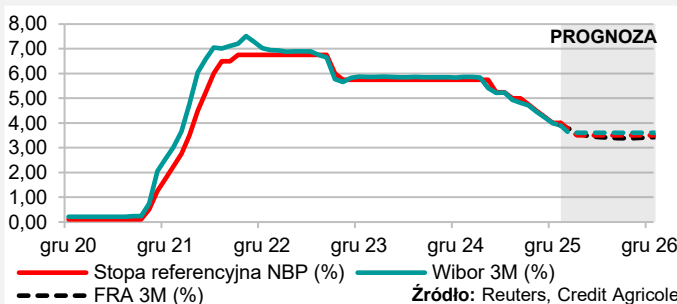


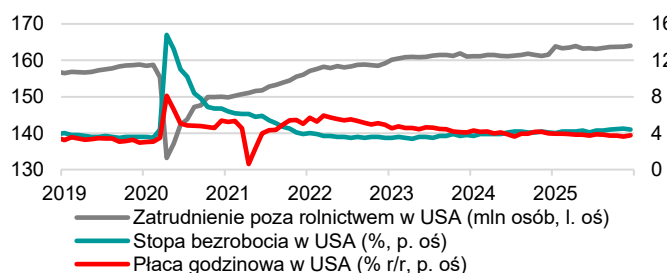
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. W świetle naszej zrewidowanej istotnie w dół prognozy inflacji (patrz poniżej) oczekujemy, że RPP będzie kontynuowała cykl obniżek stóp procentowych już na lutowym posiedzeniu, obniżając stopę referencyjną NBP o 25 pb do 3,75%. W ostatnich tygodniach wypowiedzi członków RPP wskazywały na gotowość do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Choć dane o inflacji CPI za styczeń nie będą jeszcze dostępne w momencie podejmowania decyzji, zakładamy, że Rada dysponuje już szacunkami bieżącej inflacji istotnie niższymi od poziomów przedstawionych w listopadowej projekcji NBP. W przypadku utrzymania stóp procentowych na posiedzeniu w tym tygodniu, RPP zostałaby skonfrontowana kilka dni później z inflacją, która najprawdopodobniej ukształtuje się poniżej 2,0%. Jednocześnie, biorąc pod uwagę skalę odchylenia bieżącej inflacji od poziomu przewidywanego w listopadowej projekcji NBP, obniżyliśmy naszą ocenę docelowego poziomu dla stopy referencyjnej (do 3,50% z 3,75%), który zostanie osiągnięty po kolejnej obniżce stóp procentowych o 25 pb w marcu. Nie wykluczamy jednak materializacji scenariusza alternatywnego, w którym w warunkach braku nowych, oficjalnych danych o inflacji RPP może zdecydować się na przesunięcie łagodzenia polityki pieniężnej na marzec i kwiecień. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa prezesa NBP, która może dostarczyć dodatkowych informacji na temat perspektyw krajowej polityki pieniężnej oraz skutkować podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Z podobną reakcją rynkową będziemy mieli najprawdopodobniej do czynienia również po ogłoszeniu samej decyzji RPP, gdyż oczekiwania rynkowe są mocno podzielone pomiędzy obniżką a stabilizacją stóp.



Kolejnym istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Oczekujemy, że bank centralny utrzyma parametry polityki pieniężnej bez zmian. W naszym scenariuszu bazowym nie przewidujemy dalszego łagodzenia w najbliższych kwartałach, a kolejną decyzją EBC będzie naszym zdaniem decyzja o podwyżce stóp procentowych o 25pb w I kw. 2027 r. Wsparciem dla status quo w polityce pieniężnej będą wstępne dane o inflacji HICP w strefie euro, które zostaną opublikowane w tym tygodniu (inflacja bazowa równa 2,2% r/r w styczniu wobec 2,3% w grudniu).

