

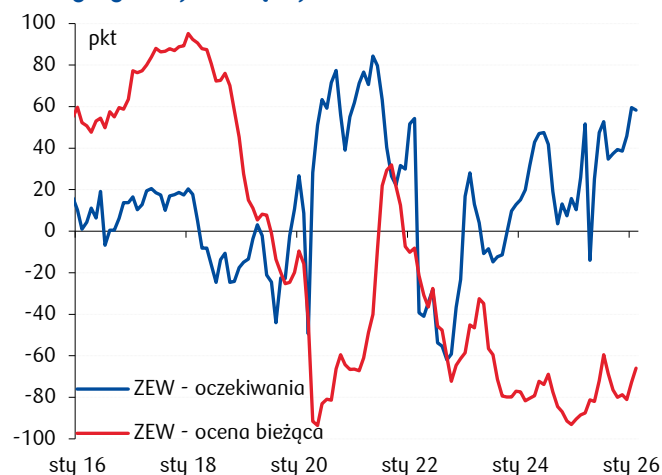
Angielska pogoda na brytyjskim rynku pracy

- Wtorkowa sesja zakończyła się umiarkowanymi wzrostami amerykańskiego indeksu S&P 500 oraz europejskiego Stoxx 600. Wyraźnie słabszy był natomiast krajowy rynek akcji – WIG stracił ponad 1%. Kurs USDPLN wzrósł w okolice 3,56, a EURPLN zakończył europejską część notowań w pobliżu 4,22. Obniżenie ryzyka eskalacji napięć geopolitycznych wokół Iranu przyczyniło się do spadku notowań ropy o prawie 2%. Na rynku stopy procentowej przeważały spadki rentowności. W Niemczech dodatkowym czynnikiem wspierającym rynek długu było pogorszenie nastrojów ekonomicznych mierzone indeksem ZEW. W środę oczekujemy kontynuacji trendu bocznego na EURPLN oraz stabilizacji USDPLN poniżej technicznego oporu w rejonie 3,5750. Zakładamy również utrzymanie solidnego wsparcia dla rynku krajowego oraz bazowych rynków długu.
- Dzisiaj w krajowym kalendarium znajduje się koniunktura konsumencka za luty – oczekujemy dalszej poprawy nastrojów gospodarskich domowych.
- W USA najważniejszym punktem dnia będą *minutes* po styczniowym posiedzeniu FOMC, na którym pozostawiono stopy procentowe bez zmian. Poza tym opublikowane zostaną statystyki z rynku nieruchomości za grudzień oraz dane o styczniowej produkcji przemysłowej (oczekiwany wzrost o 0,4% m/m).

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- GER:** Indeks koniunktury ZEW w lutym obniżył się do 58,3 pkt. z 59,6 pkt. w styczniu i był słabszy od prognoz zakładających dalszy wzrost do 65 pkt. Wskaźnik bieżący z kolei wzrósł o 6,8 pkt. do -65,9 pkt. Poprawa przewidywań odnośnie do przyszłości była szczególnie widoczna w niektórych branżach eksportowych (m.in. chemicznej i farmaceutycznej), co wynikało prawdopodobnie z rosnących zamówień. Oba wskaźniki sugerują, że gospodarka niemiecka powoli wchodzi w fazę cyklicznego ożywienia, choć jak na razie pozostaje ono niezwykle kruche i tylko w ograniczonym stopniu jest dostrzegane przez ankietowanych w ocenie bieżącej koniunktury.
- GER:** Inflacja CPI w styczniu wzrosła do 2,1% r/r z 1,8% r/r w grudniu (zgodnie z wstępnym szacunkiem). Finalny odczyt potwierdził również inflację HICP – w styczniu wzrosła do 2,1% r/r z 2,0% r/r w grudniu. Wzrost inflacji na

Oczekiwania gospodarcze w Niemczech systematycznie się poprawiają ale nie przekłada się to na poprawę oceny sytuacji bieżącej



