego rynku pracy za grudzień. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 50 tys. m/m po wzroście o 56 tys. miesiąc wcześniej, a stopa bezrobocia spadła do 4,4% z 4,5%. Dane te potwierdziły, że rynek pracy w USA nie pogarsza się, a inwestorzy po danych praktycznie nie spodziewają się, że Fed na posiedzeniu pod koniec miesiąca obniży stopy procentowe. Rynki nadal oczekują dwóch obniżek stóp procentowych w tym roku, a scenariusz dotyczący polityki monetarnej w najbliższych tygodniach będą weryfikowały m.in. dane o inflacji CPI za grudzień. Według konsensusu prognoz indeks CPI ma wynieść 0,3% m/m, czyli tyle samo co w listopadzie. Przekłada się to na prognozę 2,7% r/r, co oznacza stabilizację względem poprzedniego miesiąca i dalsze przewyższanie celu inflacyjnego Fed. Zrealizowanie się tych oczekiwań potwierdziłoby, że proces dezinflacyjny w USA wciąż przebiega powoli, hamowany przez wyższe cła importowe, co nie pozwala na szybką normalizację polityki monetarnej. Tym bardziej, że aktywność gospodarcza zaskakuje pozytywnie, napędzana m.in. przez solidną konsumpcję gospodarstw domowych. Potwierdzić to powinny dane o sprzedaży detalicznej w grudniu - konsensus prognoz wynosi 0,4% m/m wobec 0,0% w listopadzie.

### Saldo bieżące w listopadzie z prognozowaną nadwyżką

We wtorek o godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje dane o bilansie płatniczym za listopad. Według naszej prognozy saldo rachunku bieżącego wyniesie 990 mln EUR wobec 1924 mln EUR w październiku. Za mniejszą nadwyżką przemawiają oczekiwania niewielkiego deficytu w saldzie obrotów towarowych z zagranicą po nadwyżkach miesiąc wcześniej. Niemniej, jeśli nasza prognoza się potwierdzi, to saldo obrotów bieżących w ujęciu 12-miesięcznym obniży się do ok. -0,5% PKB, co oznacza stan bliski równowagi w transferach z zagranicą.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2099	-0,3%
USD/PLN	3,6028	0,2%
CHF/PLN	4,5233	-0,1%
EUR/USD	1,1685	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4,03	-1
WIBOR 3M	3,95	-4

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,72	-12
5Y	4,51	-5
10Y	5,11	-5

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,59	4
5Y	3,79	3
10Y	4,21	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,83	-6
US 10Y	4,19	1




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	121413,1	1,0
DAX	25343,2	1,9
S&P 500	6966,3	1,6

