

PKB przyspiesza do 4%

- W czwartek nastroje na europejskich rynkach akcji były neutralne, WIG nie zmienił się, a DAX zniżkował o 0,1%. Znacznie gorzej radziły sobie giełdy w USA, gdzie Nasdaq stracił 2%, a S&P500 zniżkował o ok. 1,6%. Dobre nastroje panowały natomiast na rynkach obligacji skarbowych, szczególnie w Stanach Zjednoczonych oraz Polsce, gdzie rentowność 10-letnich SPW spadła do 5%. Na rynku FX zmiany notowań głównych par z PLN były minimalne, stabilny był także kurs EURUSD. **W piątek kierunek rynkowych trendów będzie uzależniony od reakcji inwestorów na styczniowe odczyty inflacji CPI z Polski i USA. W naszej ocenie dane te nie powinny istotnie wpłynąć na kurs EURPLN, jednak w przypadku potwierdzenia wyraźnej dezinflacji w Polsce i USA kurs USDPLN może kierować się w stronę 3,52, a krajowe SPW mogą pogłębić czwartkowe minima.**
- Globalnie wydarzeniem dnia będzie publikacja styczniowej inflacji CPI z USA. Może ona spaść do 2,5% r/r z 2,7% r/r, głównie dzięki niższemu wzrostowi cen żywności i paliw. Czynniki ryzyka w górę to osłabienie dolara i wpływ ceł. Jeśli inflacja spadnie słabiej od prognoz, oczekiwania na przesunięcie obniżek stóp Fed na 2h26 (po mocnych danych z rynku pracy) najpewniej się utrwalą. W tle danych z USA znajdzie się kolejny szacunek PKB ze strefy euro za 4q25 (wstępnie 1,3% r/r).
- Dziś w Polsce szczególnie interesujące będą wstępne dane o inflacji CPI za styczeń, które naszym zdaniem pokażą jej solidny spadek (kons.:1,9% r/r, PKOe: 1,7% r/r wobec 2,4% r/r w grudniu). Jego źródłem będzie hamowanie inflacji żywności, energii oraz spadek cen paliw. Ponieważ do kolejnego posiedzenia 4 marca RPP nie pozna innych danych inflacyjnych- mają one potencjał by przesądzić o obniżce stóp. Wstępny szacunek może odbiegać od finalnego odczytu, który poznamy 13 marca ze względu na coroczną rewizję wag. Dodatkowym czynnikiem niepewności dla styczniowych danych jest zmiana klasyfikacji towarów i usług konsumpcyjnych. **Dane o krajowym bilansie płatniczym** pokażą zapewne po raz kolejny deficyt rachunku obrotów bieżących przy przyspieszeniu dynamiki eksportu i importu w grudniu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

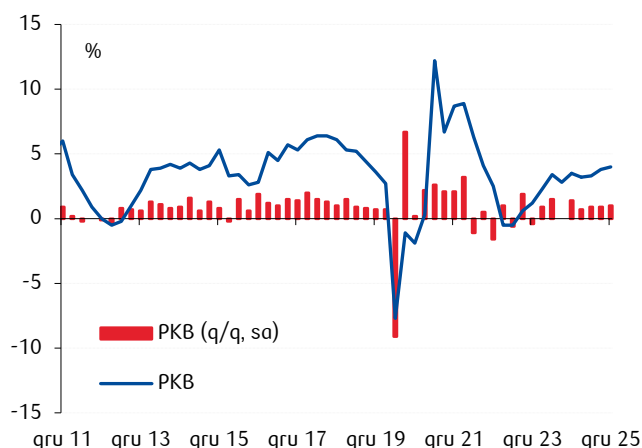
centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-02-12	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	126 507	0,0
STOXX Europe 600	619	-0,5
S&P500	6 833	-1,6
Waluty:		
EURPLN	4,21	0,0
USDPLN	3,55	-0,1
CHFPLN	4,61	0,0
EURUSD	1,19	0,0
Obligacje:		
PL2Y	3,54	4
PL5Y	4,31	-1
PL10Y	5,00	-5
DE10Y	2,78	-2
US10Y	4,10	-7
Surowce:		
Ropa Brent	68	-2,7
Złoto	4920	-3,1

