

Kolejny sygnał poprawy nastrojów w Europie

- W poniedziałek na globalnych rynkach akcji kontynuowane były wzrosty – indeks S&P500 zyskał 0,5%, a warszawski WIG wzrósł 1,2%. **Wyraźnie osłabił się dolar po doniesieniach Bloomberga o możliwym ograniczeniu ekspozycji Chin na amerykańskie obligacje skarbowe. W efekcie kurs EURUSD wzrósł w okolice oporu na 1,19 a USDPLN spadł w pobliże wsparcia na 3,53.** Rentowności SPW poruszały się w przedziale -1/+4pb, natomiast krzywa IRS powróciła do trendu wzrostowego. Rentowności UST i Bundów pozostały stabilne. W Japonii, po zwycięstwie wyborczym partii premier S.Takaichi wzrosły rentowności obligacji skarbowych, a jen umocnił się przy wsparciu silnych wzrostów cen akcji i nowego historycznego szczytu indeksu Nikkei. We wtorek zakładamy stabilizację złotego oraz rentowności SPW w pobliżu bieżących poziomów, natomiast powrotu większej zmienności na rynki FX i FI oczekujemy w środę wraz z publikacją kluczowego raportu z amerykańskiego rynku pracy.
- Dziś najważniejszym globalnie wydarzeniem będzie publikacja danych o sprzedaży detalicznej w USA.** Konsensus zakłada lekkie spowolnienie wzrostu – do 0,4% m/m po dobrym wyniku (0,6% m/m) w listopadzie, podbijanym m.in. zwiększoną sprzedażą samochodów. Utrzymanie solidnych zakupów byłoby spójne z danymi o koniunkturze konsumenckiej i dochodach, które wskazują na poprawę sytuacji finansowej, zwłaszcza w zamożniejszych gospodarstwach domowych. Przy oczekiwanym wzroście sprzedaży w grudniu, 4q25 zamknęłyby się zwiększeniem sprzedaży detalicznej o ok. 3,3% r/r, sygnalizując dobre wyniki PKB w ostatnim kwartale 2025.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

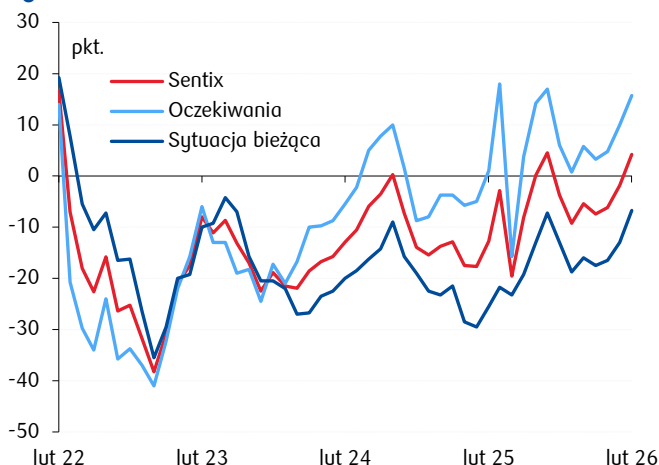
	Wartość	(%, pb)*
	2026-02-09	Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	126 794	1,2
STOXX Europe 600	621	0,7
S&P500	6 965	0,5
Waluty:		
EURPLN	4,21	-0,2
USDPLN	3,53	-1,0
CHFPLN	4,60	1,7
EURUSD	1,19	0,8
Obligacje:		
PL2Y	3,52	1
PL5Y	4,42	-1
PL10Y	5,11	4
DE10Y	2,84	-1
US10Y	4,20	-1
Surowce:		
Ropa Brent	69	1,5
Złoto	5064	2,1

