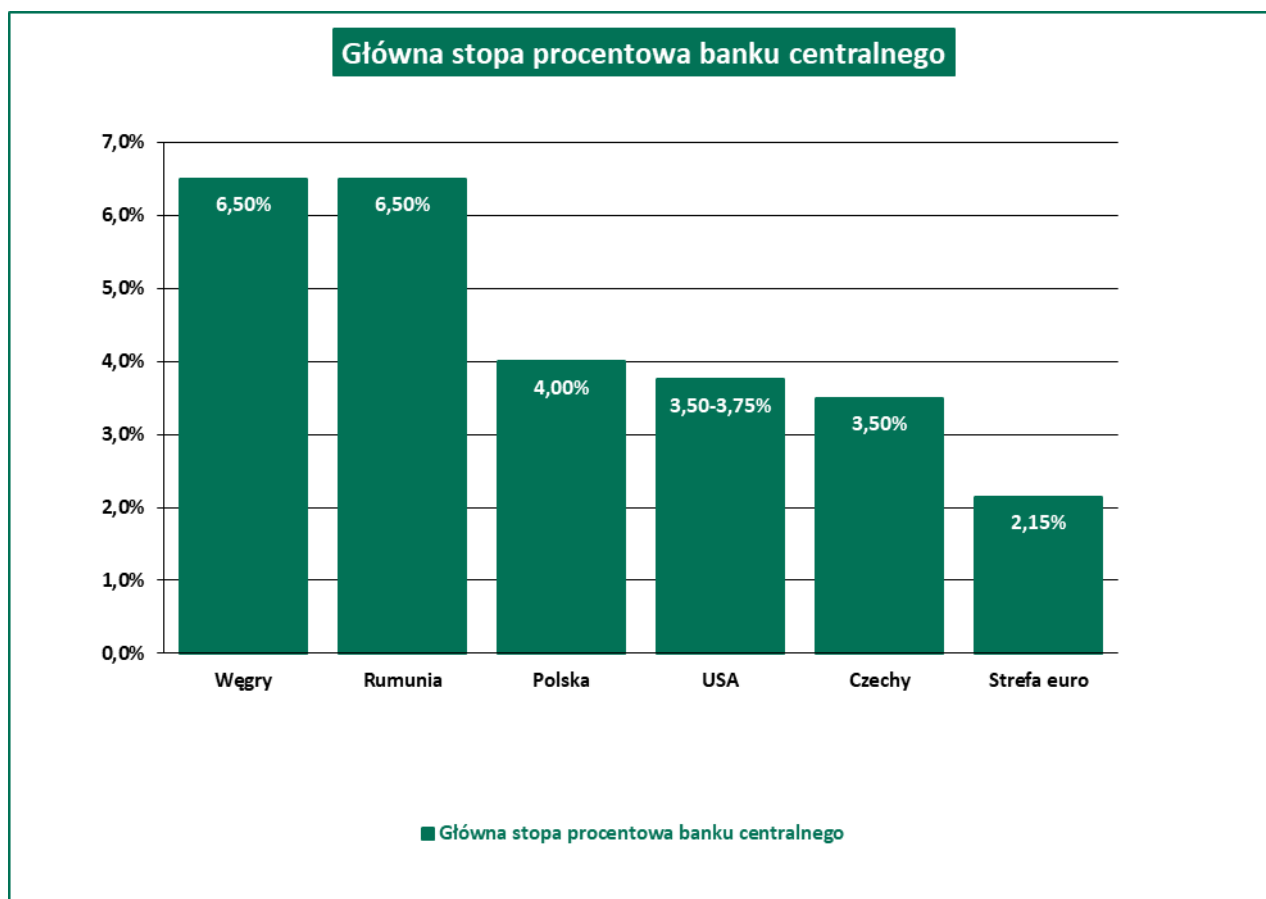


## Dane makroekonomiczne

### Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP



Najważniejszym wydarzeniem na rynku krajowym w minionym tygodniu była decyzja Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych. Pozostawienie stóp NBP w styczniu br. na poziomie 4,00% potwierdza, że RPP zamierza w najbliższych miesiącach skoncentrować się na ocenie skutków wcześniejszych obniżek (łącznie o 1,75 pp. od maja 2025 r.). Spowolnienie inflacji (do 2,4% r/r w grudniu – szczegóły na str. 3) w dużej mierze wynika z korzystnych uwarunkowań zewnętrznych, takich jak niższe ceny surowców na rynkach światowych (w tym produktów rolnych), które pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej. Utrzymująca się niepewność geopolityczna oraz handlowa jest argumentem przemawiającym za stabilizacją stóp procentowych do czasu publikacji kolejnej długoterminowej prognozy gospodarczej NBP. Z tego względu oczekujemy, że stopy procentowe zostaną utrzymane bez zmian co najmniej do aktualizacji cyklicznego raportu o inflacji w marcu 2026 r.

## Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

| Wskaźnik                                          | 11 2025 | 11 2025 | 01-11 2025 |
|---------------------------------------------------|---------|---------|------------|
|                                                   | 10 2025 | 11 2024 | 01-11 2024 |
| <b>Produkcja sprzedana przemysłu</b>              |         |         |            |
| Ogółem                                            | -9,3 %  | -1,1 %  | 2,5 %      |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Przetwórstwo przemysłowe                          | -10,5 % | -1,4 %  | 2,8 %      |
| Górnictwo i wydobywanie                           | -5,9 %  | 4,8 %   | -2,5 %     |
| Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną | 10,1 %  | -2,1 %  | -1,7 %     |
| <b>Produkcja budowlano-montażowa</b>              |         |         |            |
| Ogółem                                            | -0,7 %  | 0,1 %   | 0,4 %      |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Budowa budynków                                   | 2,6 %   | 8,0 %   | -3,0 %     |
| Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej       | -5,4 %  | -12,8 % | -2,6 %     |
| Roboty budowlane specjalistyczne                  | 3,8 %   | 18,9 %  | 9,4 %      |
| <b>Sprzedaż detaliczna w cenach stałych</b>       |         |         |            |
| Ogółem                                            | -3,3 %  | 3,1 %   | 4,4 %      |
| w tym:                                            |         |         |            |
| Pojazdy samochodowe, motocykle, części            | -0,7 %  | 12,9 %  | 10,7 %     |
| Paliwa stałe, ciekłe i gazowe                     | -5,9 %  | 5,9 %   | 4,6 %      |
| Żywność, napoje i wyroby tytoniowe                | -7,8 %  | -2,9 %  | -0,8 %     |

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2024-2026 (dane źródłowe: MFW, link)

| Wskaźnik                                  | 2024    | 2025<br>(prognoza) | 2026<br>(prognoza) |
|-------------------------------------------|---------|--------------------|--------------------|
| <b>Polska</b>                             |         |                    |                    |
| PKB, zmiana r./r.                         | 2,9 %   | 3,2 %              | 3,1 %              |
| Inflacja, r./r.                           | 3,7 %   | 3,8 %              | 2,8 %              |
| Deficyt finansów publicznych (jako % PKB) | -6,6 %  | -7,0 %             | -6,7 %             |
| Dług publiczny (jako % PKB)               | 55,3 %  | 60,0 %             | 65,8 %             |
| Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)      | 0,0 %   | -0,7 %             | -0,8 %             |
| <b>Strefa euro</b>                        |         |                    |                    |
| PKB, zmiana r./r.                         | 0,9 %   | 1,2 %              | 1,1 %              |
| Inflacja, r./r.                           | 2,4 %   | 2,1 %              | 1,9 %              |
| Deficyt finansów publicznych (jako % PKB) | -3,1 %  | -3,2 %             | -3,4 %             |
| Dług publiczny (jako % PKB)               | 87,2 %  | 87,8 %             | 88,9 %             |
| Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)      | 2,6 %   | 2,3 %              | 2,2 %              |
| <b>USA</b>                                |         |                    |                    |
| PKB, zmiana r./r.                         | 2,8 %   | 2,0 %              | 2,1 %              |
| Inflacja, r./r.                           | 3,0 %   | 2,7 %              | 2,4 %              |
| Deficyt finansów publicznych (jako % PKB) | -8,0 %  | -7,4 %             | -7,9 %             |
| Dług publiczny (jako % PKB)               | 122,3 % | 125,1 %            | 128,7 %            |
| Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)      | -4,0 %  | -4,0 %             | -3,6 %             |