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

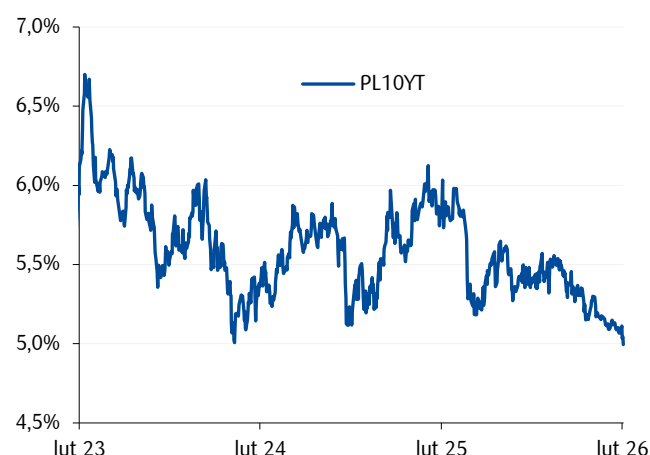
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

PKB w Polsce rośnie stabilnie od ponad roku i wraca do potencjału



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Rentowność polskich obligacji 10-letnich spadła do poziomu 5% naruszając minimum z grudnia 2023

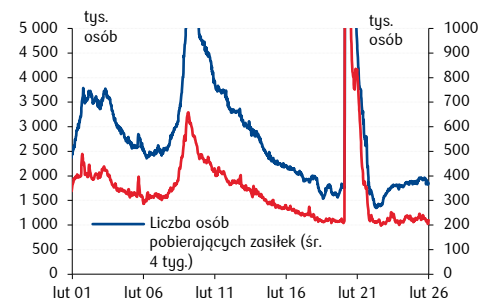


- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu minimalnie spadła do 227 tys. z 232 tys. poprzednio. Dane były zgodne z oczekiwaniami i potwierdzają, że doniesienia o redukcjach w dużych firmach (m.in. Amazon) nie przełożyły się na razie na masowe zwolnienia. Nieco wyższa niż prognozowano okazała się natomiast liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku, która wzrosła (w tyg. kończącym się 31 stycznia) do 1,86 mln. Całokształt danych z rynku pracy (zwłaszcza przedwczorajszy raport NFP, który pokazał najwyższy od ok. roku wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia w styczniu) wpisuje się w obraz stabilnej sytuacji w warunkach nieco stłumionego popytu.
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w styczniu spadła do poziomu najniższego od prawie 4 lat. Liczba finalizowanych transakcji obniżyła się w ubiegłym miesiącu o 8,4% do poziomu 3,91 mln w ujęciu rocznym. Burze śnieżne i niskie temperatury utrudniają ocenę, czy spadek sprzedaży wynika z czynników fundamentalnych, czy jest jedynie jednorazowym odchyleniem. Pewnym pozytywnym sygnałem na rynku nieruchomości są oznaki poprawy dostępności mieszkań – oprocentowanie kredytów hipotecznych ostatnio spada, podobnie jak tempo wzrostu cen domów. Wskaźnik dostępności mieszkań wzrósł do najwyższego poziomu od 2022, choć nadal pozostaje znacznie niższy niż przed pandemią.
- **EUR:** G.Makhlouf (EBC) powiedział, że kolejnym ruchem Europejskiego Banku Centralnego może być zarówno obniżka, jak i podwyżka stóp procentowych. Nie wykluczył żadnego scenariusza, podkreślając jednak, że obecnie inflacja zmierza do celu, więc EBC znajduje się „w dobrym miejscu”.
- **HUN:** Inflacja na Węgrzech spadła w styczniu do 2,1% r/r z 3,3% r/r w grudniu, zgodnie z naszym szacunkiem, ale poniżej oczekiwań rynkowych (2,3% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,3% – tak niską styczniową dynamikę ostatnio odnotowano w 2019. Dane zwiększają prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych, która mogłaby nastąpić w marcu, wraz z publikacją nowej projekcji MNB.
- **UE:** Prezydent Francji E.Macron oświadczył po unijnym szczycie, że **system ETS**, chociaż stanowi istotną zachętę rynkową do dekarbonizacji, obciąża niektóre gospodarki. Dlatego Komisja Europejska przedstawi w marcu rozwiązania, by to obciążenie zmniejszyć. Reforma systemu ETS jest też postulatem Polski. Nasz kraj proponuje utrzymanie liczby pozwoleń na emisję w systemie na stałym poziomie, bez jej dalszej redukcji oraz wyłączenie niektórych sektorów energochłonnych z obowiązku umarzania pozwoleń na emisję.

