

Biuletyn Makroekonomiczny

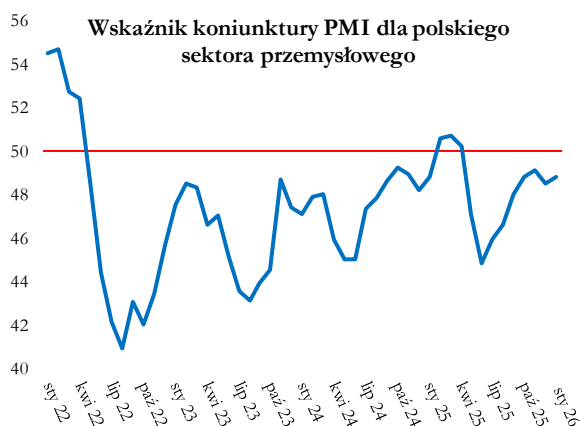
NUMER 2/2026

12 LUTEGO 2026 ROKU



przegląd makroekonomiczny

Polska



Źródło: S&P Global, GUS.

w tym numerze:

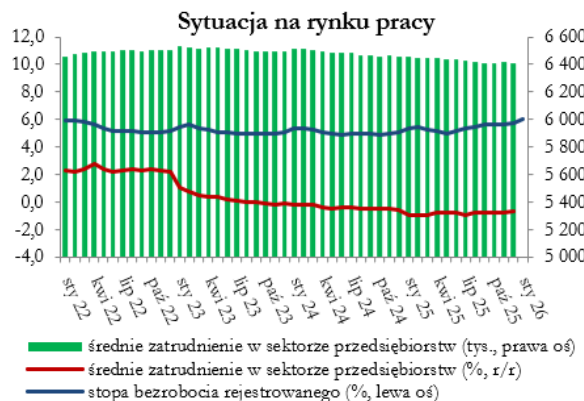
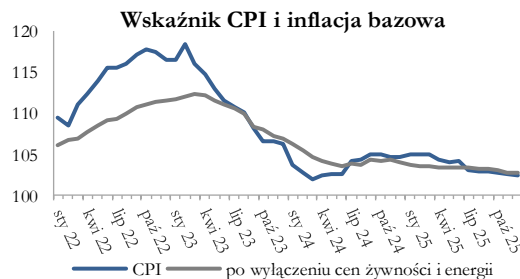
Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, **produkt krajowy brutto** w 2025 r. zwiększył się o 3,6%. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło o 3,7%, a nakłady brutto na środki trwałe o 4,2%. PKB w niewyrównany sezonowo IV kwartale 2025 r. zwiększył się natomiast o 4,0% r/r.
- W styczniu 2026 r. **koniunktura gospodarcza** w badanych przez GUS sektorach w ujęciu wyrównanym sezonowo uległa poprawie w porównaniu z grudniem 2025 r. Silna poprawa nastąpiła w przetwórstwie przemysłowym, zarówno w ujęciu miesięcznym, jak i rocznym, choć wskaźnik koniunktury w tym sektorze jest wciąż niższy od średniej długookresowej. Najbardziej pesymistyczne oceny formułowały podmioty z sekcji budownictwo. Optymizm przeważał m.in. w handlu hurtowym, zakwaterowaniu i gastronomii oraz transporcie i gospodarce magazynowej.
- Według GUS w styczniu 2026 r. nastąpiła poprawa zarówno bieżących **nastrojów konsumenckich**, jak i oczekiwań. W porównaniu z grudniem 2025 r. najbardziej poprawiły się oceny obecnej możliwości dokonywania ważnych zakupów, a także prognoz oszczędzania pieniędzy oraz sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Pewną poprawę odnotowano w prognozach sytuacji finansowej gospodarstwa domowego oraz sytuacji ekonomicznej kraju. Respondenci oczekiwali dalszego wzrostu cen w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy (72,3% wskazań wobec 72,8% miesiąc temu), a według 56,3% (55,7% miesiąc temu i 59,6% rok temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.
- **Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego w styczniu 2026 r. wzrósł z 48,5 pkt odnotowanych w grudniu do 48,8 i pozostał poniżej neutralnego progu 50 pkt dziewięć miesięcy z rzędu. Nowe zamówienia spadły w styczniu dziesiąty miesiąc z rzędu, choć tempo spadku wyhamowało w porównaniu do grudnia. Nowe zamówienia eksportowe zmalały tylko nieznacznie. Produkcja spadła dziesiąty miesiąc z rzędu, aczkolwiek w słabym tempie. Zaległości produkcyjne wzrosły, przy czym był to dopiero trzeci wzrost w ciągu ostatnich czterdziestu czterech miesięcy. Jednocześnie wolumen zakupionych surowców wzrósł po raz trzeci w ciągu czterech miesięcy, ponieważ producenci starali się odbudować zapasy. Na początku roku poprawiły się również długoterminowe prognozy produkcji, a optymizm ponownie wzrósł do najwyższego poziomu od ponad czterech i pół roku (od czerwca 2021 r.). Pozytywne przewidywania były związane z ożywieniem popytu, lepszą koniunkturą gospodarczą, inwestycjami w moce produkcyjne i nowymi rynkami. Producenci nadal redukowali jednak zatrudnienie. Liczba miejsc pracy spadła dziesiąty miesiąc z rzędu, a tempo spadku było największe od trzech miesięcy.
- **Produkcja sprzedana przemysłu** w grudniu 2025 r. w cenach stałych, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób, według oszacowania GUS okazała się wyższa o 7,3% r/r i niższa o 0,1% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja była wyższa o 4,7% r/r i o 2,1% m/m. Spośród głównych grupowań, odnotowano wzrost w skali roku w produkcji dóbr inwestycyjnych (o 17,1%), konsumpcyjnych nietrwałych (o 8,1%) i trwałych (o 7,8%) oraz dóbr zaopatrzeniowych (o 6,6%). Zmniejszyła się natomiast produkcja dóbr związanych z energią (o 10,1%). W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił w 26 (spośród 34 i wobec 15 miesiąc temu) działach, m.in. w naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń, produkcji wyrobów z metali, maszyn i urządzeń, pozostałego sprzętu transportowego. Spadek wystąpił w 8 działach (19 miesiąc temu).