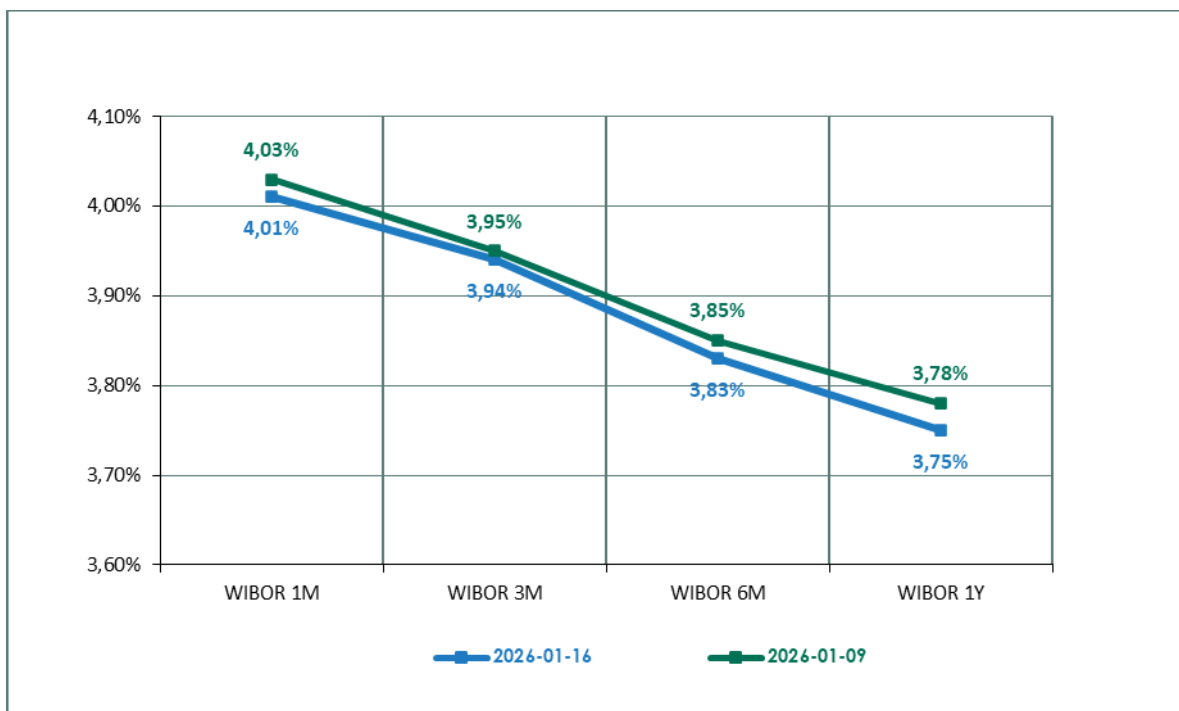
## Wydarzenia

Według finalnych danych opublikowanych przez GUS, inflacja w grudniu 2025 r. wyniosła 2,4 % r/r, wobec 2,5 % r/r w listopadzie ub.r. Wyhamowanie tempa wzrostu cen w grudniu wynikało z obniżenia rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 0,3 pp. w porównaniu z listopadem), mającej największy udział w systemie wag inflacji, a także obniżenie rocznej dynamiki cen paliw (o 1,2 pp. w porównaniu z listopadem). Powodem wyhamowania dynamiki inflacji były zatem zmiany uwarunkowań zewnętrznych - spadek cen surowców, w tym produktów rolnych. W 2026 r. oczekujemy, że normalizacja sytuacji na rynkach surowców i wolniejszy wzrost określonego przez [rozporządzenie](#) minimalnego wynagrodzenia (o 3,0 % w 2026 r. wobec 9,2 % w 2025 r.) będą czynnikami ograniczającymi dynamikę inflacji, co pozwoli obniżyć średnioroczny wskaźnik do 2,7% (wobec 3,6% w 2025 r.).