WYDARZENIA KRAJOWE:

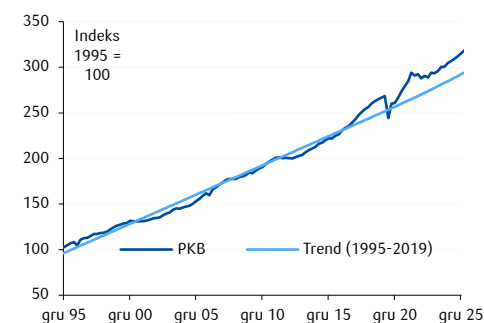
- **POL:** Wzrost PKB w 4q25 przyspieszył do 4,0% r/r z 3,8% r/r kwartał wcześniej, co jest wynikiem zbliżonym do naszej pierwotnej prognozy na poziomie 3,8% r/r. W ujęciu odsezonowanym (w cenach stałych z 2020) dynamika spowolniła do 3,6% r/r z 4,0% r/r w 3q25, jednak jest to przede wszystkim efekt wysokiej bazy, a nie oznaka osłabienia aktywności. Dynamika kwartalna przyspieszyła bowiem do 1,0% z 0,9% w 3q25, wracając do tempa sprzed pandemii. Obserwujemy stopniowe wygasanie negatywnych skutków dwóch ostatnich wstrząsów – pandemicznego i energetycznego – oraz powrót na bardziej stabilną, długoterminową ścieżkę wzrostu. Potwierdzają to również nasze szacunki luki popytowej – po dziesięciu kwartałach ujemnych odchyłeń luka w 4q25 zamknęła się, co sugeruje, że gospodarka rośnie w zbliżonym tempie do swojego potencjału. Więcej w Makro Flashu: [Gospodarka rozwija się zgodnie z potencjałem](#).
- **POL:** L.Kotecki (RPP) ocenił, że w marcu możliwa jest obniżka stóp procentowych o 25 pb, a w kwietniu kolejna o 25 pb, jeśli rewizja koszyka CPI nie podbije inflacji. Jego zdaniem nie ma obecnie potrzeby większych, jednorazowych cięć (np. o 50pb), ponieważ stopy zbliżają się do docelowego poziomu 3,50–3,75%. Członek RPP widzi ryzyko dla inflacji głównie w dół i twierdzi, że w razie spadku CPI wyraźnie poniżej 2% Rada powinna

Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

PKB na tle przedpandemicznego trendu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

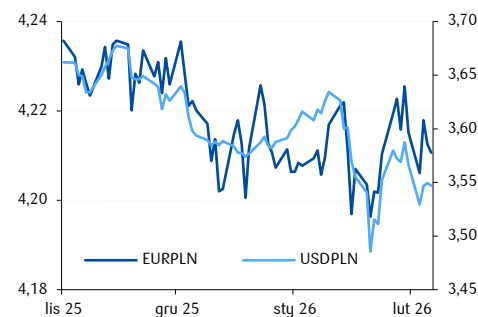
zareagować, by utrzymać inflację blisko celu 2,5%. Kotecki wskazuje też, że mocny złoty sprzyja obniżaniu inflacji, a gospodarka pozostaje w dobrej kondycji, z możliwym wzrostem PKB powyżej 4% r/r w tym roku.

- **POL:** TSUE orzekł, że klauzula umowy kredytowej zawierająca wskaźnik referencyjny, taki jak WIBOR, nie powoduje co do zasady sama w sobie znaczącej nierównowagi między stronami na niekorzyść konsumenta. Obowiązek informacyjny ciążący na banku nie zobowiązuje go do przekazywania konsumentowi szczegółowych informacji nt. metodyki wskaźnika. Zdaniem Związku Banków Polskich TSUE potwierdził, iż sądy w sprawach konsumenckich nie mogą badać prawidłowości wyznaczania WIBORu i nie podzielił zarzutów podważających wiarygodność wskaźnika.
- **POL:** Do 26 stycznia w ramach KPO zawartych zostało ponad 997 tys. umów na łączną kwotę 175,9 mld PLN, czyli 73,2% całości alokacji. MFiPR w odpowiedzi na interpelację poselską podał ponadto, że płatności od początku wdrażania KPO to łącznie 52,7 mld PLN. Resort podkreślił, że pomimo dwuletniego opóźnienia odnotowano znaczące przyspieszenie we wdrażaniu inwestycji KPO – wg stanu na 26 stycznia uruchomiono nabory w ramach 56 inwestycji (w 42 inwestycjach w części grantowej na 96,8% alokacji oraz 14 inwestycjach w części pożyczkowej na 99,9% alokacji).

