

Inflacja pozostaje wyzwaniem (w Rumunii)

- **Poniedziałkowa sesja na globalnych rynkach finansowych była wyjątkowo spokojna, a niskiej zmienności sprzyjały zamknięte rynki w Chinach oraz USA z powodu obchodzonych tam świąt.** Indeks WIG zakończył dzień na niewielkim plusie (+0,3%). Na rynku walutowym złoty pozostał stabilny, a dolar minimalnie umocnił się wobec koszyka głównych walut. Informacja o planowanym poszerzeniu globalnego dostępu do mechanizmu awaryjnego zapewniania płynności w euro przez EBC nie miała zauważalnego wpływu na notowania EUR. Na krajowym rynku długu rentowności SPW oscylowały w wąskim zakresie 0/+1pb, z kolei rentowności Bundów nie zmieniły się. We wtorek aktywność zarówno globalnych jak i krajowych inwestorów powinna się ożywić, aczkolwiek wyraźniejszego wzrostu zmienności spodziewamy się dopiero w drugiej części tygodnia, bogatej w publikacje makroekonomiczne z Polski, strefy euro i USA.
- **Dziś warto zwrócić uwagę na niemiecki indeks koniunktury ZEW,** który według konsensusu pokaże dalszą poprawę nastrojów w lutym. Taką tendencję na początku roku zasygnalizował już indeks Sentix. Jeśli oczekiwania rynkowe potwierdzą się, to optymizm analityków i inwestorów instytucjonalnych będzie najwyższy od połowy 2021.
- **Na drugim planie znajdują się zrewidowane odczyty inflacji w Niemczech** – wstępny szacunek pokazał wzrost inflacji CPI i HICP do 2,1% r/r w styczniu.
- **Regionalnie uwaga będzie koncentrować się na posiedzeniu rumuńskiego banku centralnego,** który w warunkach inflacji przekraczającej 9% najpewniej podejmie decyzję o stabilizacji stóp procentowych (stopa bazowa na poziomie 6,50%).

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

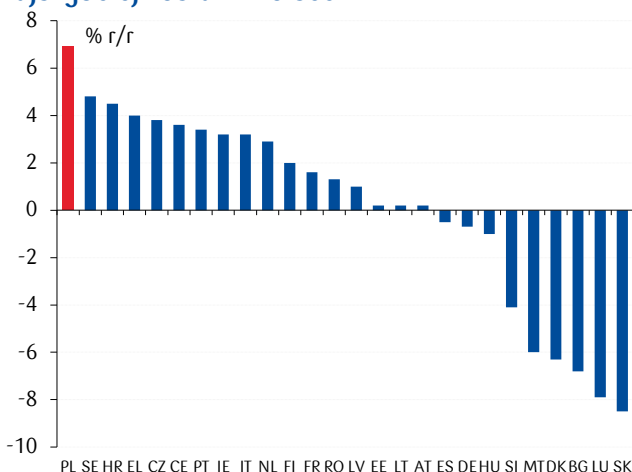
	Wartość 2026-02-16	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	124 947	0,3
STOXX Europe 600	619	0,1
S&P500	6 836	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,21	0,1
USDPLN	3,55	0,2
CHFPLN	4,62	0,2
EURUSD	1,19	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,47	0
PL5Y	4,30	1
PL10Y	4,94	1
DE10Y	2,76	0
US10Y	4,06	0
Surowce:		
Ropa Brent	69	1,3
Złoto	4992	-1,0

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

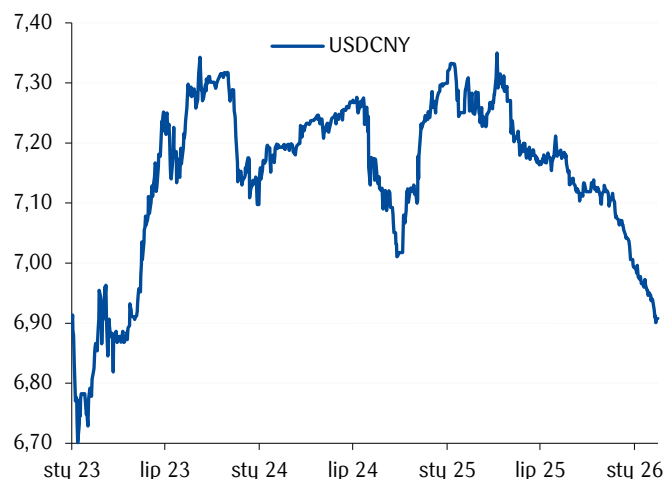
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **EUR: Produkcja przemysłowa w strefie euro wzrosła o 1,2% r/r, a w ujęciu miesięcznym obniżyła się o 1,4% (sa) po trzymiesięcznej serii wzrostowej.** Wzrost produkcji przemysłowej w całym 2025 wyniósł 1,5% zarówno w przypadku strefy euro, jak i całej UE. W grudniu miesięczny spadek produkcji (w ujęciu sa) dotyczył prawie wszystkich głównych grup przemysłowych (najsilniejszy w przypadku dóbr kapitałowych, o 1,9%). Wyjątek stanowiły dobra konsumpcyjne trwałego użytku, których produkcja wzrosła o 0,2%.