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

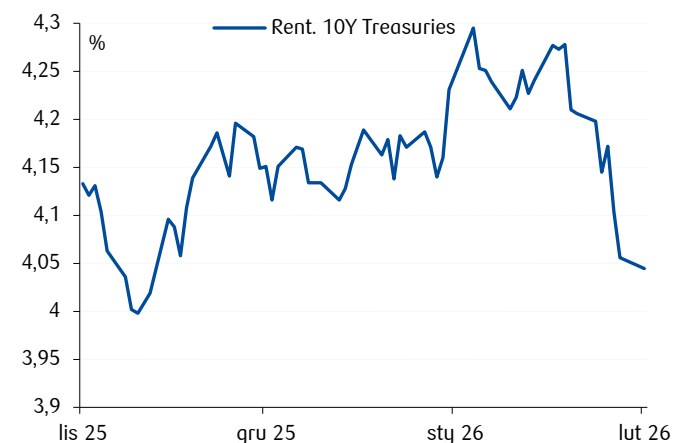
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-02-17	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	123 506	-1,2
STOXX Europe 600	621	0,4
S&P500	6 843	0,1
Waluty:		
EURPLN	4,22	0,1
USDPLN	3,56	0,1
CHFPLN	4,62	0,1
EURUSD	1,19	0,0
Obligacje:		
PL2Y	3,48	2
PL5Y	4,27	-3
PL10Y	4,93	-1
DE10Y	2,74	-1
US10Y	4,05	0
Surowce:		
Ropa Brent	67	-1,8
Złoto	4877	-2,3

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

Rentowność 10-letnich Treasuries ponownie w pobliżu 4%



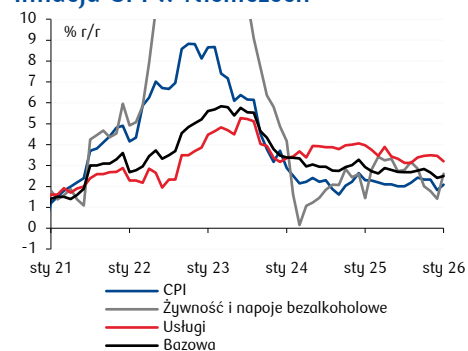
początku roku był efektem przede wszystkim podwyżek cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,6% r/r), mimo tego, że w 4q25 dynamika cen w tym segmencie była niższa od inflacji ogółem. Ceny energii spadły o 1,7% r/r wobec spadku o 1,3% r/r w grudniu. Inflacja usługowa wyniosła 3,2% r/r i spadła wobec 3,5% r/r obserwowanych w poprzednich trzech miesiącach.

- **ROM:** Narodowy Bank Rumunii utrzymał bez zmian główną stopę procentową (6,50%), zgodnie z oczekiwaniami. Uzasadnienie decyzji wraz z *forward guidance* nie zmieniło się. Razem z decyzją bank przyjął nową projekcję inflacyjną, której szczegóły zostaną opublikowane dzisiaj. Z dostępnych informacji wynika, że NBR oczekuje stopniowego spadku inflacji w 1q26 (w komunikacie nie podano prognozowanych poziomów inflacji), następnie jej wzrostu w 2q26 (efekty bazowe i wpływ droższych surowców) i istotnego spadku w 3q26 (efekt bazowy spowodowany istotnym wzrostem cen energii i podwyżką VAT w 3q25 w ramach konsolidacji fiskalnej). Powrotu inflacji do przedziału dopuszczalnych odchyśleń od celu (1,5-3,5%) bank oczekuje w 2q27. Ryzyko dla prognozy pozostaje podwyższone ze względu na kształt przyszłych działań konsolidacyjnych, czynniki geopolityczne i handlowe oraz potencjalny proinflacyjny wpływ wydatków na zbrojenia i infrastrukturę w UE. Oczekujemy, że polityka pieniężna w Rumunii pozostanie restrykcyjna, ale w dalszej części roku możliwe będą ostrożne obniżki stóp, dla których przestrzeń widzimy najwcześniej w 2q26.
- **UK:** Miesięczne dane z rynku pracy wskazują na solidne hamowanie – dynamika płac bez bonusów w 4q25 obniżyła się do 4,2% r/r i była najniższa od sierpnia 2024 (4,1% r/r), a wcześniej od końca 2020. Jednocześnie dynamika płac w sektorze prywatnym wyniosła 3,4% r/r, najniższej od 2021, przy wzroście płac w sektorze publicznym o 7,2% r/r. Spadało też zatrudnienie – o 134 tys. r/r i o 46 tys. q/q. Stopa bezrobocia w 4q25 wzrosła do 5,2% z 5,1% miesiąc wcześniej i również ona była najwyższa od stycznia 2021, a wcześniej od końca 2015. Słabe dane z rynku pracy zapewne zwiększą prawdopodobieństwo, że Bank Anglii zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu w marcu. We wcześniejszych kwartałach rozgrzany rynek pracy i wysoka dynamika płac były wymieniane przez BoE jako główne czynniki odpowiadające za uporczywość inflacji.
- **EUR:** Według doniesień Financial Times, Ch.Lagarde zrezygnuje ze stanowiska Prezeski EBC przed końcem ośmioletniej kadencji, który przypada w październiku 2027. Rezygnacja miałaby nastąpić przed zaplanowanymi na kwiecień 2027 wyborami prezydenckimi we Francji, co umożliwiłoby wskazanie kandydata na kolejnego Prezesa EBC E.Macronowi w porozumieniu z F.Merzem. Wśród możliwych kandydatów wymienia się: P.Fernando de Cosa, K.Knota, I.Schnabel i J.Nagela.