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Czwartek na rynku FX nie przyniósł większych zmian notowań. Kurs EURPLN pozostał na 4,2150, USDPLN utrzymał poziom 3,55, a EURUSD kończył dzień na 1,1870.
- Główne pary z PLN nie zareagowały na bardzo dobry, lecz zgodny z rynkowymi oczekiwaniami odczyt PKB Polski za 4q25. Podobna sytuacja miała miejsce na rynkach bazowych, gdzie słabsze względem konsensusu ekonomistów odczyty makro z USA tylko na chwilę osłabiły ujemnie skorelowanego z walutami EM amerykańskiego dolara. W naszej opinii inwestorzy czekali na dzisiejsze odczyty inflacji CPI za styczeń z Polski i USA, które na ostatniej sesji tygodnia mogą zwiększyć zmienność na rynkach, oddziałując na nie kanałem oczekiwań dotyczących ścieżki stóp NBP i Fed. Względna równowagę i oczekiwanie na nowe impulsy widać na wykresach notowań ww. par, gdzie EURPLN znajduje się w środku trwającej od grudnia 2025 konsolidacji, USDPLN ugrzązł pomiędzy technicznym oporem na 3,57 a wsparciem na 3,52, natomiast EURUSD, pomimo obniżenia rynkowych oczekiwań dotyczących skali tegorocznych cięć stóp Fed, pozostaje bliżej lokalnego oporu (1,1920) niż istotnego wsparcia na 1,1750.
- W piątek to wskazane wyżej odczyty inflacji konsumenckiej, szczególnie w przypadku ewentualnych istotnych odchyśleń od prognoz ekonomistów, mogą mieć wpływ na rynkowe nastroje oraz na notowania PLN i USD. **W naszej opinii cięcie stóp NBP w marcu br. jest już przez rynek wycenione, a tym samym wpływ krajowej CPI na PLN powinien być marginalny. Większy pośredni wpływ na PLN mogą mieć dane z USA, szczególnie jeśli zaskoczyłyby po niższej względem oczekiwań stronie, co zapewne osłabiłoby USD i skierowało kurs USDPLN bliżej 3,52. W przypadku EURPLN zakładamy, że tydzień zakończymy w okolicy środka budującej się od grudnia 2025 konsolidacji (okolicie 4,21), z możliwym odchyleniem +/- 1 gr.**
- W czwartek rentowności polskich obligacji skarbowych zmieniły się w zakresie -5/+4 pb. W segmencie 10-letnim rentowność SPW obniżyła się o 5pb do 5,00%. Dochodowości amerykańskich Treasuries i niemieckich Bundów spadły odpowiednio o 7pb do 4,1% oraz o 2pb do 2,78%.
- Na krajowym rynku stopy procentowej był to bardzo dobry dzień handlu. Skala ruchu była umiarkowana, jednak silny popyt sprowadził rentowności do nowych, technicznie istotnych poziomów. Krótki koniec krzywej pozostaje zakotwiczony w oczekiwań dotyczących przyszłej ścieżki stóp NBP, a barierą w świetle bieżącej komunikacji RPP pozostają okolice 3,50%. Warto odnotować, że w lutym rentowność 2-letnich SPW spadła poniżej stawki 2-letniego IRS, co po około roku sprowadziło asset swap poniżej zera i odzwierciedla silny popyt na krajowy dług. Nowe techniczne poziomy zostały wyznaczone na długim końcu krzywej. Rentowność 10-letnich SPW spadła nieznacznie poniżej 5,00%, a 10-letni IRS do 4,10%. Fundamentem ruchu pozostaje korzystny obraz makroekonomiczny: wzrost PKB na poziomie 4% w 4q25, potwierdzony czwartkowym raportem oraz słabnąca presja inflacyjna na poziomie 1,9% według konsensusu ekonomistów i 1,7% według prognozy PKO BP. Rynki bazowe wzmocniły spadkową dynamikę na rynku stopy procentowej. Wzrost rentowności 10-letnich Treasuries po środowych danych NFP okazał się krótkotrwały i wygasł w czwartek, do czego przyczynił się m.in. słaby odczyt sprzedaży domów na rynku wtórnym w USA oraz kolejny impuls trybu risk-off na tamtejszych rynkach akcji.
- W piątek kluczowe będą dane inflacyjne z Polski i USA. Odczyt CPI w Polsce poniżej 1,9% mógłby pogłębić spadkowy ruch rentowności na krajowej krzywej. Z kolei brak oznak dezinflacji w amerykańskim raporcie CPI stanowiłby czynnik ryzyka dla inwestorów pozycjonujących się coraz wyraźniej na spadki rentowności na amerykańskim rynku długu.