Niemiecka grupa badawcza Sentix opublikowała wyniki miesięcznej ankiety przeprowadzonej wśród uczestników rynków kapitałowych, w której uczestnicy proszeni są o ocenę bieżącego stanu gospodarki w strefie euro oraz oczekiwań co do jej stanu w okresie najbliższych sześciu miesięcy. Indeks Sentix (syntetyczny wynik ankiety) ukształtował się w styczniu br. na poziomie minus 1,8 pkt (wzrost o 4,4 pkt m/m), co jest najlepszym wynikiem od trzech miesięcy. Mniejszemu pesymizmowi odnośnie koniunktury w strefie euro sprzyja zakotwiczenie [inflacji](#) w celu EBC (2%) oraz oczekiwana w perspektywie kolejnych kwartałów stabilizacja stóp procentowych na niskim poziomie. Ewentualna kontynuacja wzrostowej tendencji w kolejnych miesiącach (tzn. dalsza poprawa nastrojów w gospodarce strefy) ma szansę przełożyć się również na wzrost zamówień w Polsce (ze względu na powiązania handlowe), co mogłoby stać się źródłem dalszej poprawy dynamiki PKB (wobec 3,8 % r/r wzrostu w III kw. 2025 r.).

## Rynki finansowe

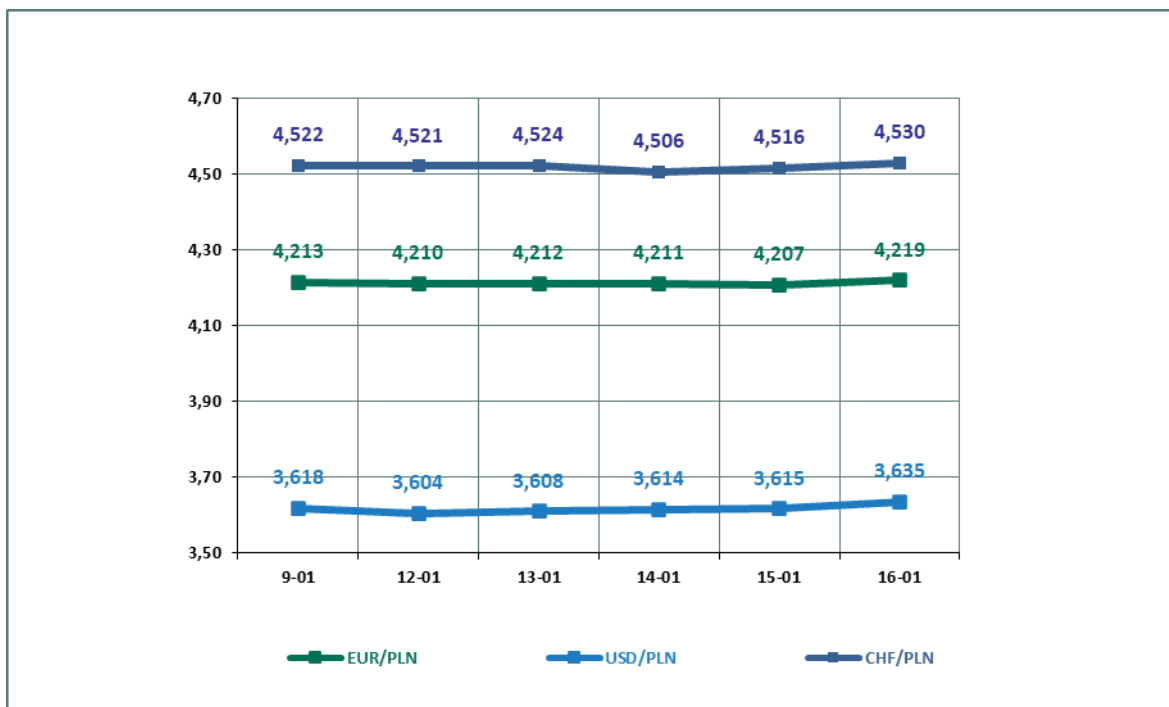
### Rynek stóp procentowych



Oczekujemy, że stopy procentowe NBP pozostaną stabilne przynajmniej do czasu aktualizacji [cyklicznego raportu](#) o inflacji (tj. do marca 2026 r.). W takich uwarunkowaniach rynkowe stawki WIBOR 1M i 3M powinny kształtować się blisko poziomu stopy referencyjnej – tj. 4,00%.

Rynkowe stopy procentowe (9-16.01.2026 r.)