- **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w grudniu 2025 r. okazały się niższe o 2,5% r/r i o 0,4% m/m. W ujęciu miesięcznym najsilniej spadły ceny w produkcji wyrobów farmaceutycznych (o 1,6%), a najmocniej wzrosły w produkcji wyrobów tytoniowych (o 1,0%).
- **Produkcja budowlano-montażowa** w cenach stałych w grudniu 2025 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była wyższa o 4,5% r/r i o 36,2% wyższa w odniesieniu do listopada 2025 r. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja była o 0,1% r/r niższa oraz o 5,1% m/m wyższa. Sektorowi ciążyła w skali roku słaba koniunktura w budownictwie inżynieryjnym.
- **Ceny produkcji budowlano-montażowej** wzrosły w porównaniu z grudniem 2024 r. (o 3,6%), a w skali miesiąca urosły o 0,5%. W obu ujęciach wzrost cen był równomierny we wszystkich działach produkcji.
- Zgodnie z danymi GUS w całym 2025 r. w **budownictwie mieszkaniowym** oddano do użytkowania 208,8 tys. mieszkań, więcej o 4,3% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 134,1 tys. mieszkań – o 7,6% r/r więcej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 67,6 tys., mniej o 2,8% r/r. Narastając od początku do końca 2025 r. liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (171,5 tys.) okazała się niższa o 16,6% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (85,8 tys.) – wyższa o 8,6% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 129,7 tys. mieszkań (o 14,9% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 78,8 tys. (o 2,6% r/r więcej).
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w grudniu 2025 r. zwiększyła się o 5,3% r/r i o 12,5% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 4,7% r/r i o 0,2% m/m. Sprzedaż rosła we wszystkich grupach, a najbardziej w kategoriach „meble, rtv, agd” (o 19,8%) oraz „pojazdy samochodowe, motocykle, części” (o 13,1%), „pozostałe” (o 8,6%).
- Z danych GUS wynika, że **obroty towarowe handlu zagranicznego** od stycznia do listopada 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 1 426,1 mld zł w eksporcie (wzrost o 1,1% r/r) oraz 1 449,3 mld zł w imporcie (wzrost o 3,4% r/r). Ujemne saldo wymiany wyniosło 23,2 mld zł. Według NBP w listopadzie 2025 r. wartość eksportu towarów wzrosła o 0,4% r/r, do 126,6 mld zł. W większości głównych kategorii nastąpiło obniżenie wzrostu eksportu lub pogłębienie spadków w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Wyraźnie niższy okazał się wzrost eksportu nietrwałych towarów konsumpcyjnych i produktów rolnych. Zahamowany został także trend wzrostowy w eksporcie dóbr inwestycyjnych. Pogłębiła się tendencja spadkowa w eksporcie środków transportu oraz ich części. Wartość importowanych towarów zwiększyła się o 0,9% r/r, do 131,2 mld zł. Wzrost wartości importu nastąpił jedynie w dwóch spośród ośmiu głównych kategorii. Najsilniej zmniejszył się import towarów zaopatrzeniowych, na co wpływ miało m.in. dalsze zmniejszenie się dostaw chemikaliów oraz półwyrobów tworzyw sztucznych. W listopadzie 2025 r. nie utrzymało się dodatnie saldo obrotów towarowych. Deficyt obrotów towarowych wyniósł 4,6 mld zł i był o 0,6 mld zł większy w porównaniu z analogicznym okresem 2024 r. Do tego pogorszenia przyczynił się przede wszystkim spadek eksportu środków transportu oraz wzrost importu uzbrojenia.
- W grudniu 2025 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,7% r/r i o 0,1% m/m. Najsilniej zmalało zatrudnienie w górnictwie i handlu. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 8,6% r/r i o 5,6% m/m. Realny fundusz płac wzrósł dwudziesty dziewiąty miesiąc z rzędu, o 5,4% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w grudniu 2025 r., według oszacowania GUS, były wyższe o 2,4% r/r i o 0,0% m/m. W skali roku wyższe ceny m.in. w zakresie: mieszkania (o 3,0%), żywności (o 2,0%), napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 7,9%), restauracji i hoteli (o 5,2%) oraz zdrowia (o 4,7%) wpły-