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

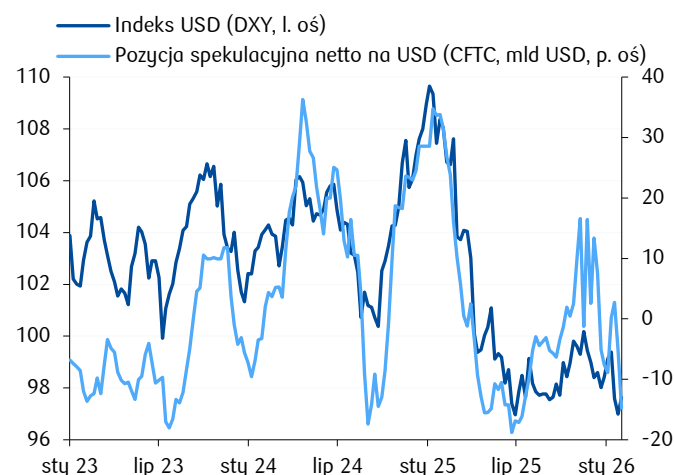
- EUR:** Indeks Sentix w lutym pokazał wyraźną poprawę koniunktury w strefie euro – wskaźnik wzrósł po raz trzeci z rzędu, do poziomu 4,2 pkt., osiągając najwyższą wartość od pół roku. Zarówno ocena bieżącej sytuacji (+6,3 pkt. m/m), jak i oczekiwania inwestorów (+5,8 pkt. m/m) uległy znaczącej poprawie, co sygnalizuje początek ożywienia gospodarczego. Choć inwestorzy indywidualni pozostają ostrożni, inwestorzy instytucjonalni wyraźnie porzucają pesymizm. Jednocześnie inwestorzy nie przewidują zwiększonego

Znacząca poprawa nastrojów inwestorów w strefie euro wg indeksu Sentix



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Na początku lutego krótka pozycja netto na USD wzrosła co może wywierać presję na kurs dolara



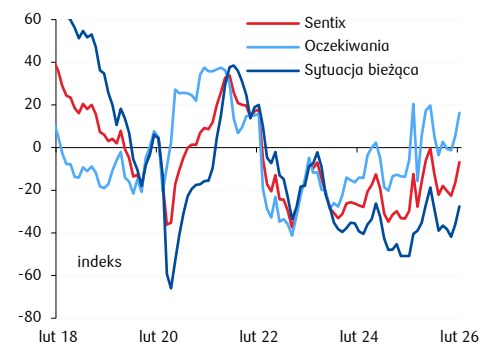
ryzyka inflacyjnego pomimo zmienności na rynkach surowcowych i umiarkowanych wzrostów cen ropy. W rezultacie oczekują oni, że EBC utrzyma obecny kurs polityki pieniężnej.

- **GER: Indeks Sentix w lutym wzrósł do poziomu -6,9 pkt. z -16,4 pkt. poprzednio.** Głównym czynnikiem poprawy nastrojów był wyższy niż oczekiwano napływ zamówień w przemyśle, co znacząco wpłynęło na optymizm inwestorów, którzy istotnie zrewidowali swoje oczekiwania. Uczestnicy badania wskazują, że ryzyko niedoborów gazu, pomimo rekordowo niskich poziomów zapasów jak na tę porę roku, nie jest postrzegane jako czynnik mogący zahamować poprawę koniunktury gospodarczej.
- **EUR: F.Villeroy de Galhau niespodziewanie zrezygnował ze stanowiska prezesa Banku Francji (w tym członka Rady Prezesów EBC), ogłaszając odejście na czerwiec i tym samym kończąc kadencję ponad rok przed czasem.** Jako powód podał osobistą decyzję, podkreślając, że zrealizował już zasadniczą część swojej misji. Jego rezygnacja umożliwi E.Macronowi – a nie ewentualnemu przyszłemu prezydentowi (prawdopodobnie z obozu prawicy) – wskazanie następcy na następną kadencję, która trwa 6 lat. Odejście F.Villeroy de Galhau oznacza także utratę jednego z bardziej gołębiych głosów w Radzie Prezesów EBC.
- **ROM: Saldo handlu towarowego w grudniu, w ujęciu płynnego roku, poprawiło się do poziomu deficytu wynoszącego 8,7% PKB, w porównaniu do 8,9% PKB w listopadzie.** W ostatnich latach saldo to wykazało znaczącą poprawę, wychodząc z deficytu na poziomie 12% PKB na koniec 2022. W samym grudniu 2025 eksport wzrósł o 9,4% r/r, podczas gdy import spadł o 0,4% r/r. W całym 2025 eksport zwiększył się o 4,2% r/r, przy czym kluczowy sektor motoryzacyjny odnotował wzrost o 3,5% r/r, odpowiadając za blisko połowę całkowitego eksportu. Import w 2025 wzrósł o 2,6% r/r, natomiast w sektorze motoryzacyjnym odnotowano wzrost o 3,7% r/r. Wzrost eksportu był wynikiem stopniowej poprawy aktywności w otoczeniu zewnętrznym, podczas gdy niska aktywność krajowa nie generowała znaczącego popytu na import.
- **CZE: W styczniu stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 5,1% z 4,8% odnotowanych w grudniu,** osiągając najwyższy poziom od 2017. Wzrost ten, poza typowym efektem sezonowym (+0,2 pp), wynikał głównie ze zmian w zasadach przyznawania zasiłków, które zwiększyły liczbę zarejestrowanych bezrobotnych i napływ nowych osób. Bez uwzględnienia czynników sezonowych i zmian regulacyjnych, sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna, a bezrobocie oczyszczone z tych czynników (według metodologii LFS Eurostatu) utrzymuje się na jednym z najniższych poziomów w UE.

