

Rozczarowanie sprzedażą w USA

- Na wtorkowej sesji wyraźnie wzrosły obawy rynkowe o kondycję gospodarki amerykańskiej pod wpływem napływających danych makroekonomicznych. Indeksy giełdowe w Europie i USA spadły, natomiast kapitał silnie napływał w kierunku bezpiecznych obligacji skarbowych, co przełożyło się na spadek rentowności amerykańskich Treasuries, niemieckich Bundów oraz polskich SPW. Złoty osłabił się względem euro i dolara – odpowiednio w okolice 4,22 i 3,54 – przy względnie stabilnym kursie EURUSD w pobliżu 1,19. Spadały również ceny złota i ropy naftowej. Rynek pozostaje obecnie szczególnie wrażliwy na sygnały płynące z gospodarki amerykańskiej. W tym kontekście kluczowym wydarzeniem środowej sesji będzie publikacja danych NFP z rynku pracy w USA. Istotnie słabszy odczyt względem konsensusu mógłby sprowadzić rentowność 10-letnich Treasuries w okolice 4%. Taki scenariusz zintensyfikowałby tryb awersji do ryzyka i sprzyjał dalszym spadkom rentowności na rynkach bazowych. Na rynku walut oczekujemy, że w środę kurs EURPLN będzie poruszał się w przedziale 4,21–4,23, natomiast USDPLN może przesunąć się w stronę 3,52–3,53.
- Dziś w centrum uwagi będzie styczniowy raport o zatrudnieniu w USA (NFP). Oprócz słabego oczekiwanego przyrostu etatów w styczniu (PKOe: 66 tys., kons.: 69 tys.) i stabilnej, lecz podwyższonej stopy bezrobocia (ok. 4,4%), istotne będą w nim coroczne rewizje danych, oparte na dokładniejszych rejestrach podatkowych. Wstępne szacunki wskazują na rekordową korektę w dół zatrudnienia – nawet o ponad 900 tys. (od kwietnia 2024 do marca 2025), co oznaczałoby też niższy punkt startowy dla danych od kwietnia 2025. Rewizje wynikające m.in. z aktualizacji modeli statystycznych i czynników sezonowych mogą zmienić ocenę kondycji rynku pracy przez Fed – część decydentów uważa, że wcześniejsze dane znacząco przeszacowywały poziom zatrudnienia, co podważa obraz „stabilnego” rynku pracy i wzmacnia argumenty za łagodniejszą polityką pieniężną.

Biurowe Analizy Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

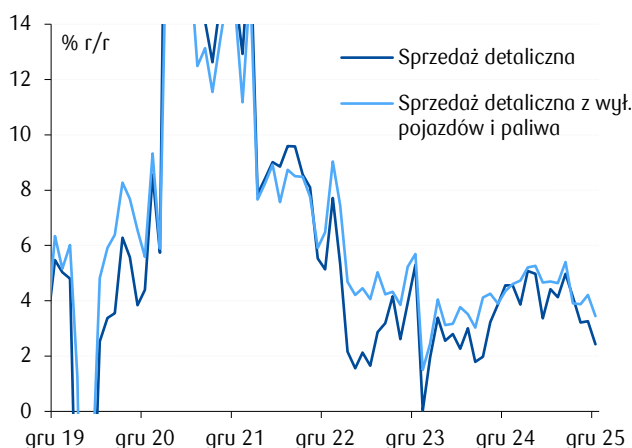
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość	(%, pb)*
	2026-02-10	Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	125 913	-0,7
STOXX Europe 600	621	-0,1
S&P500	6 942	-0,3
Waluty:		
EURPLN	4,22	0,3
USDPLN	3,55	0,5
CHFPLN	4,62	0,4
EURUSD	1,19	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	3,44	-16
PL5Y	4,37	-4
PL10Y	5,03	-8
DE10Y	2,80	-4
US10Y	4,15	-5
Surowce:		
Ropa Brent	69	-0,3
Złoto	5023	-0,8