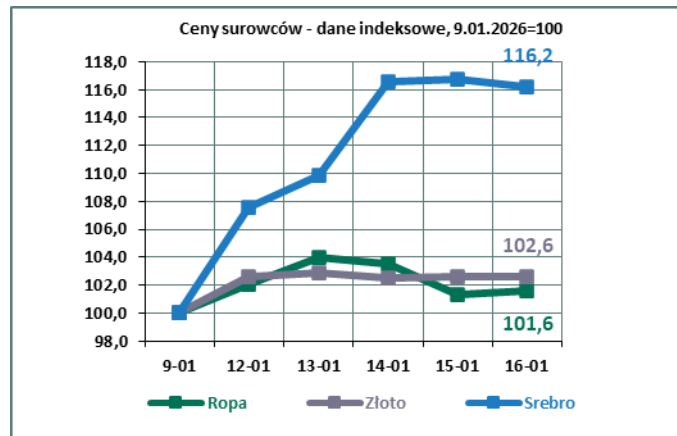
| STAWKA      | 2026-01-16 | 2026-01-15 | 2026-01-09 |
|-------------|------------|------------|------------|
| WIBOR 1M    | 4,01%      | 4,04%      | 4,03%      |
| WIBOR 3M    | 3,94%      | 3,94%      | 3,95%      |
| WIBOR 6M    | 3,83%      | 3,85%      | 3,85%      |
| WIBOR 1Y    | 3,75%      | 3,79%      | 3,78%      |
| POLONIA     | 3,89%      | 3,95%      | 4,05%      |
| WIRON       | -          | 3,55%      | 3,46%      |
| €STR (EUR)  | 1,93%      | 1,93%      | 1,93%      |
| SOFR (USD)  | -          | 3,66%      | 3,64%      |
| SONIA (GBP) | -          | -          | 3,72%      |
| SARON (CHF) | -          | -0,05%     | -0,08%     |



W minionym tygodniu w USA opublikowano dane o inflacji konsumenckiej za grudzień 2025 r. (2,7% r/r, wobec również 2,7% r/r w listopadzie). Tempo w jakim rosną ceny przewyższa długoterminowy cel władz monetarnych (2 %), co w połączeniu z dobrą koniunkturą na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych potencjalnie zmniejsza determinację władz monetarnych w USA do obniżenia stóp procentowych. Oddalająca się perspektywa redukcji stóp przez komitet Rezerwy Federalnej z reguły ma niekorzystny wpływ (osłabia) waluty z krajów rozwijających się, do których zaliczana jest Polska. Również niekorzystny wpływ na złotego mogą mieć ubiegłotygodniowe dane z rynku krajowego, które wskazały na pogorszenie salda na rachunku obrotów bieżących (z plus 2 053 mln euro w październiku do minus 460 mln euro w listopadzie ub. r.).

#### Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 2004-2023<br>(średnia) | 2024 (średnia) | 2025 r. (średnia) | 2026-01-09 | 2026-01-16 | ZMIANA |
|------------------|------------------------|----------------|-------------------|------------|------------|--------|
| USD/PLN          | 3,45                   | 3,98           | 3,76              | 3,6184     | 3,6346     | 0,4%   |
| EUR/PLN          | 4,20                   | 4,31           | 4,24              | 4,2127     | 4,2192     | 0,2%   |
| CHF/PLN          | 3,48                   | 4,52           | 4,53              | 4,5222     | 4,5302     | 0,2%   |