WYDARZENIA KRAJOWE:

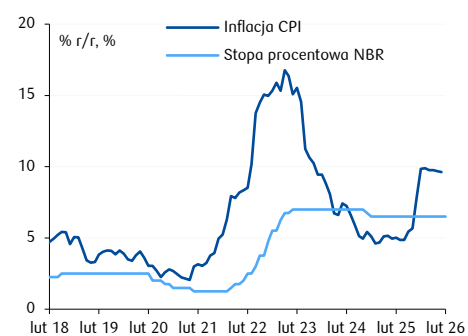
- **POL:** Rada Fiskalna w komunikacie po posiedzeniu oceniła, że stabilizacja długu publicznego powinna być priorytetem polityki gospodarczej, a przedstawione dotychczas działania mogą okazać się niewystarczające. Według Rady skala nierównowagi fiskalnej jest tak duża, że konsolidacja musi obejmować wiele działań po stronie wydatkowej i dochodowej. Rada podzieliła stanowisko Międzynarodowego Funduszu Fiskalnego zaprezentowane we wnioskach z konsultacji w ramach Artykułu IV (MFW postulował m.in. dostosowanie fiskalne w skali 4% PKB). Rada przyjęła harmonogram prac, z którego wynika, że jej posiedzenia odbywać się będą raz w miesiącu.
- **POL:** I.Dąbrowski z RPP ocenił, że kwiecień jest bezpieczniejszym momentem na obniżkę stóp NBP niż marzec, ze względu na dostępne dane za 1q26, chociaż nie wykluczył, że ruch mógłby nastąpić wcześniej, a szanse na obniżkę w marcu szacuje na 50%. Zdaniem członka RPP wskazywany przez analityków poziom 3,50% dla stopy referencyjnej jest możliwy do osiągnięcia w tym roku.

Inflacja CPI w Niemczech*



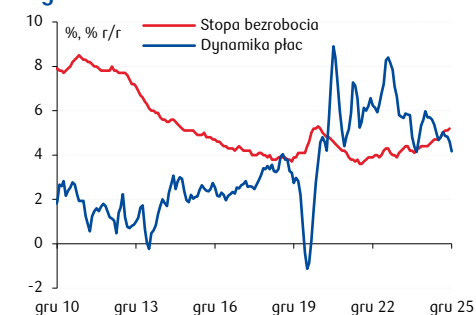
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. *dla czytelności wykresu oś pionowa ucięta na 10%, maksymalna inflacja żywności i napojów bezalkoholowych wynosiła 21,3% r/r w marcu 2023.