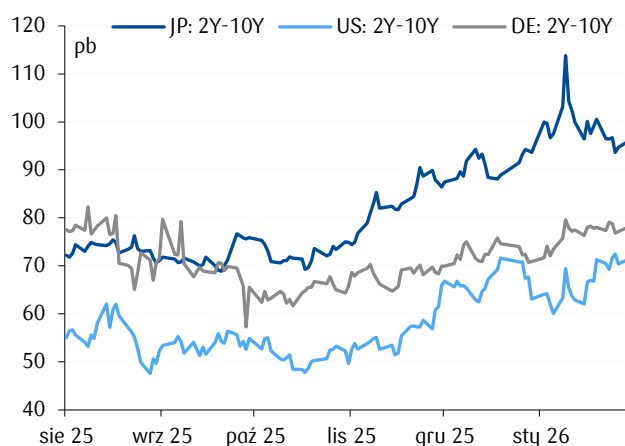
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Wzrost sprzedaży detalicznej w USA wyhamował pod koniec roku



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

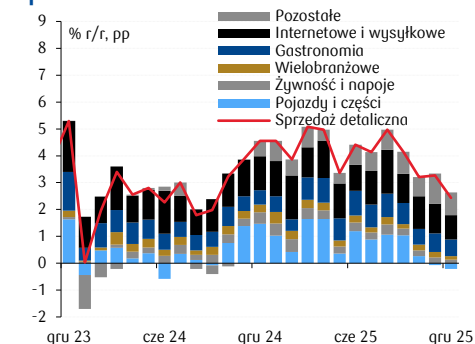
Kształt skarbowej krzywej dochodowości w Japonii (2Y-10Y) ulega dalszej normalizacji po wyborach