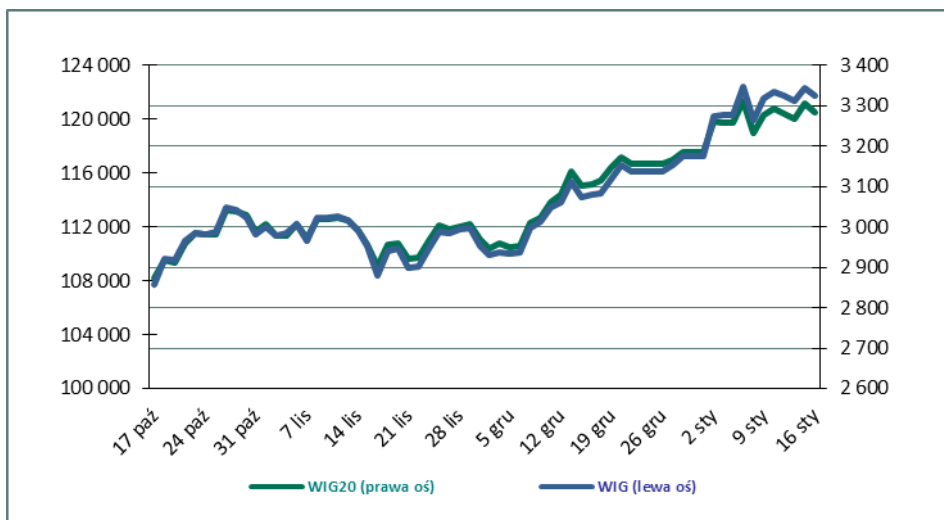
Amerykańska agencja ds. energii (ang. EIA) [opublikowała](#) cykliczne prognozy, które zakładają, iż średnia cena ropy Brent w 2026 r. wyniesie 56 dolarów za baryłkę (spadek o 13 USD wobec średniej w 2025 r.), zaś w 2027 r. 54 dolary za baryłkę. Prognozowany przez ekspertów EIA spadek (o 18,8 % w 2026 r. i o 3,6 % w 2027 r.) cen ropy ogranicza ryzyko kształtowania się dynamiki wskaźników inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście, prognozowana ścieżka zmian cen surowców na najbliższe kwartały jest argumentem potwierdzającym zasadność dokonanego od maja 2025 r. przez Radę Polityki Pieniężnej dostosowania stóp procentowych NBP, w ramach którego łącznie obniżono stopy o 1,75 pp. (z 5,75% do 4,00%).

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

| Data  | Cena ropy (USD/bbl) | Cena złota (USD/oz.) | Cena srebra (USD/oz.) |
|-------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| 9-01  | 62,92               | 4 493,85             | 78,14                 |
| 12-01 | 64,21               | 4 612,95             | 84,07                 |
| 13-01 | 65,41               | 4 623,05             | 85,82                 |
| 14-01 | 65,15               | 4 606,50             | 91,10                 |
| 15-01 | 63,78               | 4 610,85             | 91,27                 |
| 16-01 | 63,93               | 4 611,05             | 90,80                 |

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

| Data  | Pszenvica konsumpcyjna (zł, t) | Filety z piersi kurczaka (zł/kg) | Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg) | Ziemniaki (zł/kg) | Jaja M (zł/100 szt.) |
|-------|--------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------------------|----------------------|
| 24-11 | 769,02                         | 19,82                            | 5,16                            | 0,86              | 74,57                |
| 1-12  | 768,40                         | 18,93                            | 5,23                            | 0,85              | 76,50                |
| 8-12  | 775,67                         | 18,88                            | 5,17                            | 0,88              | 78,69                |
| 15-12 | 771,02                         | 18,88                            | 5,14                            | 0,91              | 73,44                |
| 22-12 | 767,06                         | 18,99                            | 5,04                            | 0,91              | 72,62                |
| 29-12 | 771,37                         | 19,68                            | 5,03                            | 0,89              | 74,60                |
| 5-01  | 779,44                         | 19,68                            | 4,81                            | 0,94              | 70,25                |



Główne indeksy akcji na rynku krajowym (wykres obok) kontynuują tendencję wzrostową z ubiegłego roku, choć tempo, w jakim rosną WIG 20 oraz WIG spowolniło w ujęciu tygodniowym (do odpowiednio 0,2 % i 0,1 %). Istotnym czynnikiem wspierającym wzrosty pozostaje zakończenie przejściowego okresu, w którym stopy procentowe zarówno [w Polsce](#) jak i w [głównych](#) bankach centralnych utrzymywane były na wysokim poziomie. Czynnikiem ryzyka (ograniczającym potencjał wzrostów) pozostaje zmienna polityka handlowa największych gospodarek (USA, Chiny, UE).

## Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (19 – 26.01.2026 r.)

| Data        | Kraj   | Wskaźnik makro                            | Okres | Wartość poprzednia |
|-------------|--------|-------------------------------------------|-------|--------------------|
| 22 stycznia | Polska | Produkcja sprzedana przemysłu, zmiana r/r | XII   | -1,1%              |

## DEPARTAMENT RACHUNKOWOŚCI I SPRAWOZDAWCZOŚCI

Daniel Piekarek – Analityk Makroekonomiczny, tel.: 22 539-54-97



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.