WYDARZENIA KRAJOWE:

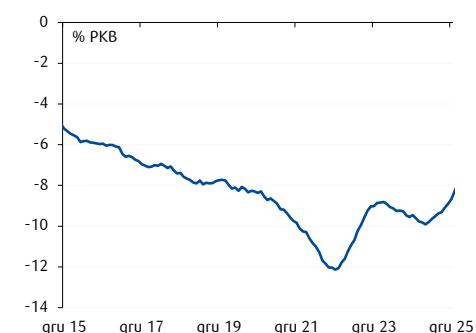
- **POL: Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej w 4q25 wyniosło 9 197,79 PLN, co oznacza wzrost o 8,5% r/r (powyżej oczekiwań) i przyspieszenie z dynamiki 7,5% r/r odnotowanej w 3q25.** W ujęciu realnym wzrost wynagrodzeń przyspieszył do 6% r/r z 4,5% r/r w poprzednim kwartale. Wzrost wynagrodzeń musiał głównie koncentrować się w firmach zatrudniających do 9 pracowników, ponieważ w firmach zatrudniających powyżej 9 pracowników wzrost wyniósł 7,5% r/r. Dane te mogą budzić obawy RPP dotyczące proinflacyjnego wpływu przyspieszającej dynamiki wynagrodzeń. Uważamy jednak, że obecne przyspieszenie jest tymczasowe i w 2026 dynamika wynagrodzeń spowolni do około 6%.
- **POL: Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w 2025 o 8,7% r/r, przekraczający założenia Ustawy Budżetowej na 2026 (8,2% r/r), oznacza, że waloryzacja rent i emerytur wyniesie 5,3% r/r, zamiast prognozowanych w ustawie 4,88% r/r.** W rezultacie koszt waloryzacji będzie o ok. 4 mld PLN wyższy niż pierwotnie planowano, co stanowi dodatkowe 0,2% wydatków sektora finansów publicznych (GG).
- **POL: Według szacunków MRPIPS, stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu wzrosła do 6,0% z 5,7% odnotowanych w grudniu, zgodnie z prognozami.** Wzrost ten nie oznacza pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, lecz wynika

Indeks Sentix dla Niemiec



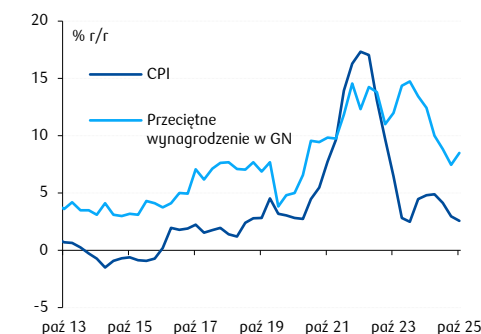
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlu towarowego w Rumunii