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

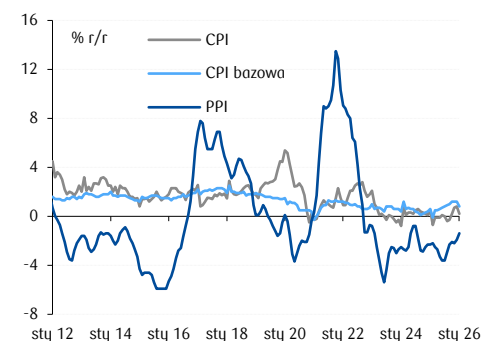
- USA: Sprzedaż detaliczna w grudniu nie zmieniła się względem listopada** (0% m/m wobec oczekiwań na poziomie 0,4% m/m). Rozczarowała również sprzedaż po wyłączeniu pojazdów (także 0% m/m) oraz wchodząca do szacunku PKB sprzedaż detaliczna w tzw. grupie kontrolnej, która spadła w ujęciu m/m o 0,1%. Spadki zakupów objęły większość kategorii, m.in. odzież i meble, co wskazuje na słabnące wydatki dyskrecyjne, szczególnie wśród gospodarstw o niższych dochodach, podczas gdy wydatki zamożniejszych konsumentów nadal rosły ze względu na wzrost dochodów wynikający ze zwyczaj indeksów giełdowych. Niższy od oczekiwań nominalny poziom sprzedaży mógł też częściowo odzwierciedlać świąteczne promocje. Dane sugerują jednak, że ożywienie zakupów w 4q25 było krótkotrwałe, a presja wysokich kosztów życia i obawy o rynek pracy nadal ograniczały popyt, co może obniżyć wkład konsumpcji do wzrostu PKB w 4q25 (przez Atlanta Fed szacowany przed danymi o sprzedaży na ponad 2pp, nieco mniej niż w 3q25).
- UE: U.von der Leyen zasugerowała, że jeśli UE nie będzie w stanie osiągnąć jednomyślności wszystkich 27 państw w sprawach kluczowych reform gospodarczych, część krajów powinna realizować je w mniejszych grupach.** W liście przed jutrzejszym szczytem UE poświęconym konkurencyjności – inspirowanym raportami M.Draghiego i E.Letty – podkreśliła, że brak reform grozi przegraną Europy w rywalizacji z USA i Chinami, a „koalicje chętnych” nie powinny być blokowane przez najsłabszych uczestników. Szefowa KE wskazała pięć priorytetów: deregulację i uproszczenie prawa, dywersyfikację handlu i ochronę bezpieczeństwa gospodarczego, pogłębianie jednolitego rynku (w tym integrację finansową i energetyczną), inwestycje w cyfryzację i innowacje oraz mobilizację inwestycji publicznych i prywatnych. Całość wpisuje się w koncepcję „Europy wielu prędkości”, nastawionej na szybkie wzmacnianie konkurencyjności.
- UE: Parlament Europejski poparł klauzulę ochronną dla produktów rolnych w ramach umowy handlowej UE-Mercosur.** Zgodnie z klauzulą, Komisja Europejska rozpocznie dochodzenie i nałoży cła ochronne, gdy import drobiu, wołowiny, cytrusów, czy cukru wzrośnie o 5% w ujęciu średniorocznym w ciągu trzech lat i jednocześnie ceny importowanych produktów będą o 5% niższe od cen krajowych.
- USA: L.Logan (Dallas Fed, z prawem głosu w FOMC)** wskazała, że obecny poziom stóp procentowych Fed pozwoli sprowadzić inflację do celu przy utrzymaniu stabilności rynku pracy. W szczególności stwierdziła, że kolejne obniżki stóp nie byłyby potrzebne by zrealizować dualny mandat Fedu. L.Logan wskazała, że negatywne ryzyko dla rynku pracy osłabło, a dotychczasowe obniżki stóp mogą oddziaływać proinflacyjnie. Jednocześnie oceniła, że jeśli inflacja by spadła, a rynek pracy znacząco by osłabł, wskazany mógłby być powrót do obniżek.
- CHN: Inflacja CPI w styczniu spadła do 0,2% r/r z 0,8% r/r w grudniu, silnie od oczekiwań.** Inflacja bazowa obniżyła się do 0,8% r/r z 1,2% r/r, osiągając najniższy poziom od sześciu miesięcy. Słaby popyt krajowy i nadpodaż w niektórych sektorach utrzymują presję deflacyjną, pomimo działań rządu ograniczających wojny cenowe oraz pierwszych podwyżek cen w gastronomii. Oczekuje się, że dopiero w 2h26 pojawi się umiarkowany wzrost cen, wraz z dalszym luzowaniem polityki pieniężnej przez PBoC w razie pogorszenia koniunktury. Deflacja PPI w styczniu zmniejszyła się do 1,4% r/r z 2,1% r/r w grudniu, co oznacza najwolniejszy spadek od połowy 2024. W ujęciu m/m ceny producentów rosły od października, co sugeruje stopniową stabilizację po stronie podaży. Poprawa wynikała głównie z globalnego wzrostu cen metali, a nie z odbicia popytu krajowego.

Sprzedaż detaliczna w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- POL: P.Litwiniuk (RPP)** ocenił, że RPP może opóźnić kolejną obniżkę stóp procentowych do kwietnia i zdecydować się na jeden większy ruch o 50pb zamiast kontynuować serię obniżek po 25pb. Scenariusz „znaczej korekty”

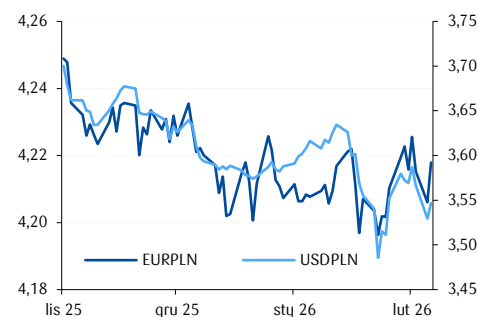
dałby Radzie więcej czasu na przeanalizowanie trendów inflacyjnych na początku roku i zmian w koszyku cen konsumpcyjnych. Inną opcją byłoby wg członka RPP kontynuowanie obniżek o 25pb już od marca. P.Litwiniuk oczekuje, że docelowo stopy spadną do 3,5%. Jednocześnie zaznaczył, że w przypadku pogorszenia perspektyw gospodarczych możliwe są dalsze działania łagodzące politykę pieniężną. H.Wnorowski (RPP) ocenił, że prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych na marcowym posiedzeniu wzrosło w porównaniu z sytuacją po styczniowym posiedzeniu. Stwierdził, że docelowy poziom stopy referencyjnej na poziomie 3,5% w 2026 jest realistyczny, pod warunkiem trwałego powrotu inflacji do celu do końca roku. Podkreślił jednak, że jest to początek roku, a ostateczne decyzje będą zależeć od napływających danych.