W ostatnich miesiącach dane z rynku pracy w USA wskazywały na stabilizację na tym rynku. Oczekujemy, że tendencja ta utrzyma się także w styczniu (zwiększenie zatrudnienia o 90 tys. wobec wzrostu o 50 tys. w grudniu), co oznaczałoby najwyższy przyrost od września ub.



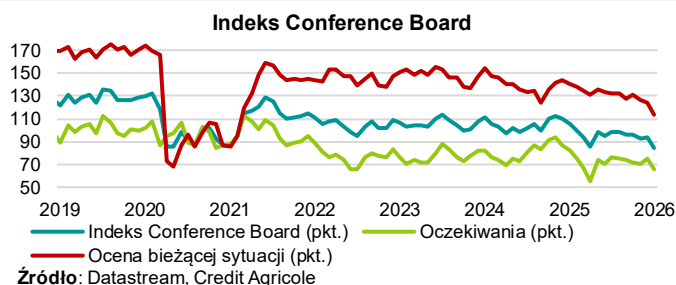
r. Oczekujemy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,4%. Jednocześnie prognozujemy lekkie spowolnienie dynamiki rocznej stawki wynagrodzenia godzinowego do 3,7% w styczniu z 3,8% w grudniu. Niemniej jednak utrzyma się ona wyraźnie powyżej poziomów notowanych przed pandemią i w górnym przedziale 3-4%, obserwowanym przez większą część 2025 r. Nasza prognoza wzrostu zatrudnienia w USA kształtuje się powyżej konsensusu (60 tys.), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności obligacji.

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 48,8 pkt. wobec 48,5 pkt. w grudniu, a tym samym ukształtował się on nieznacznie poniżej naszej prognozy (48,9 pkt.) i oczekiwań rynku (49,1 pkt.).** W ciągu ostatnich siedmiu miesięcy wskaźnik PMI wzrósł sześć razy sygnalizując postępującą poprawę koniunktury w polskim przetwórstwie. Wartość indeksu PMI ukształtowała się w styczniu na takim samym poziomie jak w IV kw. ub. r. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 3,9% r/r w I kw. wobec 4,0% w IV kw. 2025 r.

W zeszłym tygodniu

- **W Polsce uwaga rynku skupiona była na wstępnych krajowych danych o PKB, zgodnie z którymi zwiększył się on w 2025 r. o 3,6% wobec wzrostu o 3,0% w 2024 r.** Szacujemy, że w IV kw. realna dynamika PKB osiągnęła ok. 4,0% r/r wobec 3,8% w III kw. (por. MAKROpuls z 30.01.2026). Uważamy, że przyspieszenie tempa wzrostu PKB w pomiędzy III kw. i IV kw. wynikało z wyższej dynamiki konsumpcji oraz większego wkładu przyrostu zapasów. Warto odnotować, że na postępujące ożywienie konsumpcji wskazywały opublikowane w ubiegłym tygodniu grudniowe dane o sprzedaży detalicznej, która w ujęciu realnym zwiększyła się o 5,2% r/r wobec wzrostu o 3,1% w listopadzie (por. MAKROpuls z 26.01.2026). Z kolei głównym zaskoczeniem płynącym z danych o PKB było spowolnienie wzrostu inwestycji (ok. 4,3% r/r w IV kw. wobec 7,1% w III kw.), co jest rozczarowaniem w świetle zwiększonego wykorzystania środków unijnych w ramach Wieloletnich Ram Finansowych oraz Krajowego Planu Odbudowy (por. MAKROmapa z 19.01.2026). Odnotowane w IV kw. spowolnienie wzrostu inwestycji będzie naszym zdaniem argumentem dla RPP na rzecz obniżki stóp procentowych o 25pb na lutymowym posiedzeniu (patrz powyżej).