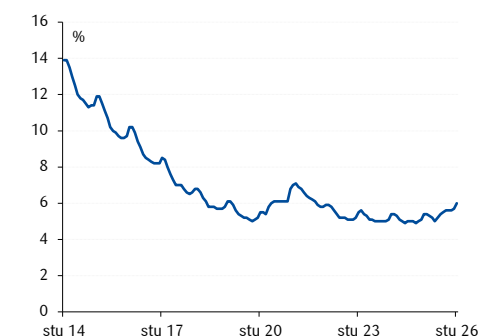
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej na tle inflacji CPI



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

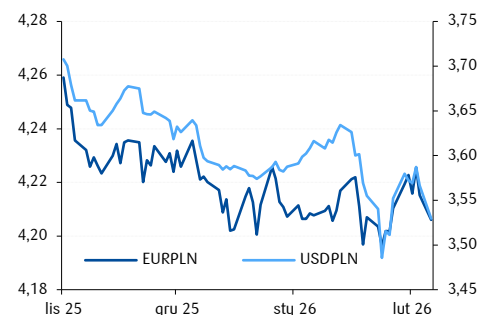
z dwóch czynników technicznych. Po pierwsze, reforma urzędów pracy spowodowała zmniejszenie liczby automatycznych wyrejestrowań z bezrobocia. Po drugie, styczeń charakteryzuje się sezonowym wzrostem stopy bezrobocia, gdzie średni wzrost w tym miesiącu w ostatnich latach wynosił właśnie 0,3 pp, co odpowiada wzrostowi w styczniu bieżącego roku.

- **POL:** Prezes NBP A.Głapiński powiedział, że inflacja w 2026 kształtować się będzie w granicach celu NBP, prawdopodobnie poniżej 2,5%. Ma to pozwolić RPP „pochylić się i podyskutować” na temat obniżek stóp procentowych. Wypowiedź Prezesa pozostaje spójna ze stanowiskiem zaprezentowanym podczas zeszłotygodniowej konferencji prasowej.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty nieznacznie umocnił się wobec euro, w okolice 4,2050 na EURPLN oraz wyraźniej wobec dolara, w pobliżu 3,53 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX postępująca słabość dolara przełożyła się na wzrost kursu EURUSD do okolic 1,1910.
- Przy braku nowych impulsów z krajowej gospodarki złoty pozostawał pod wpływem czynników globalnych sprzyjających od końcówki ubiegłego tygodnia aktywom ryzykownym. **Pod wyraźną presją znalazł się dolar, m.in. po doniesieniach Bloomberg'a o „zaleceniach” chińskiego regulatora dla lokalnych banków komercyjnych, dotyczących ograniczenia ich ekspozycji na amerykańskie obligacje skarbowe.** Dolarowi ciążyło również umocnienie euro, wsparte mocnym lutowym odczytem indeksu Sentix oraz jena, który zyskał po pozytywnej reakcji tokijskiej giełdy na wynik wyborów parlamentarnych w Japonii. W efekcie kurs EURUSD wzrósł w okolice technicznego oporu przy 1,19. Globalna słabość dolara oraz dobry sentyment na światowych giełdach sprzyjały walutom rynków wschodzących, w tym złotemu. W naszym regionie wyróżniał się forint, który osiągnął 26-miesięczne maksimum wobec euro m.in. dzięki utrzymującej się atrakcyjności strategii „carry trade” na tej walucie, wspieranej wysokimi stopami procentowymi na Węgrzech.
- We wtorek krajowy kalendarz makro pozostaje pusty, dlatego złoty będzie podążał za globalnymi nastrojami. Ze względu na skalę ostatnich przesunięć na rynku oraz środową publikację kluczowych danych z rynku pracy USA zakładamy, że **deprecjacja dolara w krótkim terminie wyhamuje, a kurs EURUSD utrzyma się w pobliżu 1,19. To powinno sprzyjać stabilizacji złotego wobec euro i dolara w okolicach odpowiednio 4,20–4,21 na EURPLN oraz 3,53 na USDPLN.**
- W poniedziałek rentowności polskich obligacji skarbowych poruszały się w przedziale -1/+4 pb. W segmencie 10-letnim rentowność SPW wzrosła o 4 pb do 5,11%. Dla porównania rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów spadły o 1 pb, odpowiednio do 4,20% i 2,84%.
- Na krajowym rynku stopy procentowej tydzień rozpoczął się spokojnie, czemu sprzyjał pusty kalendarz makroekonomiczny.** Istotniejsze impulsy dla uczestników polskiego rynku pojawią się dopiero w drugiej połowie tygodnia wraz z publikacją wstępnego odczytu PKB za IV kw. 2025 oraz danych inflacyjnych. W kontekście kształtu krzywej dochodowości **warto odnotować powrót tendencji wzrostowej na odcinku 2Y-10Y krzywej IRS.** Spread ten, który w drugiej połowie stycznia osiągnął lokalny szczyt w okolicach 72 pb, po okresie korekty ponownie wykazuje dynamikę wzrostową. Ruch ten wpisuje się w narastający konsensus rynkowy, że marcowe posiedzenie RPP przyniesie kolejne cięcie stopy referencyjnej NBP.
- Mocniejszy popyt na papiery krótkoterminowe obniżył rentowności na krótkim końcu, sprzyjając dalszemu stromieniu krzywych Treasury i Bundów.** Po wyraźnym zwycięstwie wyborczym premier S. Takaichi w Japonii uwaga inwestorów koncentrowała się również na rynku obligacji japońskich (JGB). Wbrew wcześniejszym obawom reakcja rynku była umiarkowana. Ultradługi koniec krzywej (30-40Y) pozostał stabilny, a najsilniejszy wzrost rentowności odnotował sektor 10-letni, gdzie rentowności powróciły w okolice 2,3%. Presja na wzrost rentowności na ultradługim końcu krzywej zintensyfikowała się z kolei na rynku obligacji skarbowych w Wielkiej Brytanii z uwagi na kryzys polityczny wokół premiera K. Starmera.
- Zakładamy, że stabilizacja na rynku stopy w Polsce i na rynkach bazowych może utrzymać się również we wtorek.** Dopiero publikacja raportu NFP w środę powinna dostarczyć nowego impulsu dla inwestorów na rynku FI.