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Rynek walutowy

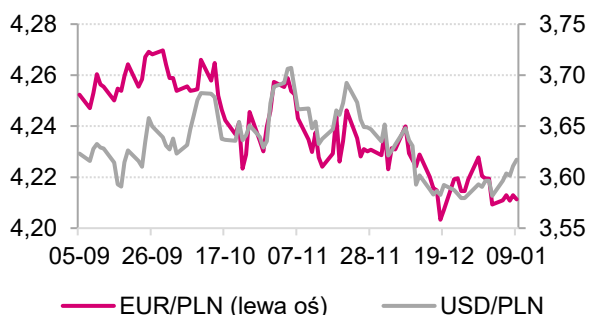
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W minionym tygodniu kurs EURPLN pozostawał wyjątkowo stabilny, oscylując w wąskim przedziale 4,205-4,215. Złoty wyróżniał się niską zmiennością i nie zmienił się istotnie w porównaniu do poprzedniego piątku. Stabilizacja złotego miała miejsce w sytuacji gdy większość walut gospodarek wschodzących zyskiwała na wartości wobec euro. Stabilizacji sprzyjały komentarze członków RPP, sygnalizujące ograniczone pole do dalszych obniżek stóp procentowych (I. Dąbrowski choć dostrzegł szanse na obniżkę w styczniu nie jest jej zwolennikiem, a I. Duda sugerowała, że kolejna obniżka nastąpi w marcu), a także względnie korzystne nastroje na rynkach globalnych. Oczekiwana dosyć wysoka nadwyżka w obrotach bieżących i brak zmian stóp w tym miesiącu może być czynnikiem sprzyjającym złotemu. Wobec tego, że zakładamy kolejny ruch RPP najprawdopodobniej dopiero w marcu kurs EURPLN może podążyć ponownie w kierunku 4,20, a w przeciągu całego tygodnia złoty najprawdopodobniej pozostanie w przedziale 4,20-4,215.
USD/PLN 	Przy spodziewanym lekkim umocnieniu złotego do euro i osłabieniu dolara do euro jest szansa na kontynuację ruchu spadkowego kursu USDPLN w kierunku 3,56 i możliwe jest pokonanie tego poziomu.
EUR/USD 	Kurs EURUSD kontynuował trend spadkowy rozpoczęty w połowie grudnia. Po przedświątecznym wzroście do ok. 1,18 kurs stopniowo obniżał się, a w minionym tygodniu utrzymywał się w przedziale 1,163-1,172. Dolar zyskiwał na wartości dzięki mieszanym, ale generalnie solidnym danym z rynku pracy w USA, lepszym od oczekiwań indeksowi ISM, a także wyższemu od prognoz odczytowi indeksu sentymentu konsumentów Uniwersytetu Michigan. Euro nie pomogły lepsze dane o produkcji z Niemiec i sprzedaży w strefie euro, ani dane o inflacji w strefie euro, która spadła zgodnie z oczekiwaniami, zmniejszając presję na podwyżki stóp w 2027 r. W efekcie tydzień zakończył się umocnieniem dolara i utrzymaniem kursu EURUSD w pobliżu 1,163. Początek tego tygodnia stoi pod znakiem stopniowego osłabiania się dolara do ok. 1,169, który odbił się od ważnego poziomu technicznego 1,162. Negatywnie na dolara wpływają informacje na temat postępowania prokuratury amerykańskiej wobec prezesa Fed, które są odbierane przez J. Powella jako element ataku na niezależność banku centralnego. Poprawa indeksu Sentix dla strefy euro może sprzyjać euro, a presja na J. Powella może osłabiać dolara. Kurs EURUSD może kierować się w kierunku 1,18. W dłuższym terminie negatywnie na USD może wpływać perspektywa niższych stóp realnych w USA. Nasz scenariusz bazowy zakłada osłabianie się dolara do końca cyklu obniżek stóp w USA.

## Rynek obligacji

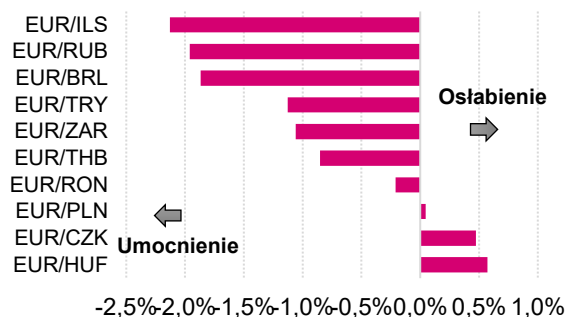
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Na krajowym rynku długu tydzień upłynął pod znakiem stabilizacji rentowności i niewielkich ruchów na krzywej. Druga połowa tygodnia przyniosła lekki ruch w górę o kilka punktów bazowych na krzywej FRA i IRS. Z kolei w przypadku rynku długu doszło do umocnienia i w rezultacie zawężyły się spready asset swap. Kluczowym wydarzeniem tygodnia była piątkowa aukcja Ministerstwa Finansów, na której sprzedano obligacje za 12 mld zł przy popycie 22,3 mld zł, a dodatkowo w aukcji uzupełniającej sprzedano 1,7 mld zł. MF sfinansowało już ok. 23% rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych na 2026 r. (ok. 690 mld zł). Po raz pierwszy sprzedano 5-letnie obligacje oparte o wskaźnik POLSTR. Stawki IRS kontynuują trend spadkowy od października ubiegłego roku, ale sądzymy, że zapoczątkowana korekta stóp w górę może jeszcze potrwać, tym bardziej, że zakładamy, że kolejna obniżka stóp nastąpi dopiero w marcu. Utrzymanie wysokiego popytu na dług na początku roku może wspierać wyceny obligacji tym bardziej w tym tygodniu biorąc pod uwagę fakt, że kolejna aukcja długu skarbowego została zaplanowana na kolejny tydzień, a aukcja BGK jest już za nami. BGK sprzedał obligacje FPC za 3,7 mld zł, przy popycie 7,1 mld zł. Rentowności 10-letnich obligacji mogą pozostać względnie stabilne w pobliżu obecnych 5,15% z potencjałem na niewielką korektę w górę w kierunku 5,20%.
10Y DE (%) 	Stawki FRA dla euro lekko się obniżyły w przeciągu całego tygodnia o kilka punktów bazowych. Niemiecka krzywa obligacji również przesunęła się w dół o 5 pb przy ograniczonej zmienności. Rentowności 10-letnich obligacji zakończyły tydzień w pobliżu 2,81%, nieznacznie poniżej poziomów z początku tygodnia. Spadki nastąpiły mimo lepszych od oczekiwań danych makroekonomicznych z Niemiec, w tym zamówień przemysłowych i produkcji, ale za to przy niższej od oczekiwań inflacji w strefie euro. Przy braku istotnych publikacji makroekonomicznych w strefie euro w tym tygodniu zakładamy stabilizację rentowności na rynku niemieckim z asymetrycznym ryzykiem ruchu w górę wobec tego, że rentowności znajdują się na linii wsparcia. Kolejny istotny poziom oporu dla 10-latki to ok. 2,90%.
10Y US (%) 	Na rynku amerykańskim rentowności 10-letnich obligacji nie zmieniły się istotnie w ciągu tygodnia, a wzrosły o ok. 4-6 pb rentowności na krótszych tenorach przy wzrostach cen ropy. Przy większości tygodnia na amerykańskim rynku panowała stabilizacja, a później wzrosty wspierały solidne dane z rynku pracy, ISM i nastrojów konsumentów Michigan. Dane o zatrudnieniu w USA za grudzień przesunęły oczekiwania na obniżkę stóp w USA na okolice czerwca. Rentowności 10-letnie znajdują się obecnie w pobliżu istotnego poziomu wsparcia ok. 4,20%, a do jego pokonania potrzeba byłoby niespodzianki w górę ze strony inflacji.