Produkcja przemysłowa w grudniu spośród państw UE najszybciej rosła w Polsce



Juan wkracza w Chiński Nowy Rok najmocniejszy do dolara od 34 miesięcy

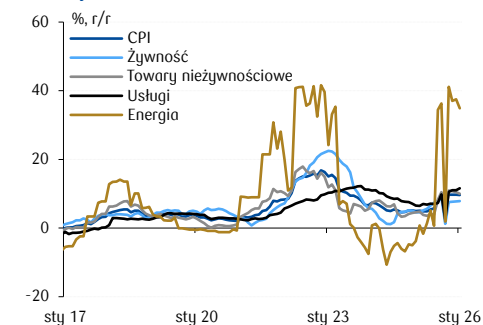


Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

W ujęciu miesięcznym „liderami” spadku były Słowacja i Niemcy – w tym drugim przypadku można oczekiwać, że wyniki przemysłu będą poprawiać się wraz z intensyfikacją wydatków na obronność, co już znajduje odzwierciedlenie w danych o zamówieniach fabrycznych. W ujęciu geograficznym dla całej UE najsilniejszy wzrost produkcji w ujęciu rocznym odnotowano w Polsce (6,9%), co potwierdza, że wydatki zbrojeniowe oraz fundusze KPO napędzające inwestycje stanowią solidny bufor dla polskiego przemysłu wobec słabego popytu zewnętrznego.

- ROM:** Inflacja w styczniu spadła nieznacznie do 9,6% r/r z 9,7% r/r w grudniu i była nieco wyższa od oczekiwań. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,9%, tyle samo co w styczniu 2025 i wolniej niż w 2024. Spośród głównych kategorii szybciej niż przed rokiem wzrosły ceny usług (1,6% m/m vs 1,0% m/m), na co mógł wpłynąć wzrost kosztów związany z wprowadzoną w sierpniu podwyżką stawki VAT, który w pełni został uwzględniony w usługach przy noworocznej aktualizacji cenników. W tych warunkach roczny wzrost cen usług przyspieszył do 11,6% r/r z 11,0% r/r w grudniu. Największy wkład do inflacji miały towary nieżywnościowe, gdzie wzrost cen był napędzany przede wszystkim przez energię (o 34,9% r/r) po wygaszeniu limitu cen w połowie 2025. Dane najpewniej wzmocnią przekonanie o konieczności pozostawienia stóp procentowych bez zmian na dzisiejszym posiedzeniu banku centralnego. W kolejnych miesiącach spodziewamy się niewielkiego spadku inflacji, a wyraźną dezinflację zobaczymy dopiero w 3q26, gdy w grę zaczną wchodzić efekty wysokiej bazy sprzed roku. W tych warunkach zakładamy, że do obniżek stóp może dojść najwcześniej w 2q26.