Waluty



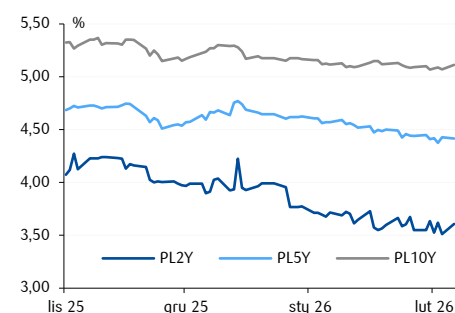
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	1q26	2q26
EURPLN	4,20	4,21
USDPLN	3,53	3,48
CHFPLN	4,47	4,43
EURUSD	1,19	1,21
EURCHF	0,94	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



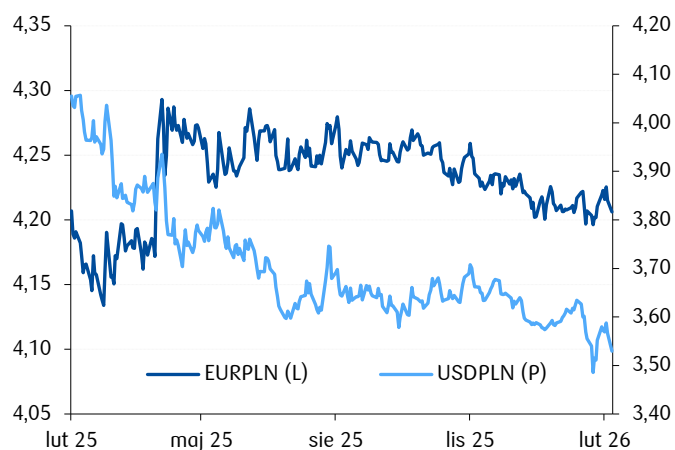
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