- **POL: Premier D.Tusk oraz Minister Finansów A.Domański zainaugurowali prace Rady Przyszłości** - ciała doradczego przy rządzie, w skład której wchodzi przedstawiciele branży kosmicznej (ICEYE, Creotech), technologicznej (ElevenLabs), biotechnologicznej (Ryvü), finansowej (PFR), AI i obronnej (WB Group). Rada będzie wypracowywać rekomendacje dla rządu dotyczące rozwoju polskiej gospodarki w kluczowych obszarach dot. AI, sektora kosmicznego, *biotech* czy *dual-use*.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **We wtorek złoty był nieco słabszy, kurs EURPLN wzrósł w pobliże 4,22, a USDPLN do 3,54.** Na rynkach bazowych kurs EURUSD minimalnie spadł, kończąc europejską część notowań w okolicy 1,19.
- **Przy pustym krajowym kalendarium makroekonomicznym złoty pozostawał pod wpływem globalnych nastrojów oraz trendów z rynków bazowych.** Sentyment na głównych giełdach akcji był zasadniczo neutralny, choć indeks NIKKEI225, po weekendowych wyborach do niższej izby japońskiego parlamentu, kontynuował wzrosty i ponownie ustanowił historyczne maksima. Poprawa sentymentu inwestorów do japońskich aktywów była widoczna także na rynku walutowym, gdzie **jen we wtorek umocnił się względem koszyka głównych walut o ok. 1%.** Warto podkreślić, że JPY jest jedną z najczęściej wykorzystywanych walut finansujących w strategiach „carry trade”, podczas gdy waluty kupowane w tych transakcjach to często waluty z rynków wschodzących. Aprecjacja jena sprzyja zatem redukcji takich pozycji, co może stopniowo osłabiać waluty EM. W naszej ocenie był to we wtorek kluczowy czynnik stojący za m. in. za słabszym zachowaniem złotego, ale i czeskiej korony oraz przede wszystkim węgierskiego forinta.
- **W środę złoty pozostanie pod wpływem trendów z bazowych rynków FX, a w szczególności zmian kursu jena oraz dolara amerykańskiego.** W naszej opinii JPY może kontynuować aprecjację, co nadal wywierałoby presję na waluty EM. Z drugiej strony pośrednim wsparciem dla walut rynków wschodzących mogłaby być deprecjacja USD, szczególnie jeśli publikowane w środę miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy potwierdzą jego słabnięcie, sygnalizowane odczytami z minionego tygodnia. Przy takich założeniach uważamy, że **w środę kurs EURPLN będzie poruszał się w przedziale 4,21-4,23, a USDPLN może przesunąć się w stronę 3,52-3,53.**
- **Rentowności polskich obligacji skarbowych podczas wtorkowych notowań poruszały się w przedziale -16/-8pb. W segmencie 10-letnim dochodowość SPW spadła o 8pb do 5,03%.** Dla porównania rentowności amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów obniżyły się odpowiednio o 5pb i 4pb, do ok. 4,15% i 2,80%.
- **Na wtorkowej sesji wyraźnie wzrosły obawy o kondycję gospodarki amerykańskiej, co przełożyło się na zmianę sentymentu na rynku stopy procentowej.** Źródłem niepokoju były publikacje makroekonomiczne z USA. Dane o sprzedaży detalicznej w USA okazały się istotnie słabsze od konsensusu, co podważyło ocenę bieżącej kondycji amerykańskiego konsumenta. Wywołało to zwrot inwestorów w kierunku bezpiecznych aktywów oraz nasilenie oczekiwań na wsparcie gospodarki przez bardziej akomodacyjną politykę Fed. Byczy sentyment na rynku obligacji USA przeniósł się na główne rynki bazowe oraz rynek krajowy. **Rentowności Bundów zbliżyły się do dolnego zakresu wahań z ostatnich tygodni – w okolicy 2,05% dla 2-letnich papierów oraz 2,80% dla 10-letnich.** Widoczny na rynku obligacji tryb awersji do ryzyka dostarczył również impulsu do wypłaszczania krzywych dochodowości na rynkach bazowych. Podobną dynamikę zaobserwować można było na rynku polskim. **Rentowności SPW oraz stawki IRS wyraźnie obniżyły się na głównych tenorach, schodząc w okolice tegorocznych minimów.**
- **Rynek pozostaje obecnie szczególnie wrażliwy na sygnały płynące z gospodarki amerykańskiej.** W tym kontekście kluczowym wydarzeniem w środę będzie publikacja danych NFP. **Istotnie słabszy odczyt względem konsensusu mógłby sprowadzić rentowność 10-letnich Treasuries w okolice 4%.** Taki scenariusz zintensyfikowałby rynkowy tryb awersji do ryzyka i sprzyjał dalszemu spadkowi rentowności na rynkach bazowych, a także na rynku krajowym.