Inflacja CPI w Rumunii

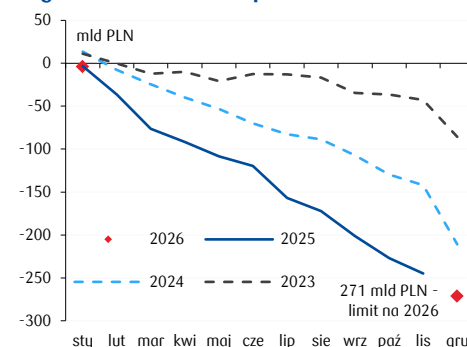


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- POL:** Deficyt budżetu państwa po styczniu wyniósł 3,7 mld PLN, co odpowiada 1,4% całorocznego limitu. Dochody wzrosły o 17,2% r/r. Dochody z VAT zwiększyły się o 24% r/r, jednak odnotowano spadek wpływów z akcyzy o 3,3% r/r, pomimo obowiązywania wyższych stawek. Spadek ten wynika przede wszystkim z niższej konsumpcji wyrobów objętych akcyzą. Dochody z PIT zmniejszyły się o 0,7 mld PLN r/r, pozostając na ujemnym poziomie (-7,4 mld PLN). Jest to konsekwencja reformy zwiększającej udziały jednostek samorządu terytorialnego (JST) w dochodach z podatków od dochodów. W styczniu przekazano JST o 11% więcej środków z PIT niż rok wcześniej, co wynika ze wzrostu udziałów JST. Dochody z CIT wzrosły o 1,6% r/r. **Wydatki budżetu wzrosły w tym samym tempie co dochody, również o 17,2% r/r.** Najsilniejszy wzrost odnotowano w kosztach obsługi długu, które były niemal dwukrotnie wyższe niż rok wcześniej. Choć można oczekiwać wzrostu tych kosztów z uwagi na większy poziom długu, tak duży skok najprawdopodobniej jest wynikiem przesunięcia płatności. Możliwe, że w celu zmniejszenia się w ustawowym limicie na 2025 część grudniowych płatności odsetkowych została przeniesiona na styczeń. **Dane za grudzień nie zostały jeszcze opublikowane.**
- POL:** Według danych GUS w 2025 eksport towarów wzrósł o 2,0%, a import o 3,9% co przełożyło się na deficyt w obrotach towarowych na poziomie 26,3 mld PLN. Głównym kierunkiem bezpośredniego eksportu z Polski były Niemcy (udział na poziomie 26,9% o 0,3pp mniej niż w 2024) oraz Czechy (6,2%) i Francja (6,1%). Nasz zachodni sąsiad był również głównym źródłem polskiego importu (19%) przed Chinami (15,5%) oraz USA (4,8%). Spośród głównych partnerów handlowych najwyższy wzrost importu względem 2024 odnotowano w przypadku Chin (11,4% import wyrażony w PLN), spadek dotyczył natomiast USA (o 0,9%) co stanowi odzwierciedlenie przetasowań w relacjach handlowych spowodowanych zaostreniem wojen handlowych przez USA.
- POL:** W listopadzie 2025 produkcja usług była o 6,2% wyższa niż rok wcześniej. Aktywność we wszystkich głównych kategoriach znalazła się na plusie. Największa skala wzrostu dotyczyła działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej (15,7% r/r, a następnie działalności związanej z obsługą rynku nieruchomości (7,3% r/r).

Wykonanie budżetu państwa



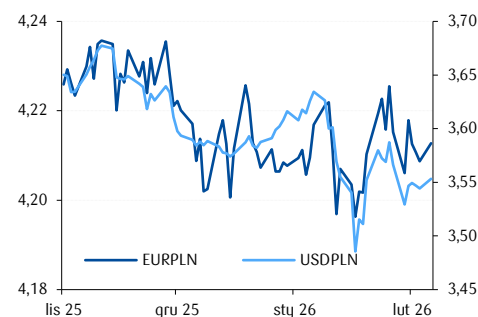
Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski.

- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 15 lutego podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 60,7% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty był nieco słabszy wobec euro i dolara, co przełożyło się na wzrost kursu EURPLN w pobliżu 4,2150 oraz USDPLN w okolicy 3,5550. Na bazowych rynkach FX dolar lekko się umocnił, a kurs EURUSD zszedł w okolicę 1,1850.
- Pusty krajowy kalendarz makroekonomiczny i ubogi kalendarz danych z zagranicy nie sprzyjały zmienności, zarówno na głównych parach ze złotym, jak i na EURUSD. Dodatkowo płynność była obniżona, gdyż rynki kapitałowe w USA i Chinach były zamknięte z powodu świąt. **W weekend EBC ogłosił, że planuje poszerzyć globalny dostęp do mechanizmu awaryjnego zapewniania płynności w euro, aby wzmocnić międzynarodową rolę wspólnej waluty.** Mechanizm ten ma ułatwić zagranicznym bankom pozyskiwanie finansowania w euro w okresach napięć na rynkach finansowych. **Informacja ta nie miała jednak zauważalnego wpływu na notowania EUR**, podobnie jak zgodny z oczekiwaniami grudniowy spadek produkcji przemysłowej w strefie euro. W efekcie obserwowane przez nas pary walutowe oscylowały w trakcie sesji w pobliżu poziomów z otwarcia tygodnia i pozostawały w obrębie obowiązujących trendów.
- We wtorek w związku z brakiem publikacji z kraju, złoty pozostanie pod wpływem impulsów z otoczenia zewnętrznego. Globalny kalendarz makro również nie dostarczy kluczowych danych, chociaż po publikacji indeksu instytutu ZEW można spodziewać się nieznacznego wzrostu zmienności na euro. Uwagę rynku przyciągną również wystąpienia publiczne członka zarządu Fed M.Barra oraz prezes Fed z San Francisco M. Daly, rozpatrywane w kontekście oczekiwań dotyczących wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych w dalszej części roku. **W horyzoncie wtorkowej sesji rynek FX powinien pozostać relatywnie stabilny a większej zmienności spodziewamy się dopiero w drugiej części tygodnia, bogatej w publikacje makroekonomiczne z Polski i ze świata. Do tego czasu zakładamy utrzymanie kursów EURPLN i USDPLN w pobliżu odpowiednio 4,21 oraz 3,55.**
- W poniedziałek rentowności polskich obligacji skarbowych poruszały się w przedziale 0/+1pb. W segmencie 10-letnim rentowność SPW wzrosła o 1 pb do 4,94%, rentowność niemieckich Bundów utrzymała się na 2,76%, a rynek amerykański pozostał zamknięty z uwagi na święto narodowe w USA.
- O ile miniony piątek był bardzo aktywnym dniem handlu – zarówno w kraju, jak i na rynkach bazowych – z dominującym ruchem spadkowym rentowności, napędzanym napływem danych inflacyjnych z USA, o tyle poniedziałek przyniósł wyraźne uspokojenie, wynikające z układu międzynarodowego kalendarza świąt. Wiele rynków w Azji pozostało zamkniętych w związku z obchodami Chińskiego Nowego Roku, a rynek amerykański nie wznowił handlu po weekendzie z powodu Święta Prezydentów. Opublikowane w strefie euro dane o produkcji przemysłowej były na tyle bliskie oczekiwań, że ich wpływ na rynek pozostał ograniczony. Z punktu widzenia rynku krajowego kluczowe dane – o wynagrodzeniach, produkcji przemysłowej oraz inflacji PPI – napłyną dopiero w dalszej części tygodnia. **Stabilny nastrój na rynkach akcji, przy przewadze niewielkich wzrostów indeksów giełdowych w Europie, ograniczał zainteresowanie obligacjami jako aktywem bezpiecznej przystani.** Wszystko to przełożyło się na niską aktywność na krajowym rynku SPW oraz na rynkach bazowych, na których handel odbywał się w poniedziałek.
- Oczekujemy, że aktywność inwestorów ożywi się już we wtorek, m.in. w związku z publikacją danych inflacyjnych z Niemiec oraz odczytem indeksu instytutu ZEW. **Na wtorkowej sesji nie spodziewamy się jednak nowych rozstrzygnięć – ani w kraju, ani na rynkach bazowych. Te są bardziej prawdopodobne w drugiej połowie tygodnia. Dla rynku krajowego szczególnie istotny będzie czwartkowy odczyt dynamiki płac, natomiast dla rynków bazowych – piątkowa publikacja inflacji PCE w USA.**

Waluty



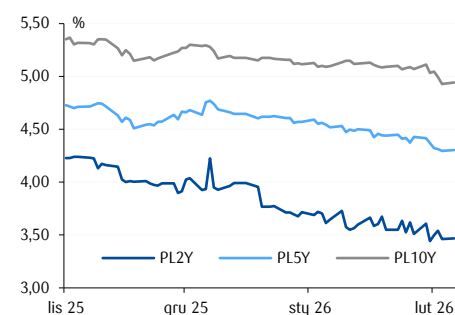
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