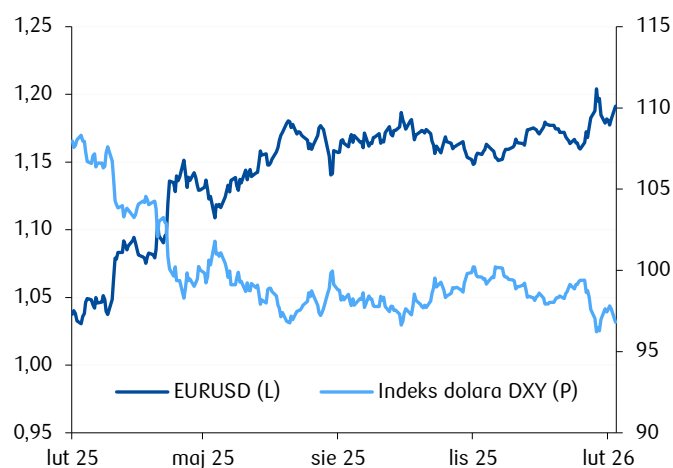
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

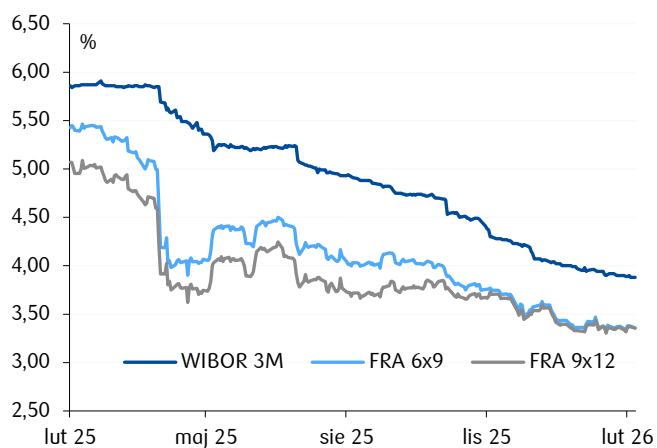
PLN vs główne waluty



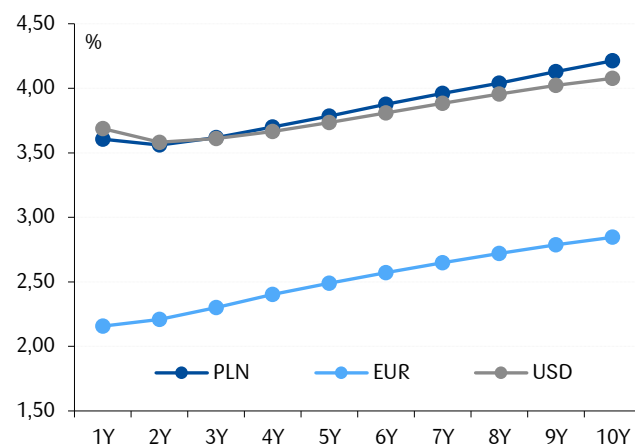
Notowania USD



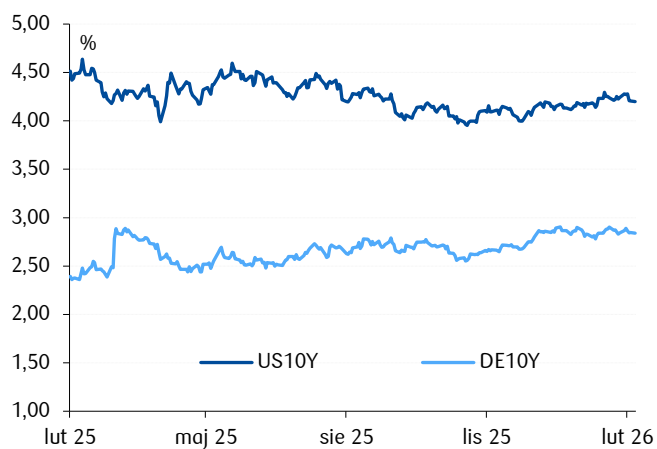
Krótkoterminowe stopy procentowe



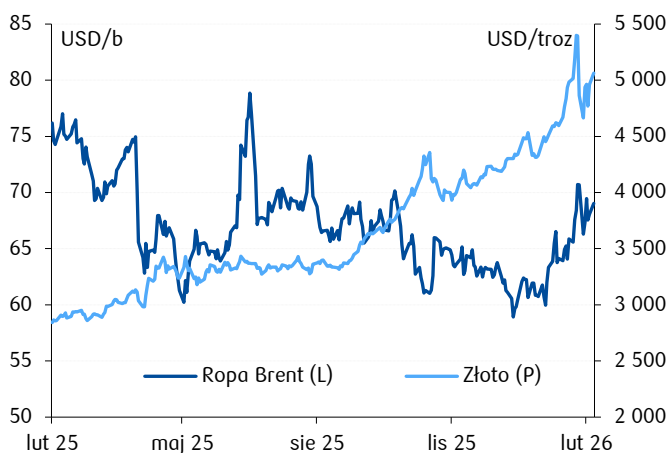
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 6 lutego						
GER: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% r/r	0,5	1,9	--	-0,6
GER: Eksport (gru.)	8:00	% m/m	-2,5	1,0	--	4,0
GER: Import (gru.)	8:00	% m/m	0,5	0,1	--	1,4
HUN: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:30	% r/r	-5,4	-1,1	--	-1,0
CZE: Produkcja przemysłowa (gru.)	9:00	% r/r	-0,3	5,2	--	3,8
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., wst.)	16:00	pkt.	56,4	54,9	--	57,3
Poniedziałek, 9 lutego						
ROM: Saldo handlowe (gru.)	8:00	mld EUR	-2,35	--	--	-2,69
CZE: Stopa bezrobocia (sty.)	10:00	%	4,8	5,0	--	5,1
EUR: Indeks Sentix (lut.)	10:30	pkt.	-1,8	0,0	--	4,2
Wtorek, 10 lutego						
USA: Sprzedaż detaliczna (gru.)	14:30	% m/m	0,6	0,4	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (gru.)	14:30	% m/m	0,5	0,4	--	--
Środa, 11 lutego						
CHN: Inflacja PPI (sty.)	2:30	% r/r	-1,9	-1,5	--	--
CHN: Inflacja CPI (sty.)	2:30	% r/r	0,8	0,4	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sty.)	14:30	tys.	50	69	66	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty.)	14:30	% r/r	3,8	3,7	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sty.)	14:30	%	4,4	4,4	--	--