Waluty



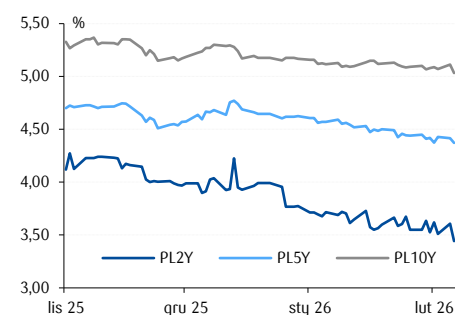
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



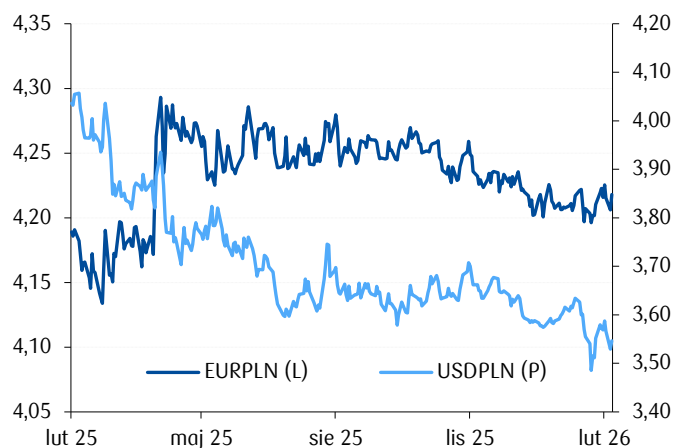
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

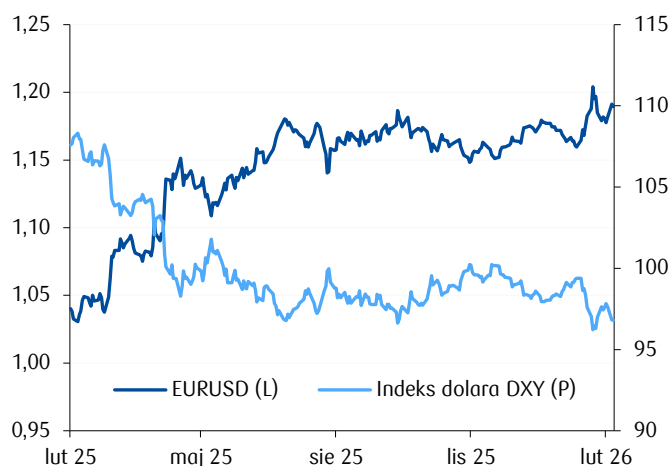
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