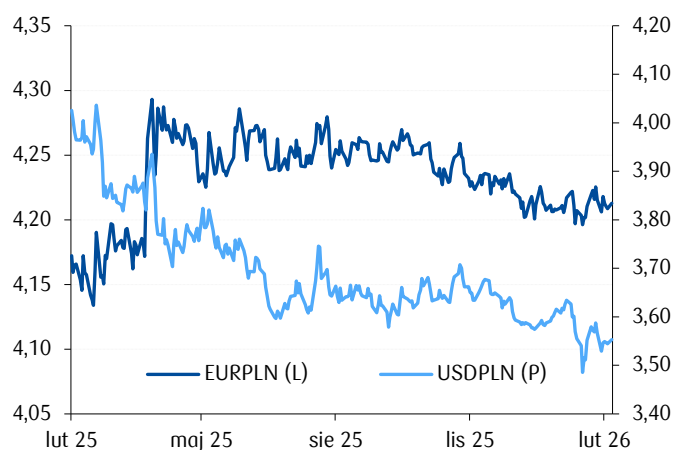
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

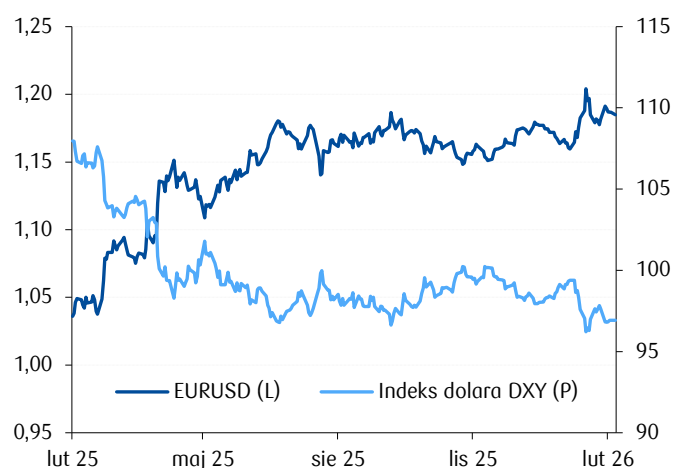
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