Waluty



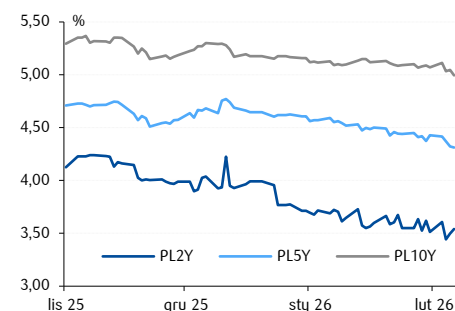
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



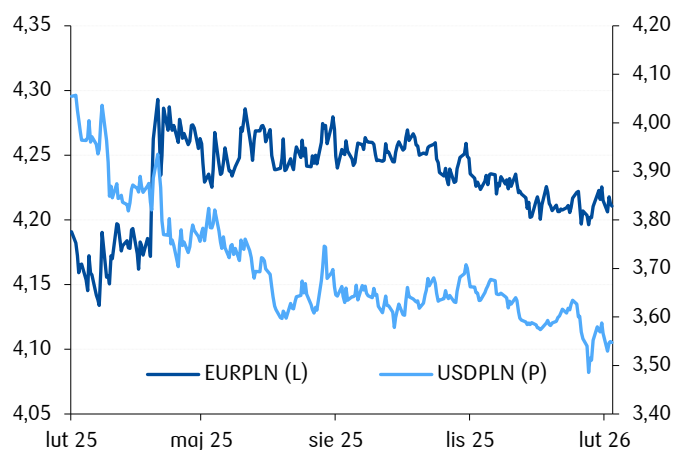
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

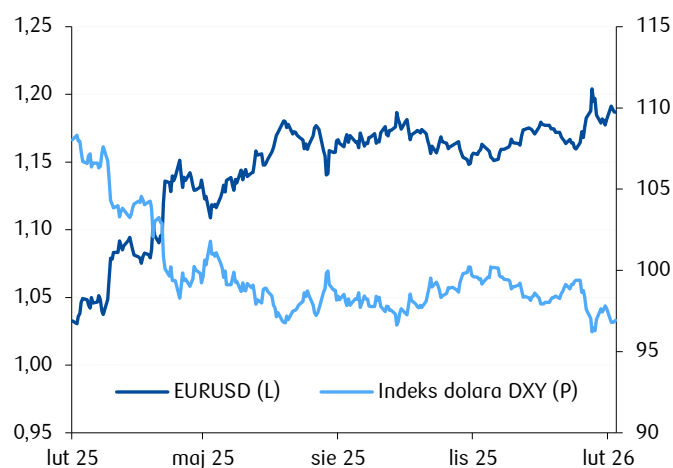
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