Czwartek, 12 lutego						
ROM: Wynagrodzenie (gru.)	8:00	% r/r	4,2	--	--	--
HUN: Inflacja CPI (sty.)	8:30	% r/r	3,3	2,3	2,1	--
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	3,8	4,0	3,9-4,2	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	231	224	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty.)	16:00	mln	4,35	4,20	--	--
Piątek, 13 lutego						
ROM: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% r/r	-0,5	1,0	--	--
ROM: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	1,7	1,3	0,8	--
CZE: Inflacja CPI (sty., rew.)	9:00	% r/r	2,1	1,6	1,6	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru.)	10:00	mld CZK	8,16	14,0	--	--
POL: Inflacja CPI (sty.)	10:00	% r/r	2,4	1,9	1,7	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	1,4	1,3	--	--
EUR: Bilans handlowy (gru.)	11:00	mld	10,7	--	--	--
EUR: Zatrudnienie (4q)	11:00	% r/r	0,6	--	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru.)	14:00	mln EUR	-460	-1251,5	-342	--
POL: Eksport (gru.)	14:00	% r/r	2,7	8,1	10,3	--
POL: Import (gru.)	14:00	% r/r	3,1	6,8	8,6	--
USA: Inflacja CPI (sty.)	14:30	% r/r	2,7	2,5	2,5	--
USA: Inflacja bazowa (sty.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--

Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak. CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik. CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Zapisz się:

centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



 Research

Materiał zatwierdził(a): Anna Wojtyniak-Stefańska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.