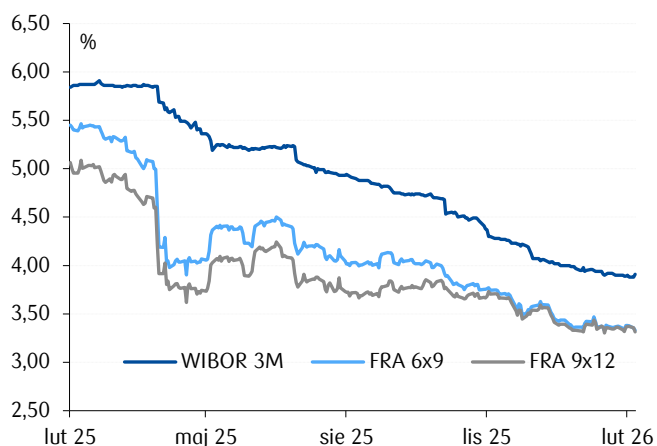
PLN vs główne waluty



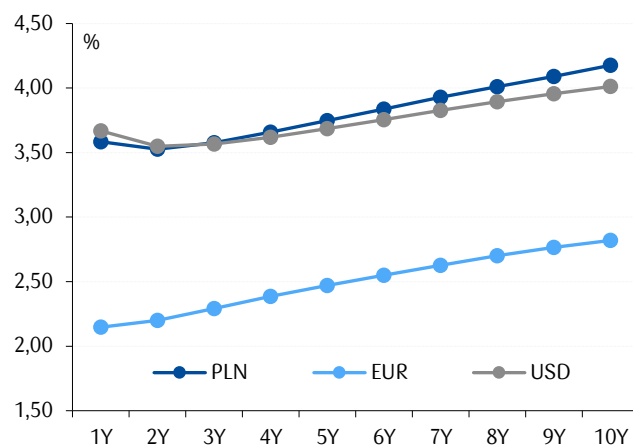
Notowania USD



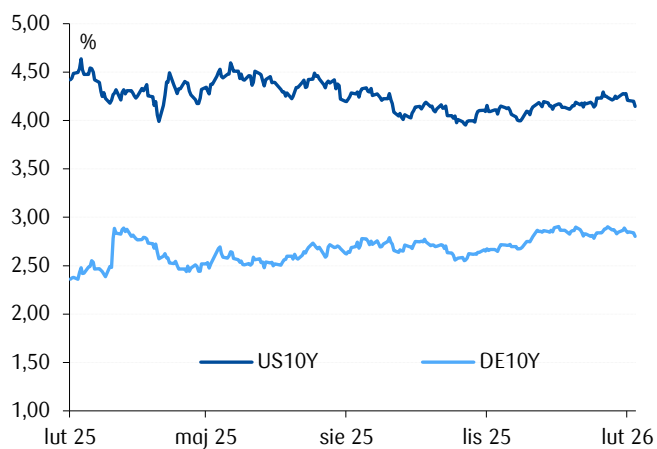
Krótkoterminowe stopy procentowe



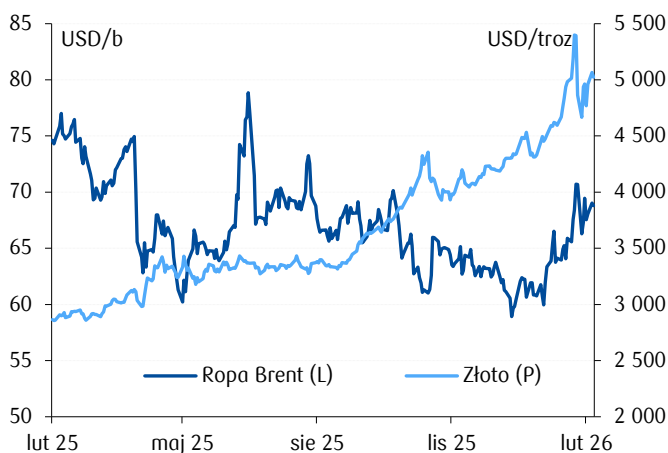
Krzywe IRS



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	--	0,0
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (gru.)	14:30	% m/m	0,4	0,4	--	0,0
Środa, 11 lutego						
CHN: Inflacja PPI (sty.)	2:30	% r/r	-1,9	-1,5	--	-1,4
CHN: Inflacja CPI (sty.)	2:30	% r/r	0,8	0,4	--	0,2
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:



Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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, usługa 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.