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia w USA było posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie przyniosło ono zmian w wysokości stóp procentowych. Uważamy, że głównym wnioskiem płynącym z komunikatu oraz wystąpienia szefa Rezerwy Federalnej, J. Powella po

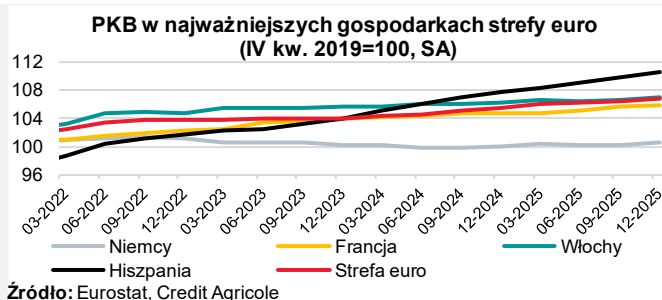


posiedzeniu jest to, że członkowie FOMC w coraz mniejszym stopniu obawiają się pogorszenia sytuacji na rynku pracy i są w komfortowej pozycji by obserwować napływające dane. W ubiegłym tygodniu D. Trump nominował Kevina Warsha na stanowisko nowego szefa Rezerwy Federalnej (kadencja J. Powella kończy się w maju). Warsh przez długi czas był postrzegany przez rynek jako „jastrząb”, niemniej w ostatnim czasie zmienił on swoje nastawienie na bardziej gołębnie, co mogło zadecydować o jego nominacji. Nie uważamy jednak, aby ten wybór wpłynął istotnie na decyzje podejmowane przez FOMC (łącznie razem z prezesem decyzje podejmowane są przez 12 członków FOMC). W danych z USA na uwagę zasługuje również indeks Conference Board (84,5 pkt. wobec 94,2 pkt. – najniższy poziom od maja 2014 r.). Silny spadek indeksu wynikał zarówno z pogorszenia bieżącej oceny sytuacji jak i oczekiwań. W danych na uwagę zasługują coraz słabsze oceny dotyczące sytuacji na rynku pracy, a także utrzymująca się wysoka, zdaniem respondentów, presja cenowa. Warto zwrócić uwagę, że takie postrzeganie otoczenia makroekonomicznego przez gospodarstwa domowe stoi w kontrze do przywołanej wyżej komunikacji ze strony Fed. Wyniki badań koniunktury konsumenckiej stanowią zatem lekkie ryzyko w dół dla naszego scenariusza zakładającego, że w 2026 r. Fed utrzyma stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