nęły na wzrost wskaźnika CPI odpowiednio o: 0,75, 0,48, 0,41, 0,30 i 0,27 p.p. Niższe ceny transportu (o 3,2%) oraz odzieży i obuwia (o 2,2%) obniżyły ten wskaźnik o 0,34 i 0,09 p.p. Inflacja bazowa wyniosła 2,7% r/r i 0,1% m/m.

- **Podstawowe produkty rolne** w grudniu 2025 r. staniały o 5,5% m/m i o 10,9% r/r. W skupie w porównaniu z listopadem szybko taniały drób, mleko i trzoda chlewna. W skali roku zdrożało tylko bydło i drób.
- W grudniu 2025 r. stan bankowych **kredytów złotych dla przedsiębiorstw niefinansowych** spadł o 3,1% m/m i wzrósł o 10,2% r/r, wynosząc 305,2 mld zł. W skali miesiąca odnotowano wzrost stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym o 0,2% i spadek stanu kredytów o charakterze bieżącym o 6,3%. Stan **kredytów złotych dla gospodarstw domowych** urósł o 0,5% m/m i o 7,0% r/r, osiągając 780,0 mld zł. W skali miesiąca stan złotych kredytów na nieruchomości mieszkaniowe powiększył się o 0,7%, a w przypadku złotych kredytów konsumpcyjnych – o 0,4%.
- Na lutym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła bez zmian **podstawowe stopy procentowe NBP**. Zgodnie z komunikatem, wydanym po posiedzeniu, czynnikami ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają kształt polityki fiskalnej, oczekiwane ożywienie popytu w gospodarce, dalsze kształtowanie się dynamiki plac oraz sytuacja makroekonomiczna za granicą, w tym zmiany cen surowców i inflacji na świecie.



Źródło: GUS, NBP.

Świat

- **Zamówienia w amerykańskim przemyśle** w listopadzie 2025 r. zwiększyły się o 2,0% m/m, najmocniej od sześciu miesięcy, po spadku o 1,3% m/m w październiku. **Produkcja przemysłowa** w grudniu 2025 r. zwiększyła się o 0,4% m/m (tak, jak w listopadzie) i o 2,0% r/r. Impulsu do wzrostu dostarczył przede wszystkim sektor wydobywczy. Wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło do 76,3% z 76,1% w listopadzie.

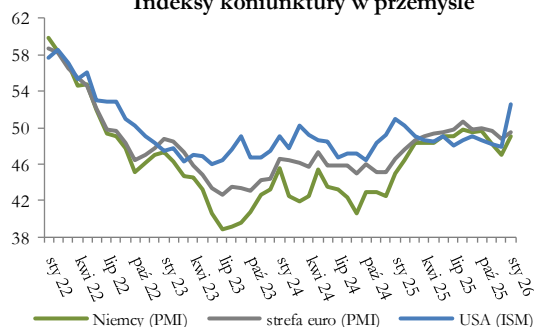
- **Zamówienia na dobra trwałe użytku** w Stanach Zjednoczonych w listopadzie 2025 r. odbiły o 5,3% m/m po październikowym spadku. Po wyeliminowaniu środków transportu ich wzrost przyspieszył do 0,4% m/m z 0,1% m/m w październiku.