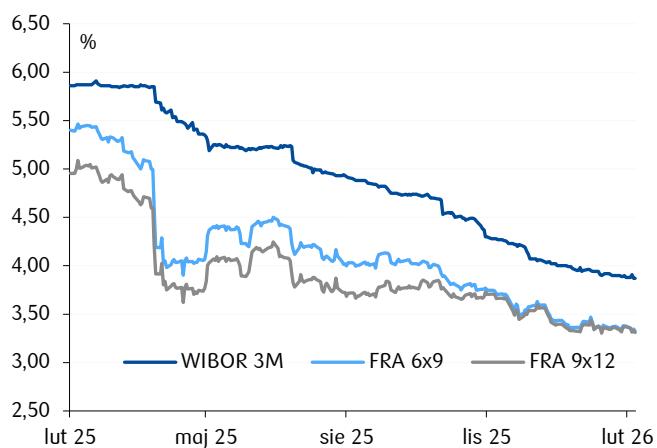
PLN vs główne waluty



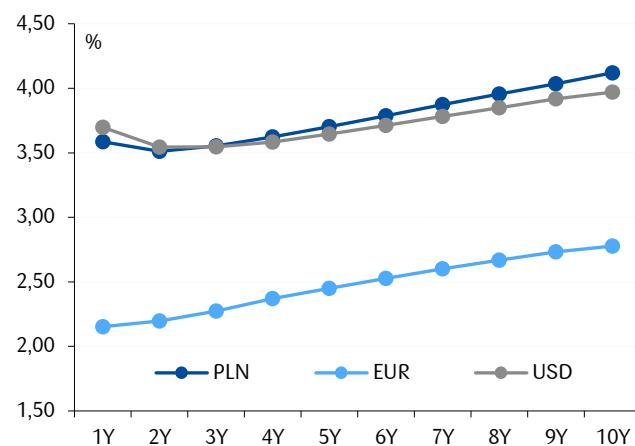
Notowania USD



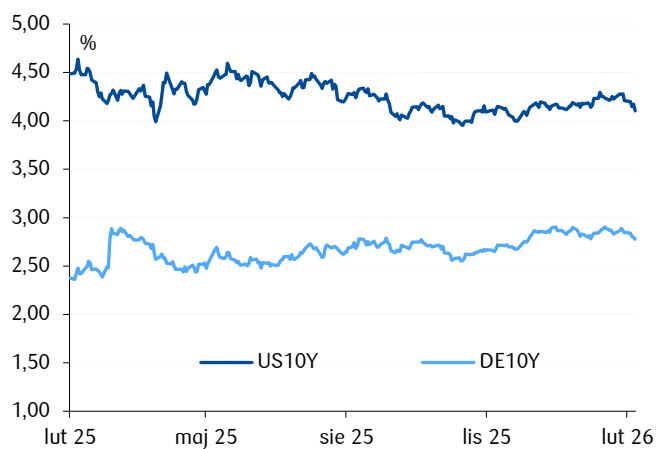
Krótkoterminowe stopy procentowe



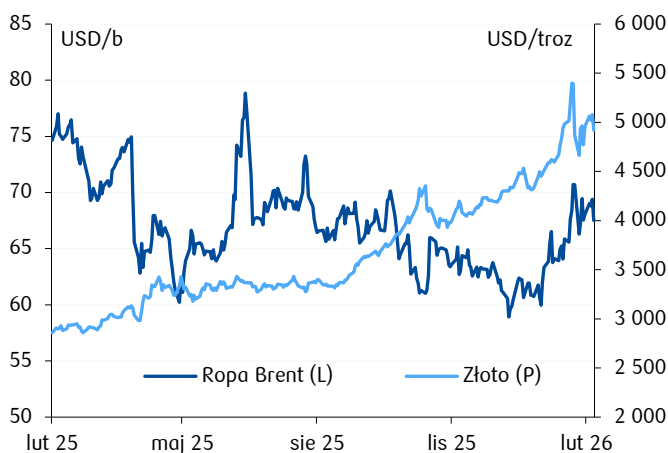
Krzywe IRS



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.	48	69	66	130
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty.)	14:30	% r/r	3,7	3,7	--	3,7
USA: Stopa bezrobocia (sty.)	14:30	%	4,4	4,4	--	4,3
Czwartek, 12 lutego						
HUN: Inflacja CPI (sty.)	8:30	% r/r	3,3	2,3	2,1	2,1
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	3,8	4,0	3,9-4,2	4,0
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	232	224	--	227
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty.)	16:00	mln	4,27	4,20	--	3,91
Piątek, 13 lutego						
ROM: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% r/r	-0,7	1,0	--	0,8
ROM: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	1,7	1,3	0,8	0,1
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.

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): Urszula Kryńska

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.