## Wykresy rynkowe

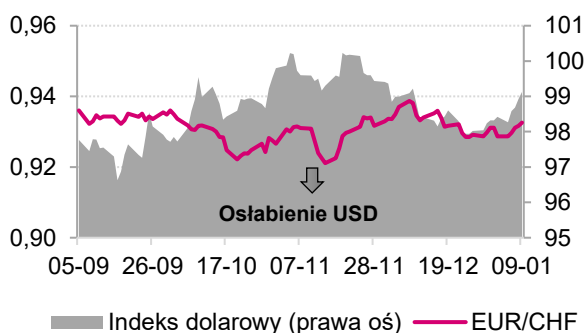
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



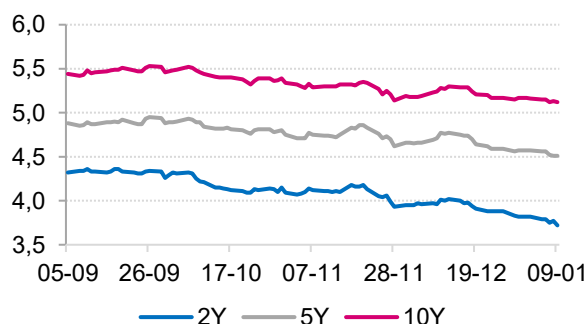
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



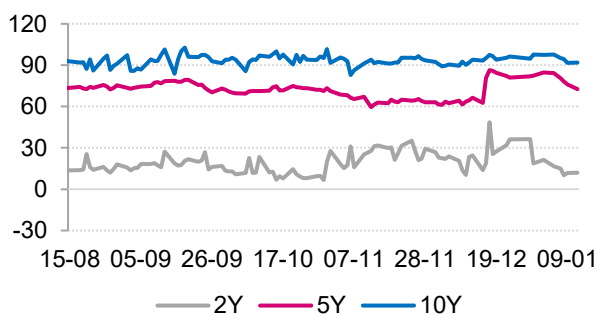
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



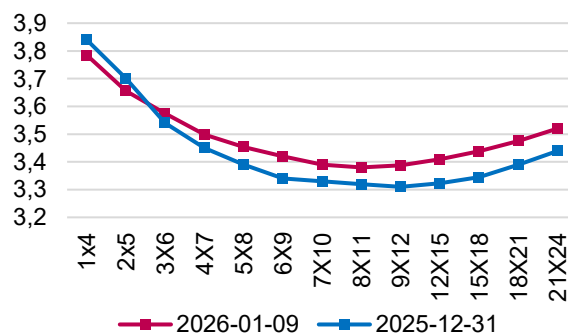
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