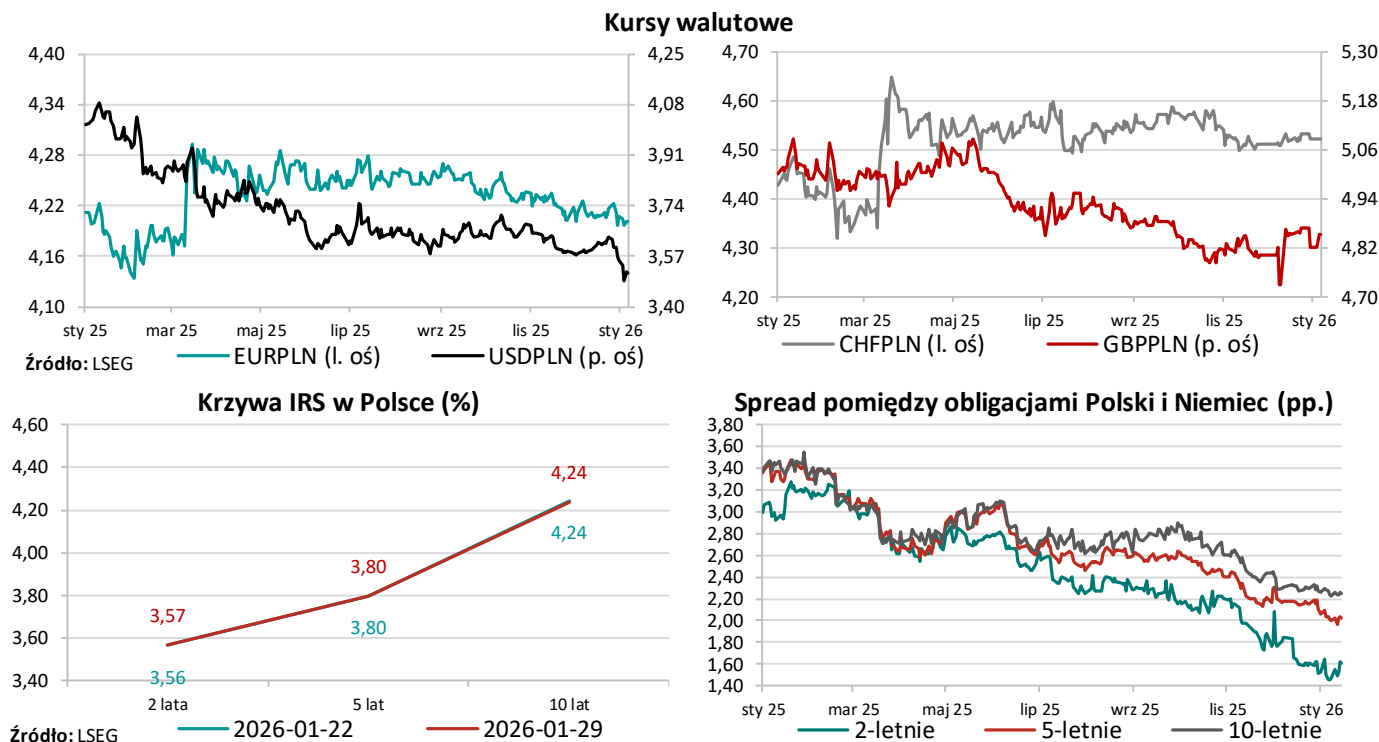
Kwartałna dynamika PKB w strefie euro nie zmieniła się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniosła 0,3%, kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (0,2%). Na stabilizację kwartalnej dynamiki PKB w obszarze wspólnej waluty złożyły się m.in. przyspieszenie tempa wzrostu

w Niemczech (0,3% wobec 0,0%), Hiszpanii (0,8% wobec 0,6%) i Włoszech (0,3% wobec 0,1%) oraz jego spowolnienie we Francji (0,2% wobec 0,5%). Opublikowane w ubiegłym tygodniu indeks Ifo (87,6 pkt. w styczniu – bez zmian w porównaniu do grudnia) oraz dane o inflacji HICP (2,1% r/r w styczniu wobec 2,0% w grudniu) nie dostarczyły naszym zdaniem nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Niemczech.

Zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji w 2026 r. Uwzględniając napływające dane prognozujemy, że inflacja ukształtowała się na poziomie 1,9% r/r w styczniu, wyraźnie poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Niższy punkt startowy obniża całą ścieżkę inflacji w horyzoncie 2026 r. W kierunku zmniejszenia dynamiki cen oddziałują obecnie dwa główne czynniki, które będą widoczne zarówno w danych styczniowych, jak i w perspektywie kolejnych kwartałów. Po pierwsze, obserwujemy coraz bardziej dezinflacyjne otoczenie w obszarze cen żywności, wspierane przez korzystne warunki pogodowe dla rolnictwa oraz spadki cen w wielu kluczowych kategoriach, w tym drobiu, jaj, wieprzowiny, mleka i produktów mlecznych. Po drugie, istotną rolę odgrywają czynniki zewnętrzne – w szczególności osłabienie dolara amerykańskiego, częściowo związane z ostatnią retoryką polityczną prezydenta Trumpa, co oddziałuje m.in. w kierunku spadku cen paliw. W rezultacie prognozujemy, że inflacja wyniesie średniorocznie 2,2% r/r w 2026 r. (2,7% przed rewizją) i 3,0% w 2027 r. (bez zmian) wobec 3,6% w 2025 r.