Stopa procentowa na tle inflacji CPI w Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźniki rynku pracy w Wielkiej Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

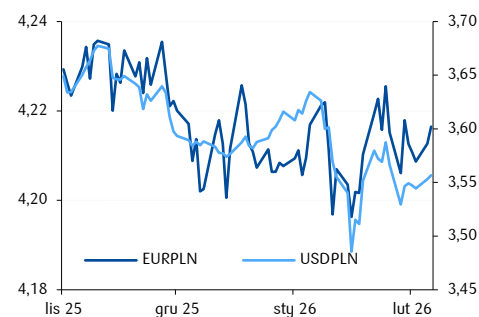
Zejsście poniżej tego pułapu wymagałoby jednak głębokiej dyskusji, ponieważ stopy najpewniej pozostaną na tym poziomie przez najbliższe lata.

- **POL:** Rzecznik rządu A.Szłapka poinformował, że rząd przyjął projekt nowelizacji ustawy o Państwowej Inspekcji Pracy, która realizuje reformę zapisaną w KPO. Reforma ma wzmocnić skuteczność PIP w ochronie przestrzegania prawa pracy oraz walce z nadużywaniem umów cywilnoprawnych.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Wtorkowe notowania głównych par z PLN finalnie nie przyniosły znaczących przesunięć ich kursów, EURPLN kończył dzień w okolicy 4,22, a USDPLN w pobliżu 3,56.** Na rynkach bazowych EURUSD pozostał na 1,1850.
- **Rozmowy USA-Iran w Genewie, dotyczące irańskiego programu nuklearnego, zakończyły się uzgodnieniem ramowych zasad, które według irańskiego MSZ mogą stać się podstawą przyszłego porozumienia.** Rynek odczytał ten przekaz jako spadek ryzyka eskalacji napięć geopolitycznych i potencjalnych zakłóceń w cieśninie Ormuz. To **obniżyło premię geopolityczną** w cenach surowców energetycznych i przełożyło się na ok. 2% spadek notowań ropy naftowej. W efekcie, zgodnie z historycznie ujemną korelacją między cenami ropy a USD, **czynnik ten podczas europejskiej części notowań wspierał dolara**, powodując w tym czasie spadek kursu EURUSD do okolic 1,18 oraz wzrost kursu USDPLN w pobliżu 3,5750, gdzie znajdują się najbliższe techniczne opory. Co ciekawe, w czasie amerykańskiej części notowań **wcześniejsza aprecjacja dolara została niemal w całości wymazana**, choć notowania ropy naftowej nie zmieniły się. Wskazane wyżej czynniki nie miały większego wpływu na kurs EURPLN, który pomimo niewielkiego wzrostu utrzymał się w budującym się od grudnia 2025 trendzie bocznym (4,20–4,23).
- **Złoty podczas śródogodzinnych notowań pozostanie pod wpływem trendów z rynków bazowych**, a te – w naszej opinii – może kształtować odbiór przez inwestorów serii danych makro z USA. Nie zakładamy, że ww. czynnik wpłynie istotnie na kurs EURPLN, gdzie kontynuacja trendu bocznego pozostaje naszym scenariuszem bazowym. Środowe odczyty makro z USA nie należą do kluczowych, wobec czego ich wpływ na dolara raczej nie będzie znaczący. W związku z tym **utrzymanie się kursu USDPLN poniżej oporu na 3,5750** podczas śródogodzinnych notowań jest naszym zdaniem wysoce prawdopodobne.
- **We wtorek rentowności polskich obligacji skarbowych poruszały się w przedziale -3/+2pb.** W segmencie 10-letnim rentowność SPW spadła o 1pb do 4,93%. Rentowność niemieckich Bundów obniżyła się o 1pb do 2,74%, natomiast rynek amerykański pozostał stabilny – 10-letnie Treasuries utrzymały się w okolicy 4,05%.
- **Istotnym katalizatorem dla europejskiego rynku stopy procentowej był odczyt indeksu sentymentu ekonomicznego instytutu ZEW w Niemczech, który wypadł wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych.** Dane te wsparły niemiecki rynek długu i przedłużyły serię spadków rentowności w segmencie 10-letnim, utrzymując Bundy poniżej poziomu 2,75%. Po zakończonym Świącie Prezydentów 10-letnie Treasuries kontynuowały spadkowe momentum z piątku, zbliżając się do poziomu 4%. W dalszej części sesji **zabrakło jednak impulsu, aby przetestować tę barierę.** Wpływ sentymentu z rynków bazowych widoczny był również na krajowym rynku SPW, szczególnie na długim końcu krzywej, gdzie zarówno **rentowności obligacji skarbowych, jak i stawki IRS odnotowały umiarkowane spadki.** W wypowiedzi dla agencji Reuters członek RPP I.Dąbrowski wskazał, że preferowałby redukcję stopy referencyjnej NBP w kwietniu, a nie w marcu, jak oczekuje część rynku. Zaznaczył również, że ewentualne obniżenie stopy poniżej 3,5% wymagałoby szerokiej debaty w Radzie. Wypowiedź ta nie przełożyła się na istotną reakcję krajowego rynku stopy procentowej.
- **W środę oczekujemy utrzymania solidnego wsparcia dla rynku długu.** Źródłem potencjalnych zaskoczeń pozostają napływające dane makroekonomiczne. **Uwaga inwestorów skoncentruje się przede wszystkim na obrazie gospodarki amerykańskiej, który wyłoni się z publikacji danych o produkcji przemysłowej, pozwoleniach na budowę oraz zamówieniach na dobra trwałe.**

Waluty



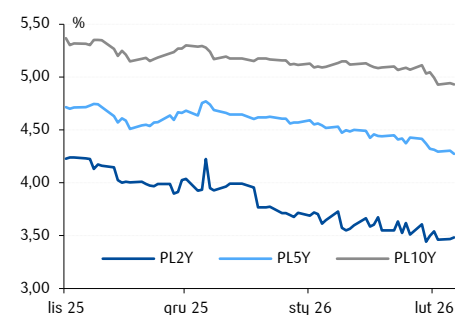
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



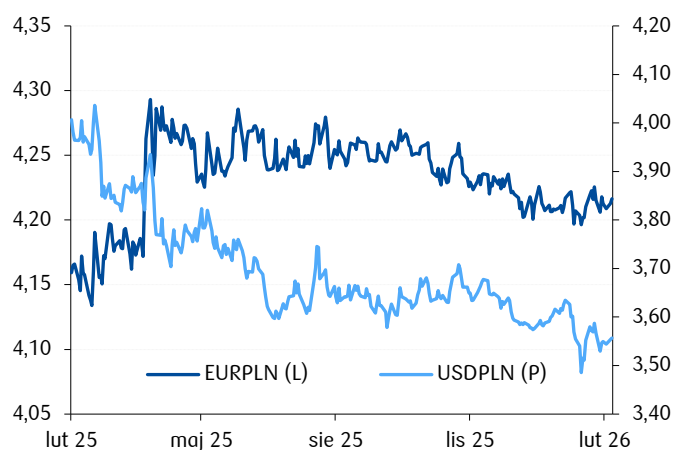
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

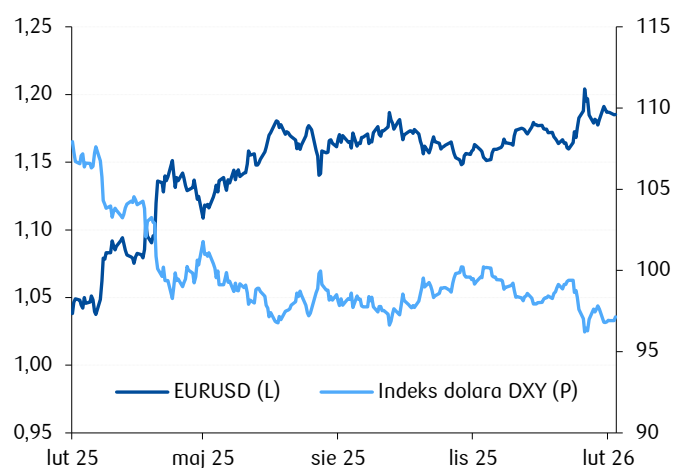
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

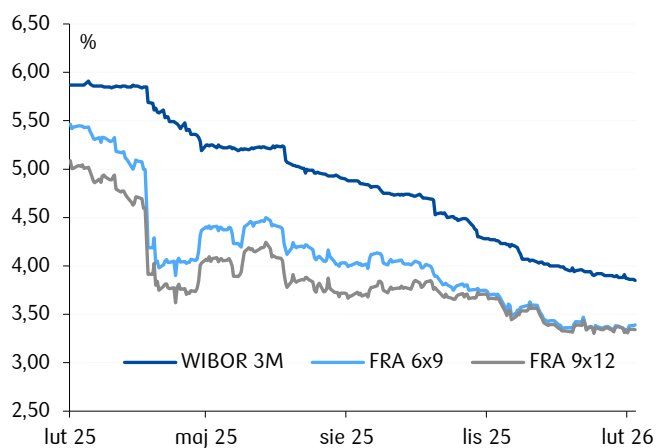
PLN vs główne waluty



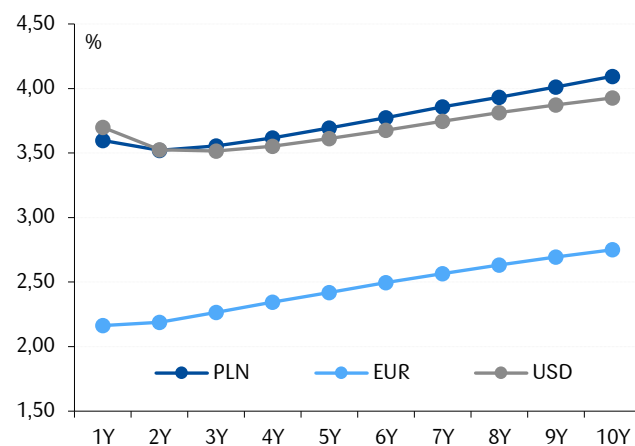
Notowania USD



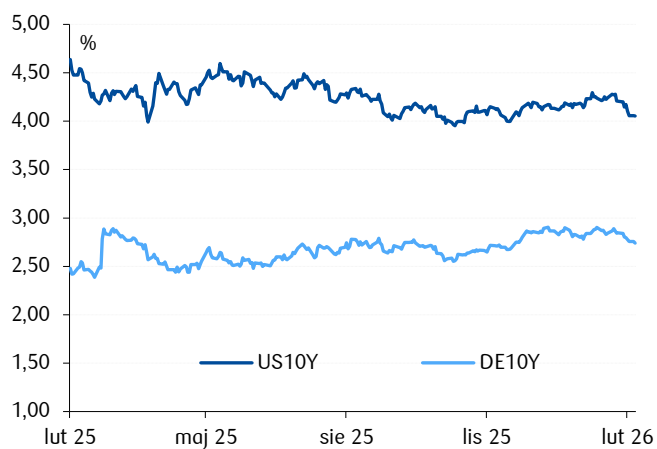
Krótkoterminowe stopy procentowe



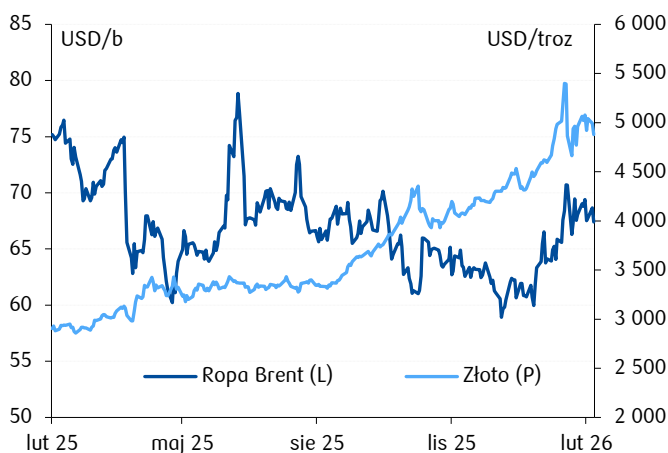
Krzywe IRS



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	--	2,1
GER: Inflacja HICP (sty., rew.)	8:00	% r/r	2,0	2,1	--	2,1
GER: Indeks instytutu ZEW (lut.)	11:00	pkt.	59,6	65,0	--	58,3
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	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**:

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



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, 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.