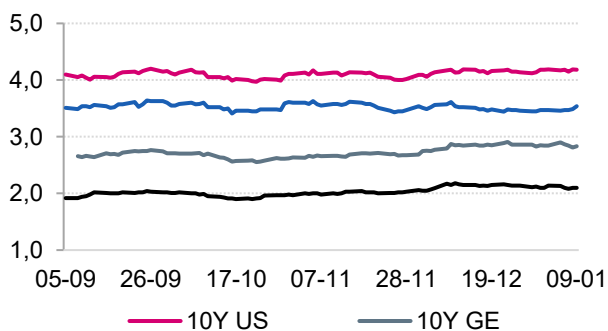
Krajowe stawki asset swap [%]



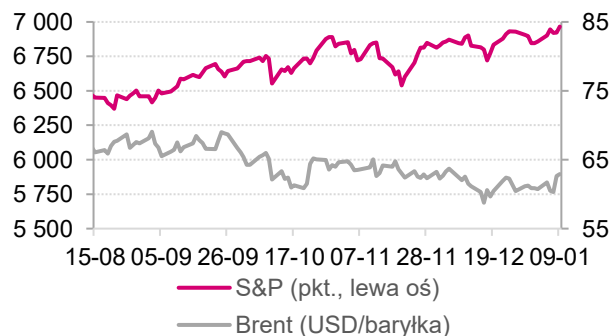
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 12 stycznia</b>					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Styczeń	-6.2	3.8%	
<b>Wtorek 13 stycznia</b>					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Grudzień	3.8%		
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Listopad	1924 mln	124 mln	990 mln
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Grudzień	2.7%	2.7%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Grudzień	2.6%	2.7%	
<b>Środa 14 stycznia</b>					
Eksport r/r	Chiny	Grudzień	5.9%	2.9%	
Import r/r	Chiny	Grudzień	1.9%	0.8%	
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Grudzień	9.76%		
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Listopad	2.7%	2.7%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Listopad	0.0%	0.4%	
14:30 Sprzedaż detaliczna bez środków trans. m/m	USA	Listopad	0.4%		
<b>Decyzja RPP ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Styczeń</b>	<b>4.00%</b>	<b>4.00%</b>	<b>4.00%</b>
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Styczeń			
<b>Czwartek 15 stycznia</b>					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Grudzień	2.5%	2.4%	
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Listopad	0.8%	0.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	10 stycznia	208 tys.	208 tys.	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Styczeń			
<b>Piątek 16 stycznia</b>					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Grudzień	2.3%	1.8%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Grudzień	2.7%	2.7%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Grudzień			
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Grudzień	0.2%		
<b>Poniedziałek 19 stycznia</b>					
03:00 PKB r/r	Chiny	4Q	4.8%	4.5%	

## Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
<b>PKB</b>	% r/r	0.2	3.0	3.6	3.8	3.2	3.3	3.8	3.9	4.0	4.0	3.8	3.7
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.1	5.1	5.7	5.6	5.3	5.2	5.6	5.7	5.9	5.6	5.5	5.6
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.6	2.4	4.9	4.1	3.0	2.6	2.3	2.6	2.4	2.5
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	5.75	5.75	4.00	3.50	5.75	5.25	4.75	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	5.80	5.82	4.04	3.60	5.85	5.35	4.81	4.04	3.84	3.60	3.60	3.60
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	5.88	5.84	3.99	3.64	5.84	5.23	4.72	3.99	3.79	3.64	3.64	3.64
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	5.82	5.80	3.87	3.70	5.76	5.04	4.58	3.87	3.77	3.70	3.70	3.70
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.35	4.27	4.23	4.27	4.18	4.24	4.27	4.23	4.23	4.25	4.27	4.27
<b>USD/PLN</b>	k.o.	3.94	4.10	3.60	3.63	3.86	3.62	3.63	3.60	3.57	3.55	3.61	3.63
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.10	1.04	1.17	1.17	1.08	1.17	1.17	1.17	1.19	1.20	1.18	1.17
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	3.91	2.71	2.03	2.06	2.34	1.94	2.03	2.03	2.06	2.06	2.06	2.06
<b>SOFR 3M</b>	%, k.o.	5.36	4.69	4.01	3.06	4.35	4.34	4.35	4.01	3.52	3.27	3.06	3.06

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu  
 Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.