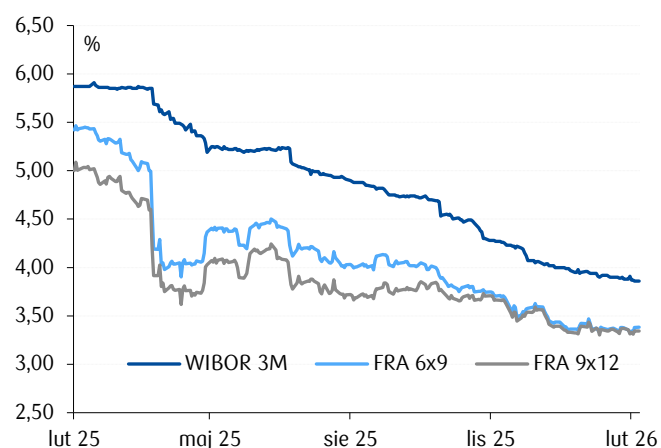
PLN vs główne waluty



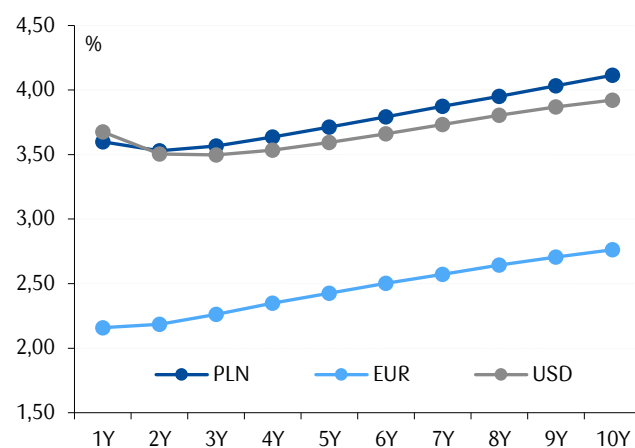
Notowania USD



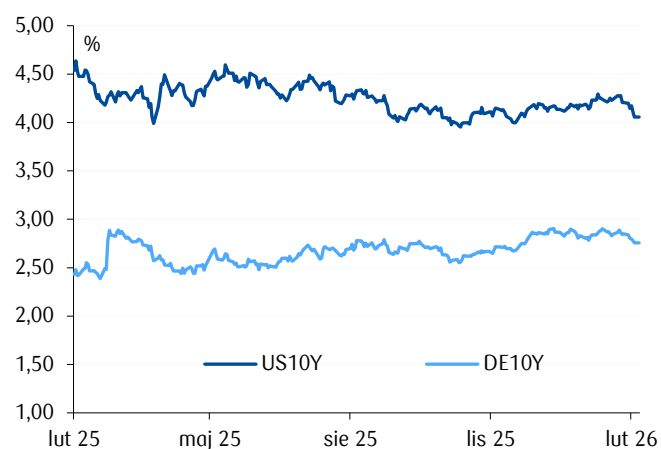
Krótkoterminowe stopy procentowe



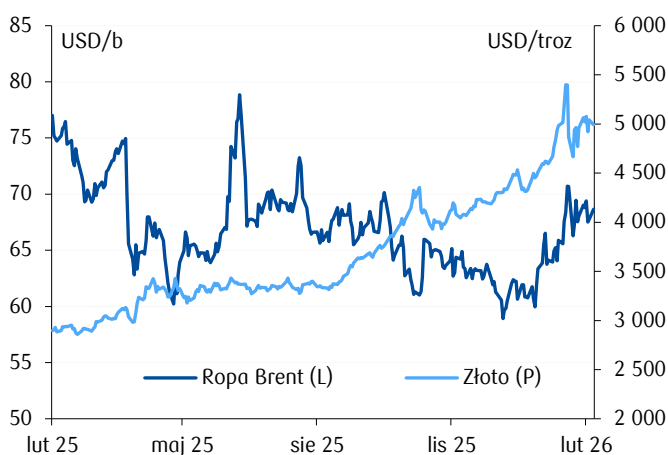
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 13 lutego						
POL: Inflacja CPI (sty.)	10:00	% r/r	2,4	1,9	1,7	2,2
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru.)	14:00	mIn EUR	-499	-1251,5	-342	-1698
POL: Eksport (gru.)	14:00	% r/r	2,7	8,1	10,3	9,7
POL: Import (gru.)	14:00	% r/r	3,1	6,8	8,6	10,1
USA: Inflacja CPI (sty.)	14:30	% r/r	2,7	2,5	2,5	2,4
Poniedziałek, 16 lutego						
ROM: Inflacja CPI (sty.)	8:00	% r/r	9,7	9,4	9,5	9,6
EUR: Produkcja przemysłowa (gru.)	11:00	% r/r	2,5	1,3	--	1,2
Wtorek, 17 lutego						
GER: Inflacja CPI (sty., rew.)	8:00	% r/r	1,8	2,1	--	--
GER: Inflacja HICP (sty., rew.)	8:00	% r/r	2,0	2,1	--	--
GER: Indeks instytutu ZEW (lut.)	11:00	pkt.	59,6	65,0	--	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	--
Środa, 18 lutego						
POL: Koniunktura konsumencka (lut.)	10:00	pkt.	-9,6	-9,3	-9,2	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru., wst.)	14:30	% m/m	5,3	-2,0	--	--
USA: Rozpoczęcie budowy domów (gru.)	14:30	mIn	--	1,31	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (gru., wst.)	14:30	mIn	--	1,40	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (sty.)	15:15	% m/m	0,4	0,4	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 19 lutego						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty.)	10:00	% r/r	8,6	7,2	6,8	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty.)	10:00	% r/r	-0,7	-0,7	-0,5	--
POL: Produkcja przemysłowa (sty.)	10:00	% r/r	7,3	2,7	2,7	--
POL: Inflacja PPI (sty.)	10:00	% r/r	-2,5	-2,3	-2,4	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty.)	10:00	% r/r	4,5	-3,5	-10,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	227	225	--	--
USA: Bilans handlowy (gru.)	14:30	mld USD	-56,8	-55,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lut., wst.)	16:00	pkt.	-12,4	-11,7	--	--
Piątek, 20 lutego						
GER: Inflacja PPI (sty.)	8:00	% r/r	-2,5	-2,1	--	--
GER: PMI w usługach (lut., wst.)	9:30	pkt.	52,4	52,4	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	9:30	pkt.	49,1	49,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	10:00	pkt.	49,5	50,0	--	--
EUR: PMI w usługach (lut., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,9	--	--
USA: Dochody Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,3	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,5	0,4	--	--
USA: Deflator PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,8	2,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	--
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	% q/q saar	4,4	3,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	% q/q saar	3,5	2,6	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	15:45	pkt.	52,4	52,3	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (gru.)	16:00	tys.	--	730	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., rew.)	16:00	pkt.	56,4	57,3	--	--

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): Michał Reczek

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.