- Według drugiego odczytu **PKB w Stanach Zjednoczonych** wzrósł w III kwartale 2025 r. o 4,4% w ujęciu annualizowanym wobec 4,3% we wstępnym odczycie. Konsumpcja prywatna powiększyła się o 3,5%, i to oszacowanie nie uległo zmianie. Główną przyczyną tak silnego wzrostu był wzrost wydatków na usługi. Inwestycje zwiększyły się o 3,2%.
- **Zatrudnienie** w amerykańskim sektorze pozarolniczym w styczniu 2026 r. wzrosło o 130 tys. miejsc pracy. Zatrudnienie w sektorze prywatnym zwiększyło się o 172 tys. miejsc pracy. Płaca godzinowa zwiększyła się o 3,7% r/r i o 0,4% m/m. Stopa bezrobocia spadła do 4,3% z 4,4% odnotowanych na koniec 2025 r.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w grudniu 2025 r. nie uległa zmianie w porównaniu z listopadem, a w skali roku wzrosła o 2,4%. Był to odczyt gorszy od oczekiwań.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, w styczniu 2026 r. spadł z 94,2 pkt w grudniu (po korekcie) do 84,5 pkt, czyli do najniższego poziomu od maja 2014 r. Znacząco osłabiły się zarówno oceny sytuacji bieżącej, jak i oczekiwania. Indeks mierzący te ostatnie obniżył się jednak do 65,1 pkt, i znalazł się bardzo daleko od poziomu 80 pkt, czyli granicy wyznaczającej równowagę tendencji recesyjnych i wzrostowych w gospodarce w ciągu nadchodzących sześciu miesięcy. Konsumenci obawiali się pogorszenia sytuacji na rynku pracy, rosnących cen oraz negatywnych skutków wojny handlowej.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu w styczniu 2026 r. wzrósł z 47,9 pkt w grudniu do 52,6 pkt. Był to najwyższy poziom od sierpnia 2022 r. Aż o prawie 10 pkt w skali miesiąca polepszył się subindeks nowych zamówień, silną poprawę odnotowano też w przypadku produkcji. Na początku 2026 r. w dziewięciu sektorach odnotowano poprawę koniunktury. Pogorszenie nastąpiło w ośmiu sektorach.
- **Inflacja PCE** w listopadzie 2025 r. w Stanach Zjednoczonych wyniosła 2,8% r/r oraz 0,2% m/m, a w ujęciu bazowym dokładnie tak samo. Inflacja CPI w grudniu pozostała na poziomie 2,7% r/r, a inflacja bazowa na poziomie 2,6% r/r. W skali miesiąca oba wskaźniki wzrosły o 0,3%.
- Na styczniowym posiedzeniu Federalny Komitet Otwartego Rynku pozostawił bez zmian **stopę funduszy federalnych**. Decyzja nie była jednogłówna, a dwóch członków Komitetu głosowało za jej obniżką o 25 p.b. Komitet ocenił, że aktywność gospodarcza rośnie w dobrym tempie, stopa bezrobocia wydaje się być stabilna, choć wzrost zatrudnienia pozostaje niski. Natomiast inflacja wciąż jest nieco podwyższona. Na konferencji prasowej po posiedzeniu przewodniczący Komitetu, J. Powell, stwierdził, że biorąc pod uwagę stan gospodarki poziom stopy funduszy federalnych nie jest znacząco restrykcyjny.
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem **PKB wyrównany sezonowo w strefie euro** wzrósł w IV kwartale 2025 r. o 1,3% r/r i o 0,3% k/k. PKB utrzymał tempo wzrostu z poprzedniego kwartału. **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w listopadzie 2025 r., po wyeliminowaniu sezonowości, spadła o 1,1% m/m, rosnąc o 0,8% r/r. **Produkcja przemysłowa** w listopadzie 2025 r. wzrosła o 0,7% m/m i o 2,5% r/r. Produkcja dóbr pośrednich wzrosła o 1,1% r/r, energii o 0,5% r/r, dóbr kapitałowych o 3,6% r/r i nietrwałych dóbr konsumpcyjnych o 3,4% r/r. Produkcja trwałych dóbr konsumpcyjnych spadła o 2,1% r/r. **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w grudniu 2025 r. spadły o 2,1% r/r i o 0,3% m/m. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 0,1% m/m i o 1,0% r/r.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w grudniu 2025 r. wzrosła o 1,3% r/r i zmalała o 0,5% m/m. W skali miesiąca silnie zmalała sprzedaż wyrobów innych niż żywność, z wyłączeniem paliw (o 1,2%). Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w grudniu 2025 r. wyniosła 6,2% wobec 6,3% w listopadzie 2025 r.
- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro w styczniu 2026 r. (sporządzonym według zmienionej metodyki i po uwzględnieniu nowej klasyfikacji towarów i usług) wyniosła 1,7% r/r oraz -0,5% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,2% r/r oraz -1,1% m/m. Inflację ograniczały ceny energii (w skali roku) i ceny wyrobów przemysłowych niezwiązanych z energią (w skali miesiąca).
- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, w styczniu 2026 r. podniósł się o 2,2 pkt, z 97,2 pkt w grudniu 2025 r. (po korekcie) do 99,4 pkt, pozostając

jąc poniżej długookresowej średniej, wynoszącej 100 pkt. Najsilniejszą poprawę nastrojów odnotowano w przemyśle, gdzie poprawiły się oceny stanu zamówień, zapasów wyrobów gotowych i prognozy produkcji. W usługach pozytywnie oceniono bieżący popyt i sytuację biznesową, a w handlu detalicznym – prognozy dotyczące tej sytuacji. Konsumenci byli bardziej optymistyczni jeśli chodzi o sytuację gospodarczą, przeszłą i spodziewaną sytuację finansową i dokonywania ważnych zakupów. Nastroje osłabły jedynie w budownictwie.

- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro w styczniu 2026 r. niemal powrócił do listopadowego poziomu, osiągając 49,5 pkt. Po grudniowym spadku odnotowano ponowny wzrost produkcji przemysłowej, który jednak był bardzo nieznaczny. Tak, jak w poprzednich miesiącach, zwiększyła liczba nowych zamówień ogółem, choć liczba zamówień eksportowych wciąż malała. Zmniejszono zatrudnienie, zwłaszcza w Niemczech, gdzie skala redukcji – wyjąwszy okres pandemii COVID-19 – była najsilniejsza od listopada 2009 r. Mimo niższej liczby pracowników malały zaległości produkcyjne, jako że skala napływu nowych zamówień nie była duża. Prognozy przedsiębiorców na kolejne dwadzieścia miesięcy były optymistyczne i najlepsze od niemal czterech lat.
- Na lutowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC jednogłośnie pozostawiono bez zmian podstawowe **stopy procentowe w strefie euro**. Przesłanką tej decyzji była ocena, że inflacja HICP ustabilizuje się na poziomie 2,0% w średnim okresie. Rada uznała, że gospodarka strefy euro zachowuje odporność, której sprzyjają m.in. niskie bezrobocie, uruchamianie wydatków publicznych na obronność i infrastrukturę oraz korzystne oddziaływanie wcześniejszych obniżek stóp procentowych. Na konferencji prasowej, zorganizowanej po posiedzeniu, prezes EBC Ch. Lagarde poinformowała, że inflacja i polityka pieniężna w strefie euro znajdują się obecnie w dobrym miejscu. Zaznaczyła, że perspektywy inflacji są niepewne, a globalną politykę gospodarczą cechuje niestabilność. Cykl łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro został zapewne zakończony.

Indeksy koniunktury w przemyśle



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
3,75	0,75	2,15	3,50–3,75	0,00
od 18 grudnia 2025 r.	od 18 grudnia 2025 r.	od 11 czerwca 2025 r.	od 11 grudnia 2025 r.	od 20 czerwca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec grudnia 2025 r. wzrosły o 26 340,7 mln zł (1,85%), w porównaniu z listopadem osiągając poziom 1 447 873 mln zł. W stosunku do listopada ub.r. stan depozytów terminowych zwiększył się o 3 817 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 22 523 mln zł. Na koniec grudnia 2025 r. stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wyniósł 3 872,3 mln zł i tym samym zmniejszył się o 2,06% w porównaniu z poprzednim miesiącem. Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 3,30% (spadek o 0,7 p.p. m/m).

Po serii obniżek stóp jesienią, RPP rozpoczęła nowy rok od pauzy. Zarówno w styczniu, jak i w lutym stopy procentowe zostały utrzymane na dotychczasowym poziomie. Rada ocenia obecny poziom stóp jako adekwatny w świetle najnowszych danych. Inflacja CPI w grudniu spadła do 2,4% r/r, mieszcząc się w celu inflacyjnym, przy solidnym wzroście gospodarczym (PKB za 2025 r. wyniósł 3,6%). Decydenci wskazują jednak na ryzyka związane z polityką fiskalną oraz sytuacją na rynkach bazowych. Choć obecna pauza w cyklu obniżek zwiastuje nadchodzącą stabilizację dla oszczędzających, rynek bankowy na początku roku wciąż jeszcze dostosowywał oprocentowanie depozytów do jesiennego poluzowania polityki pieniężnej.

W konsekwencji na początku lutego średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,42% (spadek o 0,08 p.p. m/m), 3 miesięcy – 1,13% (spadek o 0,11 p.p. m/m), 6 miesięcy – 1,32% (spadek o 0,14 p.p. m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 1,52% (spadek o 0,1 p.p. m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 1,38% (spadek o 0,12 p.p. m/m).

Lepiej prezentuje się oferta oprocentowania depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami. Dla tego typu lokat o stałej stopie średnie oprocentowanie wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,08% (spadek o 0,02 p.p. m/m), a dla 3-miesięcznych 3,34% (spadek o 0,34 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 3,33% (spadek o 0,19 p.p. m/m) i 2,76% (spadek o 0,2 p.p. m/m). Średnie oprocentowanie lokat dwuletnich osiągnęło poziom 3,20% (spadek o 0,2 p.p. m/m), natomiast oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 4,69% (spadek o 0,2 p.p. m/m).

rynek międzybankowy

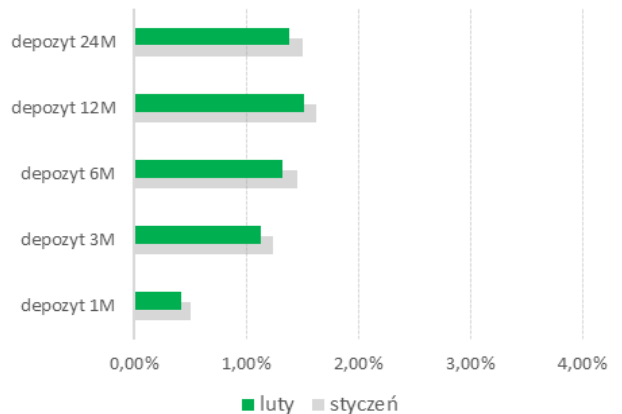
W styczniu obserwowaliśmy dalszy spadek stóp procentowych. Na koniec miesiąca WIBID na trzy miesiące wynosił 3,70%, a WIBOR kształtował się na poziomie 3,90% (koniec grudnia odpowiednio 3,79% i 3,99%). WIBID sześciomiesięczny wynosił 3,59%, a WIBOR 3,79% (koniec grudnia 3,67% i 3,87%).

rynek długu

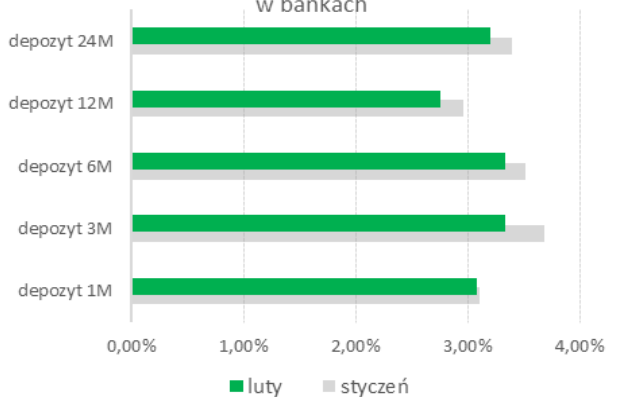
Początek roku przyniósł zwiększenie popytu na polskie obligacje skarbowe. Przełożyło się to zarówno na szybki wzrost cen obligacji zmiennokuponowych (i spadek Discount Margin), jak i na przesunięcie się w dół całej krzywej dochodowości obligacji stałokuponowych. Krzywa obniżyła się przede wszystkim na krótkim końcu (rentowność dwuletek -22 p.b.), a w mniejszym stopniu na długim końcu (rentowność dziesięcioleciek -8 p.b.) przez co jej kształt uległ dalszemu wystromieniu. Spread pomiędzy tenorami 10-2 wyniósł na koniec miesiąca 154 p.b. w porównaniu do 141 p.b. na koniec grudnia.

Na rynku pierwotnym MF przeprowadził w styczniu trzy aukcje sprzedaży obligacji skarbowych. Aukcje cieszyły się olbrzymim zainteresowaniem i łączny popyt na nich przekroczył 60 mld zł. MF uplasował na każdym przetargu po 12 mld zł wartości nominalnej obligacji, co oznaczało 36 mld zł sprzedaży powiększonej o ponad 5 mld sprzedaży dodatkowej. Warto odnotować mocne redukcje

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach

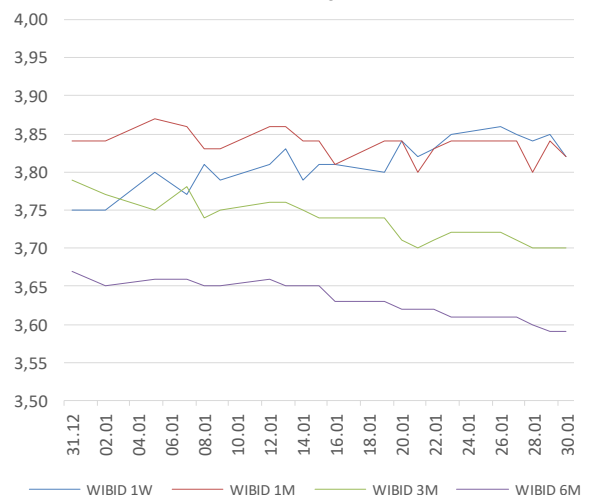


Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków

Kształtowanie się stawek WIBID



Źródło: LSEG Workspace

przy plasowaniu serii zmiennokuponowej WZ0930 przy jednoczesnym zwiększeniu przez MF podaży serii NZ0331 (opartej na POLSTR). Inwestorzy zdaje się zrozumieli przekaz po dwóch pierwszych styczniowych przetargach, przez co na ostatnim, przeprowadzonym 28 stycznia, wspomniana seria NZ0331 przyciągnęła najwyższy w styczniu popyt wśród wszystkich obligacji, przekraczający 8,5 mld zł. Dodatkowo MF przeprowadził jedną aukcję bonów skarbowych zapadających 29 września br., na której sprzedał 3,8 mld bonów z rentownością 3,645%. Warto też odnotować powrót na rynek pierwotny BGK, który 12 stycznia uplasował 4,4 mld obligacji z gwarancją Skarbu Państwa. Największą popularnością cieszyła się seria zmiennokuponowa FPC0332.

Podsumowując, na krajowym rynku długu na koniec stycznia rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 3,50%, obligacji 5-letnich na 4,38%, a obligacji 10-letnich na 5,04% wobec odpowiednio 3,72%, 4,56% i 5,13% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Uwaga światowych inwestorów na rynku walutowym w styczniu skupiała się na dwóch krajach: Japonii oraz Stanach Zjednoczonych. W przypadku jena najciekawszym wydarzeniem miesiąca było gwałtowne umocnienie o 4% w ciągu dwóch sesji, co było związane z tzw. „rate check” przeprowadzonym przez FED (prawdopodobnie w koordynacji z Bankiem Japonii). „Rate check” to zapytanie, w którym bank centralny pyta bezpośrednio największe banki o kurs, co jest sposobem zakomunikowania potencjalnej interwencji na rynku walutowym. Jednocześnie na światowym rynku w styczniu obserwowaliśmy kontynuację osłabienia dolara amerykańskiego do głównych walut. W pewnym momencie ruch przyspieszył, a kurs EURUSD przekroczył psychologiczną barierę 1,20 gdy Donald Trump spytany o kurs waluty powiedział, że według niego coraz słabszy dolar „radzi sobie świetnie”. W kolejnych dniach bardziej tonujące wypowiedzi sekretarza skarbu Scotta Bessenta wywołały korektę EURUSD i umocnienie dolara. Gwałtowne wahania najważniejszej globalnej waluty przełożyły się też na polski rynek walutowy, ale jedynie w relacji USDPLN. Widzieliśmy sporą zmienność, w tym chwilowe notowania poniżej 3,50 zł, czyli poziomów ostatnio widywanych w 2018 r. W przypadku EURPLN sytuacja była niezmienna – złoty pozostawał silny i bardzo stabilny. Podsumowując miesiąc na krajowym rynku, złoty umocnił się m/m o 0,27% w stosunku do EUR oraz o 1,14% do USD.

Na koniec stycznia na rynku walutowym za euro placono 4,2103 zł, a za dolara amerykańskiego 3,5520 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2215 zł i 3,5928 zł na koniec grudnia.

rynek akcji

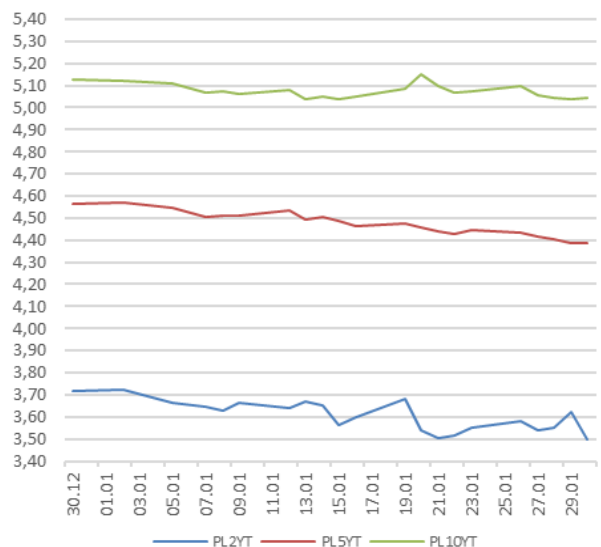
Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł w styczniu o 6,49% m/m, natomiast w stosunku do stycznia ub.r. odnotowano wzrost o 42,89%. Na ostatniej sesji miesiąca wartość indeksu WIG wyniosła 124 843,54 pkt, miesięczne minimum sięgnęło 119 960,91 pkt, a maksimum 125 561,69 pkt.

Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 51,06 mld zł, wobec 38,0 mld zł w grudniu 2025 r. oraz 26,24 mld zł w styczniu 2025 r. Indeks WIG20 w styczniu zanotował wzrost o 5,53% m/m. W relacji do stycznia ub.r. WIG20 wzrósł o 38,05%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 42,85 mld zł, co stanowi około 84,0% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w grudniu 2025 r. 83,0%).

Najlepiej w styczniu 2026 r. radziły sobie spółki z sektora górniczego, osiągające wzrost o 18,56% (WIG-GÓRNIC), następnie branża energetyczna, notująca wzrost o 17,60% (WIG-ENERG). Bardzo dobrze radziły sobie również spółki motoryzacyjne (WIG-MOTO: +12,82%) oraz paliwowe (WIG-PALIWA: +12,48%). Najgorzej radziły sobie spółki odzieżowe, notujące spadek o 4,16% (WIG-ODZIEŻ), oraz sektor chemiczny, który zanotował spadek o 0,37% (WIG-CHEMIA). WIG-BANKI wzrósł o 6,28%.

W styczniu na GPW nie było debiutów.

Rentowność obligacji skarbowych



Kształtowanie się kursów walutowych



Indeks WIG oraz WIG20



wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25
PKB (% r/r)	3,5	3,2	3,3	3,8
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,6	2,6	4,5	3,5
Inwestycje (% r/r)	-5,1	6,4	-0,7	7,1

Wyszczególnienie	I'25	II'25	III'25	IV'25	V'25	VI'25	VII'25	VIII'25	IX'25	X'25	XI'25	XII'25	I'26
Inflacja CPI (% m/m)	1,0	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	b.d.
Inflacja CPI (% r/r)	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	b.d.
Saldo budżetu Państwa (w mld zł, narastająco)	-3,2	-36,3	-76,3	-91,4	-108,3	-119,7	-156,7	-172,0	-201,4	-227,1	-244,9	b.d.	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 657,2	1 709,6	1 740,6	1 750,4	1 772,5	1 803,0	1 833,4	1 853,0	1 868,7	1 894,1	1 908,8	1 952,0	b.d.
Saldo rachunku obrotów	-35	115	-1 136	88	-711	-262	-1 571	-2 239	-408	2 053	-460	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% r/r)	99,1	98,1	102,4	101,2	103,9	99,6	103,0	100,7	107,6	103,3	98,9	107,3	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw ogółem brutto	8 482,47	8 613,14	9 055,92	9 045,11	8 670,51	8 881,81	8 905,63	8 769,08	8 750,34	8 865,12	9 078,16	9 583,31	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowana	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00
WIBOR 3M (%)	5,86	5,86	5,84	5,41	5,22	5,23	4,93	4,82	4,72	4,38	4,22	3,99	3,90
WIBOR 6M (%)	5,81	5,81	5,76	5,10	5,03	5,04	4,78	4,67	4,58	4,27	4,08	3,87	3,79
POLSTR 3M (%)	5,51	5,50	5,48	5,50	5,46	5,33	5,11	4,97	4,79	4,62	4,37	4,07	3,84
POLSTR 6M (%)	5,58	5,56	5,53	5,54	5,51	5,44	5,34	5,25	5,10	4,89	4,70	4,46	4,25
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,0576	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537	3,6164	3,7257	3,6559	3,6315	3,6751	3,6624	3,6016	3,5379
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2130	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507	4,2419	4,2661	4,2684	4,2692	4,2543	4,2369	4,2267	4,2131

Źródło: GPW Benchmark, GUS, NBP, MF, MRPiPS

prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	4Q 25	1Q 26	2Q 26	3Q 26
PKB (% r/r)	4,0	4,0	3,8	3,6
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,6	3,7	3,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,5	9,0	11,5	9,5

Wyszczególnienie	II'26	III'26	IV'26	V'26	VI'26	VII'26	VIII'26	IX'26	X'26	XI'26	XII'26	I'27
Inflacja (% r/r)	1,9	2,0	2,1	2,2	2,4	2,6	2,6	2,5	2,7	2,6	2,5	2,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,9	5,9	5,7	5,6	5,5	5,5	5,5	5,6	5,5	5,6	5,6	5,6
Stopa referencyjna NBP (%)	4,00	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 1W (%)	4,01	3,78	3,76	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
WIBOR 1M (%)	3,99	3,79	3,74	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60
WIBOR 3M (%)	3,86	3,75	3,71	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
WIBOR 6M (%)	3,76	3,74	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
WIBOR 12M (%)	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,68	3,63
POLSTR 1M (%)	3,69	3,69	3,62	3,44	3,42	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40
POLSTR 3M (%)	3,82	3,80	3,73	3,55	3,50	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
POLSTR 6M (%)	4,20	4,04	3,92	3,78	3,73	3,64	3,60	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
Obligacje SP 2Y (%)	3,60	3,60	3,60	3,58	3,58	3,57	3,56	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55
Obligacje SP 5Y (%)	4,40	4,34	4,32	4,29	4,27	4,27	4,27	4,26	4,25	4,25	4,25	4,25
EURIBOR 1M (%)	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95	1,96	1,96	1,96	1,96	1,97
EURIBOR 3M (%)	2,05	2,05	2,05	2,05	2,05	2,06	2,06	2,06	2,06	2,07	2,07	2,07
EURIBOR 6M (%)	2,15	2,15	2,15	2,15	2,16	2,16	2,16	2,16	2,17	2,17	2,17	2,17
SOFR (%)	3,65	3,65	3,65	3,65	3,40	3,40	3,40	3,40	3,40	3,15	3,15	3,15
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,5516	3,5651	3,5678	3,5769	3,5808	3,5873	3,5929	3,6226	3,6312	3,6431	3,6279	3,6196
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2191	4,2234	4,2301	4,2335	4,2386	4,2420	4,2455	4,2503	4,2524	4,2542	4,2576	4,2555

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

Tel : (061) 6312108

E-mail: michal.jurek@sso.sgb.pl



Ewa Masztalerz

E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.