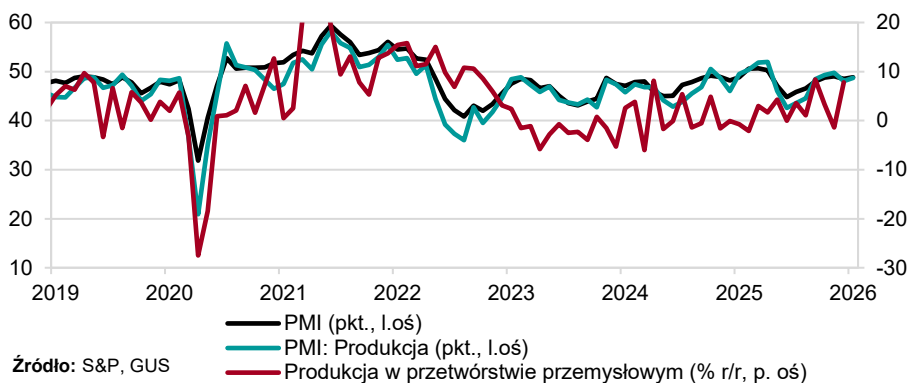
Posiedzenie RPP i dane z amerykańskiego rynku pracy kluczowe dla rynków



W ubiegłym tygodniu kluczowym czynnikiem determinującym zmienność na rynkach finansowych było posiedzenie FOMC, przy czym nie przyniosło ono zaskoczenia dla inwestorów. W efekcie, zarówno kurs EURPLN jak i stawki IRS były w ubiegłym tygodniu relatywnie stabilne.

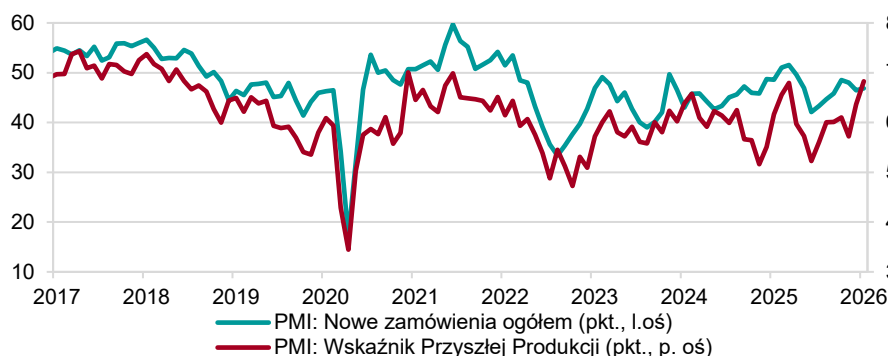
W tym tygodniu w centrum uwagi będzie zaplanowane na środę posiedzenie RPP. Może ono sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego, jak również stawek IRS. Taki sam efekt może mieć zaplanowana na czwartek zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP. W piątek kluczowa dla rynków będzie publikacja danych z amerykańskiego rynku pracy, która może przyczynić się do osłabienia złotego i spadku stawek IRS.

Optymistyczne nastroje polskiego przetwórstwa



Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 48,8 pkt. wobec 48,5 pkt. w grudniu, a tym samym ukształtował się on nieznacznie poniżej naszej prognozy (48,9 pkt.) i oczekiwań rynku (49,1 pkt.). Wzrost indeksu w styczniu wynikał ze zwiększenia wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów

materiałów), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw oraz zatrudnienia. Tym samym indeks PMI od 9 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności.



Źródło: S&P, Credit Agricole

W danych na szczególną uwagę zasługuje spowolnienie spadku bieżącej produkcji, któremu towarzyszyło również wolniejsze niż w grudniu obniżenie nowych zamówień. Zmniejszyły się również zamówienia zagraniczne, choć tylko w ograniczonym zakresie. Firmy cały czas podkreślały słabą sytuację gospodarczą w Niemczech. Warto zwrócić uwagę, że wyhamowanie

spadku zamówień zagranicznych zrealizowało się pomimo narastającej konkurencji ze strony Chin, które dokonują reorientacji geograficznej eksportu w warunkach trudności w sprzedaży swoich towarów do USA (por. MAKROmapa z 05.01.2026). Kolejnym dobrym sygnałem w zakresie sytuacji polskiego przetwórstwa był wzrost zaległości produkcyjnych w grudniu. Podobnie, indeks dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy zwiększył się w styczniu do najwyższego poziomu od czerwca 2021 r. i pozostał znacząco powyżej granicy 50 pkt.

W ciągu ostatnich siedmiu miesięcy wskaźnik PMI wzrósł sześć razy sygnalizując postępującą poprawę koniunktury w polskim przetwórstwie. Wartość indeksu PMI ukształtowała się w styczniu na takim samym poziomie jak w IV kw. ub. r. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 3,9% r/r w I kw. wobec 4,0% w IV kw. 2025 r.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26
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	3,75
Kurs EURPLN*	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,20	4,20
Kurs USDPLN*	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,51	3,51
Kurs CHFPLN*	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,59
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	1,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	3,0	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-7,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	1,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	7,7	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	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	
Saldo ROB (mln EUR)	-35	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-460	-658		
Eksport (r/r, %, EUR)	2,7	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,5	2,7	13,7		
Import (r/r, %, EUR)	10,4	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,9	3,1	9,2		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2025				2026				2025	2026	2027
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% , r/r)		3,2	3,3	3,8	4,0	3,9	3,7	3,5	3,3	3,6	3,6	3,0
Konsumpcja (% , r/r)		2,6	4,5	3,5	4,2	3,2	3,1	3,0	2,9	3,7	3,1	3,0
Inwestycje (% , r/r)		6,4	-0,7	7,1	4,3	8,4	10,9	7,9	7,7	4,2	8,5	6,6
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		2,1	1,9	6,1	6,5	5,2	5,8	5,8	5,3	4,2	5,5	5,0
Import (ceny stałe, %, r/r)		4,3	3,4	5,9	5,5	5,2	6,1	6,5	6,1	4,8	6,0	5,5
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,0	2,1	2,0	1,8	1,7	1,4	2,1	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	1,1	1,0	1,1	1,7	1,3	1,8	0,7	1,5	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,9	-1,0
Stopa bezrobocia (%)**		5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6	5,5
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,0	0,2	0,7	0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% , r/r)		10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	8,2	6,0	6,0
Inflacja CPI (%)*		4,9	4,1	3,0	2,6	1,8	2,2	2,2	2,7	3,6	2,2	3,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		5,84	5,23	4,72	3,99	3,60	3,60	3,61	3,61	3,99	3,61	3,61
Stopa referencyjna NBP (%)**		5,75	5,25	4,75	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	3,50	3,50
EURPLN**		4,19	4,24	4,26	4,21	4,21	4,20	4,19	4,18	4,21	4,18	4,15
USDPLN**		3,87	3,60	3,63	3,58	3,63	3,68	3,74	3,80	3,58	3,80	3,55

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 02.02.2026 r.						
2:45	Chiny	Indeks RatingDog PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	50,1	50,3	
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	48,5	48,9	49,1
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	48,7	48,7	48,7
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	49,4	49,4	49,4
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	51,9		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	47,9	48,5	48,5
Środa 04.02.2026 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Luty	4,00	3,75	3,75
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	51,9	51,9	51,9
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Styczeń	51,5	51,5	51,5
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	1,9	1,6	1,7
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,7		
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Styczeń	41	39	
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	54,4	53,2	53,8
Czwartek 05.02.2026 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	5,6	-2,5	
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,2	-0,1	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Luty	3,75	3,75	
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Luty	2,15	2,15	2,15
Piątek 06.02.2026 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,8	-0,3	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Grudzień	13,1		
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	4,4	4,4	4,4
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Styczeń	50	90	60
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	56,4	56,0	56,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet