

Cła uznane za nielegalne

- Piątkowa sesja wyniosła europejski indeks Stoxx600 na nowe maksimum po wzroście o 0,8%. Pozytywnym nastrojom sprzyjał sentyment płynący z rynku amerykańskiego, gdzie decyzja Sądu Najwyższego kwestionująca legalność ceł nałożonych przez administrację Prezydenta D.Trumpa wsparła wzrost indeksu S&P 500 o 0,7%. Polski WIG zakończył tydzień niewielkim spadkiem o 0,2%. Na rynku walut złoty w minionym tygodniu osłabiał się, szczególnie wobec dolara. USDPLN zakończył tydzień na poziomie 3,58, w jego trakcie testując opór w okolicy 3,59. EURPLN również wzrósł w ujęciu tygodniowym i w piątek zamknął się w pobliżu 4,22. Podwyższone ryzyko geopolityczne sprzyjało wzrostowi cen ropy naftowej. Rentowności krajowych SPW konsolidowały się poniżej 5% w sektorze 10-letnim, podobnie jak rentowności niemieckich Bundów w okolicy 2,75% oraz amerykańskich Treasuries poniżej 4,10%. W bieżącym tygodniu zakładamy przewagę czynników sprzyjających dalszej stabilizacji rentowności papierów skarbowych oraz oczekujemy utrzymania EURPLN poniżej 4,23, przy możliwym przesunięciu USDPLN w kierunku 3,60–3,62.
- W tym tygodniu, poza publikacjami danych, globalna uwaga będzie skupiona na negocjacjach USA z Iranem i reperkusjach wyroku amerykańskiego Sądu Najwyższego w sprawie ceł. Stany Zjednoczone zgromadziły pokaźne siły zbrojne wokół Półwyspu Arabskiego, a D.Trump ostrzegł, że Iran ma maksymalnie 15 dni na zawarcie porozumienia, w przeciwnym razie „staną się złe rzeczy”.
- Po stronie danych głównym motywem będzie koniunktura w lutym. Dziś poznamy indeks Ifo dla Niemiec, we wtorek Conference Board w USA, zaś w czwartek europejski ESI i szczegółowe dane o koniunkturze konsumenckiej.
- W regionie CEE najciekawszym wydarzeniem będzie posiedzenie Banku Węgier (wt.). Nie wykluczamy, że korzystny styczniowy odczyt inflacji (2,1% r/r) może dodać MNB śmiałości do obniżania stóp procentowych w najbliższej przyszłości, jednak wg nas nie nastąpi to w lutym.
- W kraju czekają nas dane o sprzedaży detalicznej i podaży pieniądza w styczniu (dziś), a także dane o stopie bezrobocia (wt.), która wg szacunku MRPiPS w styczniu wyniosła 6,0%.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

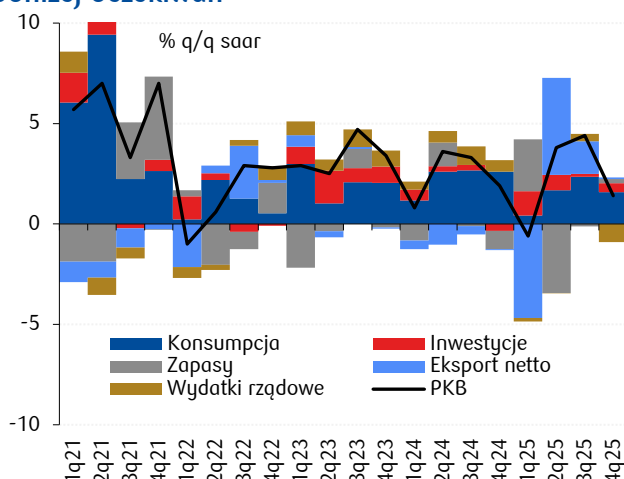
 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-02-20	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	125 078	-0,2
STOXX Europe 600	631	0,8
S&P500	6 910	0,7
Waluty:		
EURPLN	4,22	0,0
USDPLN	3,58	-0,1
CHFPLN	4,62	0,0
EURUSD	1,18	0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,49	0
PL5Y	4,33	3
PL10Y	4,99	3
DE10Y	2,74	-1
US10Y	4,09	1
Surowce:		
Ropa Brent	72	0,1
Złoto	5103	2,1

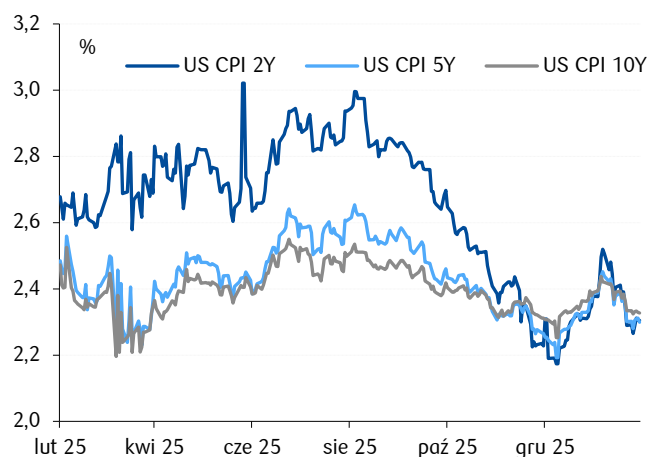
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Wzrost PKB Stanów Zjednoczonych w 4q25 znacznie poniżej oczekiwań



Źródło: Macrobond, GUS, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

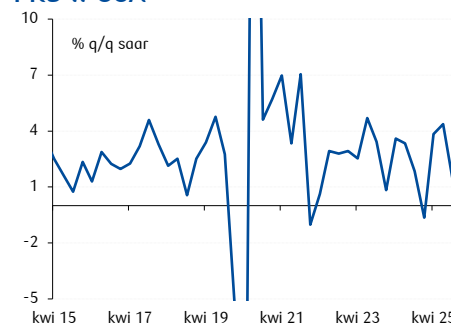
Oczekiwania inflacyjne w USA w horyzoncie 2, 5 i 10 lat na rynku swapów zbiegają się w pobliżu 2,3%



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

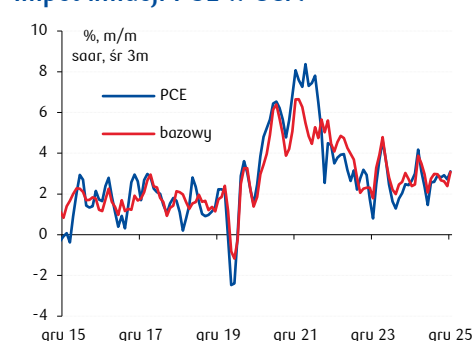
- USA:** Sąd Najwyższy USA uchylił część ceł wprowadzonych przez D.Trumpa, uznając stosunkiem głosów 6:3, że Prezydent przekroczył uprawnienia, powołując się na ustawę o nadzwyczajnych kompetencjach Prezydenta (IEEPA). Orzeczenie ogranicza możliwość szybkiego i szerokiego podnoszenia ceł, ale nie odbiera Prezydentowi innych narzędzi ustawowych. W praktyce alternatywy wobec IEEPA są bardziej sformalizowane i czasochłonne, ograniczając możliwość natychmiastowego i szerokiego podnoszenia ceł, ale nadal pozostawiają administracji duże pole manewru w polityce handlowej. Sąd nie rozstrzygnął kwestii ewentualnych zwrotów dla importerów, pozostawiając sprawę sądowi niższej instancji. Potencjalne refundacje mogą sięgnąć nawet 170 mld USD, tj. ponad połowy dotychczasowych wpływów z ceł, co zwiększa niepewność fiskalną i ryzyko sporów prawnych. Biały Dom zapowiedział szybkie zastąpienie dotychczasowych ceł innymi instrumentami prawnymi a D.Trump jeszcze w piątek podpisał bazujące na innej podstawie prawnej rozporządzenie o nałożeniu cła na poziomie 10% na towary ze wszystkich państw. W sobotę zapowiedział jednak, że podniesie tę stawkę do 15%. Zastosowana podstawa prawna daje Prezydentowi możliwość nałożenia ceł bez zgody Kongresu na 150 dni. Szef komisji ds. handlu w Parlamencie Europejskim zapowiedział, że zarekomenduje czasowe zawieszenie prac nad zatwierdzeniem europejsko-amerykańskiej umowy handlowej do czasu uzyskania szczegółowych informacji na temat nowego rozwiązania zastosowanego przez USA. Strona amerykańska poinformowała z kolei, że wyrok sądu nie unieważnia bilateralnych umów zawartych w ostatnim czasie przez USA, w tym umów z UE, Chinami, Japonią i Koreą. Chińskie ministerstwo handlu wezwało USA do wycofania jednostronnych środków celnych i poinformowało, że obecnie dokonuje oceny treści i skutków orzeczenia. Chińczycy wyrazili także zaniepokojenie doniesieniami, że administracja szuka sposobu na obejście wyroku. Na koniec marca planowana jest wizyta D.Trumpa w Pekinie – rozstrzygnięcie sądu z pewnością zostanie wykorzystane przez Chiny w negocjacjach handlowych.
- USA:** PKB w 4q25 wzrósł o 1,4% q/q w ujęciu zannualizowanym (saar). Oznacza to spowolnienie w porównaniu do 4,4% w 3q25 i wynik poniżej oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 3,0%. Głównymi czynnikami osłabiającymi wzrost były wygaśnięcie wahań w handlu zagranicznym po wprowadzeniu wyższych ceł oraz skutki październikowego zamknięcia działalności sektora publicznego (*shutdown*). Eksport netto miał neutralny wpływ na PKB, w przeciwieństwie do poprzednich kwartałów, gdy istotnie wspierał wzrost gospodarczy. *Shutdown*, według szacunków BEA, odjął od wzrostu PKB 1pp, m.in. za sprawą spadku wydatków rządowych o 5,1% q/q saar. Konsumpcja prywatna spowolniła do 2,4% q/q saar z 3,5% w poprzednim kwartale, choć jej dynamika pozostaje stosunkowo stabilna. Pozytywnie wypadły inwestycje prywatne, które wzrosły o 2,6% q/q saar. Jednocześnie inflacja PCE (preferowana miara inflacji przez Fed) przyspieszyła w grudniu do 2,9% r/r z 2,8% r/r w listopadzie, osiągając najwyższy poziom od prawie dwóch lat. Inflacja bazowa PCE wzrosła do 3,0% r/r z 2,8% r/r w listopadzie, a jej miesięczny impet (m/m saar, śr. 3m) przyspieszył do 3,1% z 2,4%, utrzymując się powyżej długookresowej średniej. W całym 4q25 inflacja PCE wyniosła 2,9% r/r wobec 2,8% r/r w 3q25. Łącznie opublikowane dane - wyższa inflacja i niższy wzrost PKB - stanowią niekomfortową mieszankę z punktu widzenia Fed, który prawdopodobnie obniży stopy procentowe nie wcześniej niż w czerwcu.
- USA:** W grudniu dochody gospodarstw domowych wzrosły o 0,3% m/m (sa), podczas gdy wydatki zwiększyły się o 0,4% m/m, zgodnie z oczekiwaniami. W ujęciu realnym dochody spadły o 0,1% m/m, a wydatki pozostały na niezmiennym poziomie. Dane potwierdzają utrzymujące się trudności gospodarstw domowych, szczególnie tych uboższych, które w większym stopniu odczuwają skutki utrzymującej się wysokiej inflacji.

PKB w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

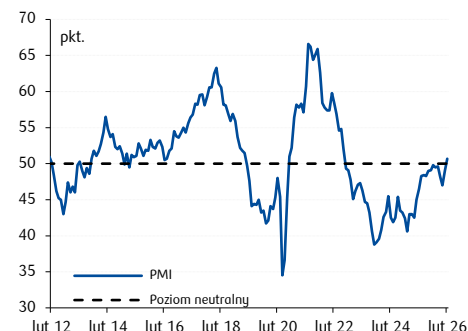
Impet inflacji PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

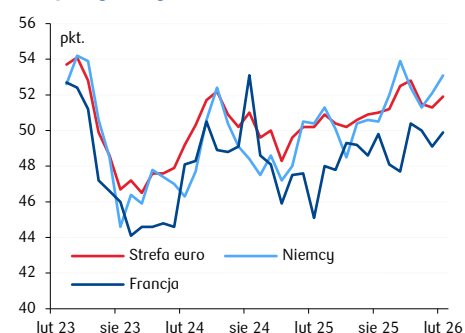
- **USA:** R.Bostic (Atlanta Fed bez prawa głosu w FOMC) ocenił, że polityka pieniężna powinna pozostać umiarkowanie restrykcyjna, a w przypadku ponownego wzrostu inflacji rozważania o podwyżkach stóp muszą pozostać „na stole”. Bankier podkreślił, że ostatni odczyt PCE jest wciąż daleki od celu, a wzrost PKB powyżej ok. 1,8% q/q saar implikuje presję cenową. Stopa neutralna jest jego zdaniem o 25–50 pb niższa od obecnego poziomu, co oznacza, że polityka pozostaje restrykcyjna.
- **USA:** Kompozytowy indeks PMI w lutym spadł do 52,3 pkt. z 53,0 pkt. w styczniu, osiągając 10-miesięczne minimum. Indeks PMI dla usług obniżył się do 52,3 pkt. z 52,7 pkt., a dla przemysłu do 51,2 pkt. z 52,4 pkt. Napływ nowych zamówień ogółem wyhamował, a w sektorze przemysłowym odnotowano nawet ich niewielki spadek. Firmy wskazują na wysokie ceny i ograniczoną dostępność cenową, cła oraz niekorzystne warunki pogodowe jako główne bariery popytu. Przejawem ostrożności przedsiębiorstw jest tylko nieznaczny wzrost zatrudnienia. Jednocześnie oczekiwania firm wzrosły do 13-miesięcznego maksimum, co może sugerować przejściowy charakter obecnego spowolnienia, choć ryzyka pozostają znaczące. Dane wskazują, że aktywność gospodarcza w 1q26 była prawdopodobnie niższa niż średnio w 2h25.
- **GER:** Kompozytowy PMI w lutym wzrósł do 53,1 pkt. z 52,1 pkt. w styczniu, osiągając najwyższy poziom od czterech miesięcy. Aktywność gospodarcza wzrosła zarówno w sektorze usług (53,4 pkt.), jak i w przemyśle, gdzie PMI wyniósł 50,7 pkt. i po raz pierwszy od 3,5 roku znalazł się w strefie wzrostu. Nowe zamówienia nadal rosły przy pierwszej od siedmiu miesięcy dodatniej dynamice zamówień eksportowych, co wskazuje na trwałą poprawę popytu i wspiera perspektywy produkcji w nadchodzących miesiącach. Nastroje przedsiębiorstw w przemyśle również się poprawiły, a ich optymizm był najwyższy od czterech lat. Dane te wspierają oczekiwania solidnego wzrostu PKB na początku roku.
- **EUR:** Kompozytowy indeks PMI dla strefy euro w lutym wzrósł do 51,9 pkt. z 51,3 pkt. w styczniu, wskazując na wzmocnienie aktywności gospodarczej. Najbardziej znaczącą poprawę odnotowano w przemyśle - PMI dla przetwórstwa osiągnął 50,8 pkt., co stanowi najwyższy poziom od czterech lat, a indeks produkcji wzrósł do 52,1 pkt., przekraczając próg 50 pkt. po raz pierwszy od 6. miesięcy. Sektor usług utrzymał umiarkowany wzrost z wynikiem 51,8 pkt. Nowe zamówienia rosły jedynie nieznacznie - poprawa w przemyśle została częściowo zrównoważona przez słabszą dynamikę w usługach. Zatrudnienie spadło lekko drugi miesiąc z rzędu, głównie w sektorze przemysłowym. Presja kosztowa nasiliła się, szczególnie w przetwórstwie, przy jednoczesnym nieco wolniejszym tempie podwyżek cen sprzedaży. Nastroje przedsiębiorstw pozostały pozytywne, zwłaszcza w przemyśle. Dane sugerują stabilizację koniunktury i możliwe wyjście przemysłu z fazy spowolnienia, przy utrzymującej się presji inflacyjnej w usługach.
- **EUR:** W 4q25 w strefie euro odnotowano przyspieszenie wzrostu płac negocjowanych do 2,95% r/r z 1,89% w 3q25. Ten wzrost potwierdza, że presja płacowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, co jest zgodne ze stopniowym wygasaniem presji inflacyjnej.
- **USA:** Indeks Uniwersytetu Michigan wzrósł w lutym do 56,6 pkt. wobec 56,4 pkt. w styczniu, jednak został wyraźnie zrewidowany w dół względem wstępnego odczytu, który wynosił 57,3 pkt. W lutym poprawiła się ocena bieżącej sytuacji, natomiast oczekiwania konsumentów ponownie pogorszyły się po kilku miesiącach stopniowej poprawy. Oczekiwania inflacyjne na najbliższy rok obniżyły się do 3,4% z 4,0% w styczniu, a długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostały stabilne na poziomie 3,3%.
- **USA:** Sprzedaż nowych domów w grudniu wyniosła 745 tys. (w ujęciu rocznym) wobec 758 tys. w listopadzie i 656 tys. w październiku. Odczyty za grudzień i za listopad wyraźnie przebiły oczekiwania i sugerują odbicie aktywności na rynku nieruchomości. Silny rynek mieszkaniowy może ograniczać przestrzeń do szybkiego luzowania polityki pieniężnej.

Indeks PMI dla przetwórstwa w Niemczech



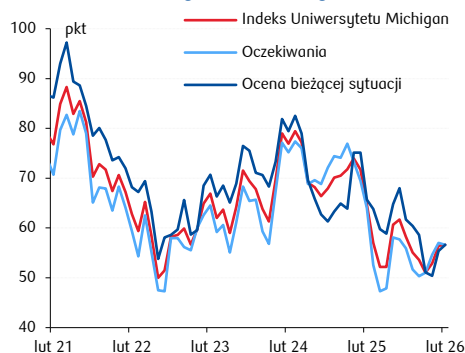
Źródło: S&P Global, Macrobond, PKO Bank Polski.

Kompozytowy indeks PMI



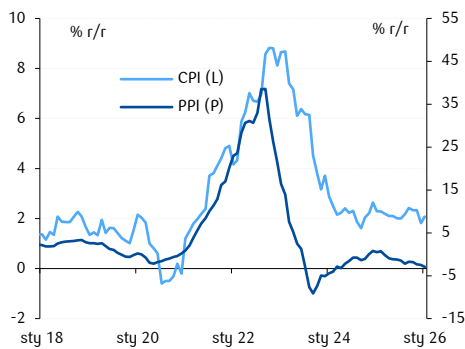
Źródło: S&P Global, Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks Uniwersytetu Michigan w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **GER:** Deflacja PPI w styczniu pogłębiła się do 3,0% r/r wobec 2,5% r/r w grudniu, a spadek cen okazał się głębszy od oczekiwań (-2,1% r/r). Głównym czynnikiem obniżającym PPI była energia (-11,8% r/r), w tym szczególnie ceny gazu (-13,7%) oraz energii elektrycznej (-11,2%). Ceny dóbr nietrwałych wzrosły jedynie o 0,2% r/r, przy jednoczesnym spadku cen żywności o 1,3% r/r. Po wyłączeniu energii PPI wzrósł o 1,2% r/r, wobec 0,9% r/r miesiąc wcześniej. Dane potwierdzają utrzymywanie się presji deflacyjnej w przemyśle, głównie o charakterze kosztowym, przy nadal dodatniej dynamice cen w segmencie bazowym.

WYDARZENIA KRAJOWE:

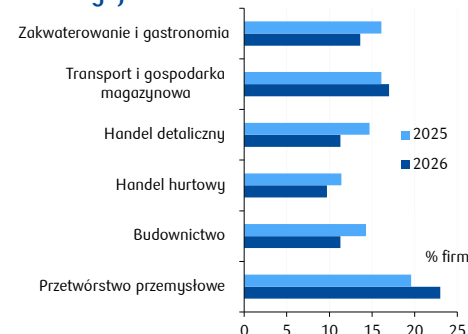
- **POL:** Zagregowany (PKOe) wskaźnik koniunktury gospodarczej GUS w lutym spadł do 1,3 pkt z 1,7 pkt w styczniu. Pogorszenie nastrojów było widoczne przede wszystkim w przetwórstwie, gdzie obniżyła się ocena bieżącej sytuacji, najpewniej w efekcie silnych tegorocznych mrozów ograniczających potencjał produkcyjny. Jednocześnie znacząco poprawiła się składowa prognoza, wskazując, że przedsiębiorstwa przemysłowe coraz bardziej optymistycznie oceniają przyszłość. Spadek koniunktury m/m odnotowano także w handlu detalicznym, transporcie oraz w sektorze finansowym. Wyraźna poprawa wystąpiła natomiast w zakwaterowaniu, co sugeruje kontynuację ożywienia w krajowej turystyce. Pogorszenie koniunktury w lutym wydaje się być tymczasową przerwą w utrzymującym się trendzie poprawy. GUS opublikował dodatkowe badanie ankietowe, w którym zapytano firmy o plany inwestycyjne na 2026. Coraz więcej inwestycji jest planowanych w przetwórstwie (23% firm, o 3,4pp więcej r/r) oraz w sektorze transportu i gospodarki magazynowej (wzrost odsetka planujących je przedsiębiorstw o 0,9pp r/r do 17%). Trend ten wpisuje się w scenariusz oczekiwanego ożywienia inwestycyjnego w gospodarce, a przetwórstwo (odpowiadające za ok. 30% krajowych inwestycji) ma być jego głównym motorem. Aż 78% firm z tego sektora planuje przeznaczyć środki na maszyny i urządzenia techniczne, co sugeruje, że kluczowymi obszarami są inwestycje w automatyzację oraz transformację energetyczną. W pozostałych sektorach, zwłaszcza w handlu, skłonność do inwestowania pozostaje na razie niska. Firmy wciąż odczuwają niepewność makroekonomiczną – ten czynnik jako barierę inwestycyjną wskazuje 1/3 przedsiębiorstw ogółem. Najważniejszą przeszkodą pozostają jednak nadal skutki wysokiej inflacji: 1/2 firm wskazuje wysokie koszty jako główną przeszkodę dla inwestycji. Relatywnie niski odsetek firm planujących inwestycje, przy jednoczesnym istotnym wzroście kosztorysów, sugeruje, że ożywienie inwestycyjne będzie najpewniej skoncentrowane w dużych przedsiębiorstwach.

Zagregowany wskaźnik koniunktury gospodarczej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Udział firm deklarujących zwiększenie inwestycji

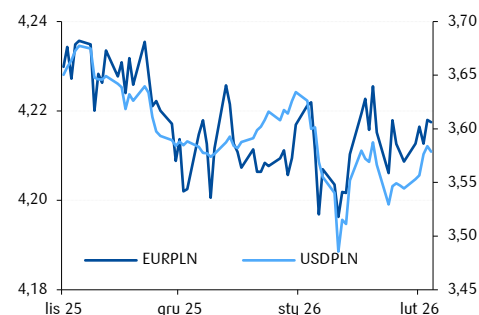


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w minionym tygodniu osłabił się wobec euro i dolara odpowiednio w pobliżu 4,22 na EURPLN oraz 3,58 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar zyskał niecałe 1% do koszyka głównych walut, a EURUSD spadł w pobliżu 1,1790.
- Lokalnie złotemu ciążyły słabsze od oczekiwań styczniowe dane z krajowej gospodarki oraz wyraźny spadek dynamiki płac, wzmacniający rynkowe wyceny obniżek stóp NBP. Globalnie presję na PLN podbijały umacniający się na szerokim rynku dolar i wzrost napięć wokół Iranu, sprzyjający odpływowi kapitału do bezpiecznych przystani. Umocnienie dolara wspierały lepsze dane makro z USA oraz zawierający jastrzębie akcenty przekaz z protokołu styczniowego posiedzenia FOMC. Skalę aprecjacji USD jedynie nieznacznie wyhamowały rozczarowujący odczyt PKB USA za 4q25 oraz wyrok Sądu Najwyższego, kwestionujący legalność ceł wprowadzonych przez administrację D.Trumpa. W efekcie kurs EURPLN dotarł w pobliżu górnego ograniczenia średnioterminowego kanału spadkowego w okolicy 4,2250 a USDPLN naruszył opór w pobliżu 3,59.
- W tym tygodniu w kraju kluczowa będzie publikacja styczniowych danych o sprzedaży detalicznej, a globalnie indeksy zaufania konsumentów w USA i strefie euro oraz wstępne lutowe odczyty inflacji z głównych gospodarek strefy euro. Jeśli sprzedaż detaliczna nie zaskoczy negatywnie, to wydarzenia wokół Iranu będą głównym czynnikiem determinującym krótkoterminowe trendy na rynku złotego. Zakładamy, że przy braku materializacji ryzyka wybuchu konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie kurs EURPLN utrzyma się w skali tygodnia pod poziomem 4,23. Jednocześnie widzimy asymetryczne ryzyko dalszego umocnienia dolara, wspartego lepszym obrazem gospodarki USA i wynikającej z niego mniejszej presji rynku na obniżki stóp Fed, co może kierować kurs USDPLN do strefy 3,60-3,62.
- W piątek rentowności polskich obligacji skarbowych wahały się w przedziale 0/+3pb. W segmencie 10-letnim rentowność SPW wzrosła o 3pb do 4,99%. Rentowności amerykańskich Treasuries wzrosła o 1pb do 4,09%, a niemieckich Bundów obniżyła się o 1pb do 2,74%.
- Na rynku krajowym miniony tydzień upłynął pod znakiem niskiej zmienności oraz konsolidacji rentowności 10-letnich SPW poniżej technicznego poziomu 5%, przełamanego 13 lutego w ślad za spadkiem rentowności na rynkach bazowych. Rentowności 2-letnich SPW ustabilizowały się w okolicy 3,5%, a w końcówce tygodnia znalazły się pod umiarkowaną presją spadkową po słabszych danych makro. Z perspektywy ewolucji rynku warto odnotować piątkowy komunikat Ministerstwa Finansów o zakończeniu emisji obligacji o zmiennym oprocentowaniu opartym na WIBOR 6M, w związku z ugruntowaniem nowego wskaźnika POLSTR. Na rynkach bazowych dominowało odreagowanie w sektorze 10-letnich Treasuries w kierunku 4,10% po nieudanej próbie zejścia do 4% na początku tygodnia. W piątek na ruch korekcyjny wpłynęły trzy istotne czynniki: słabszy od oczekiwań odczyt PKB USA za IV kw. 2025, wyższa od prognoz inflacja PCE oraz werdykt Sądu Najwyższego w USA, który zakwestionował legalność polityki celnej prezydenta Trumpa. Wypadkową tych czynników był wzrost rentowności na rynku amerykańskim oraz zatrzymanie widocznej od początku tygodnia tendencji do spłaszczania krzywej dochodowości na rynku amerykańskim (2Y-10Y).
- W bieżącym tygodniu zakładamy przewagę czynników sprzyjających instrumentom dłużnym. W Polsce tłem pozostanie pogorszenie obrazu koniunktury, widoczne w ostatnim pakiecie danych. Na rynkach bazowych długi koniec krzywych powinien utrzymywać wsparcie inwestorów w otoczeniu podwyższonego ryzyka geopolitycznego.

Waluty



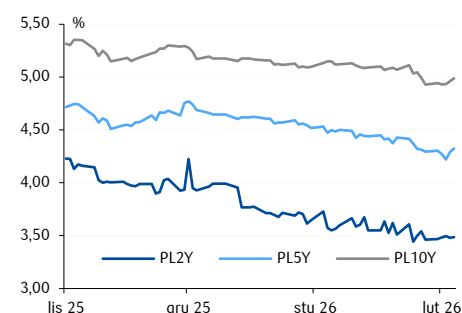
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



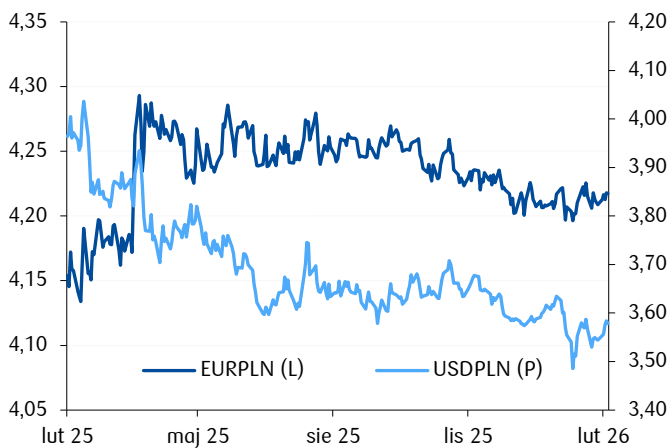
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

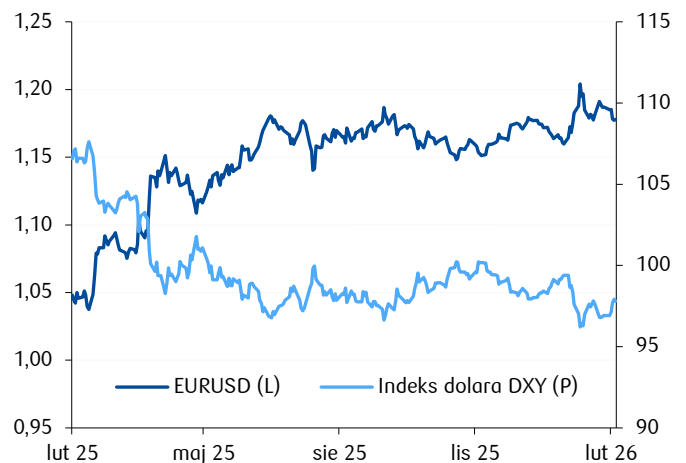
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

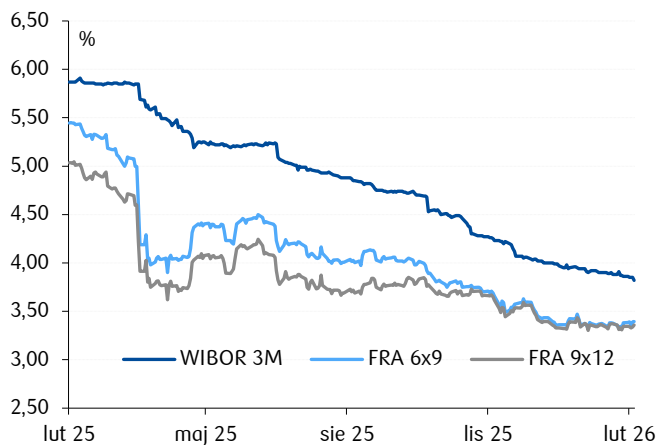
PLN vs główne waluty



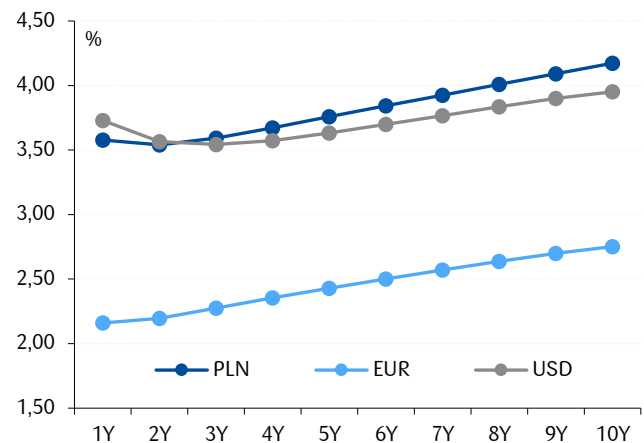
Notowania USD



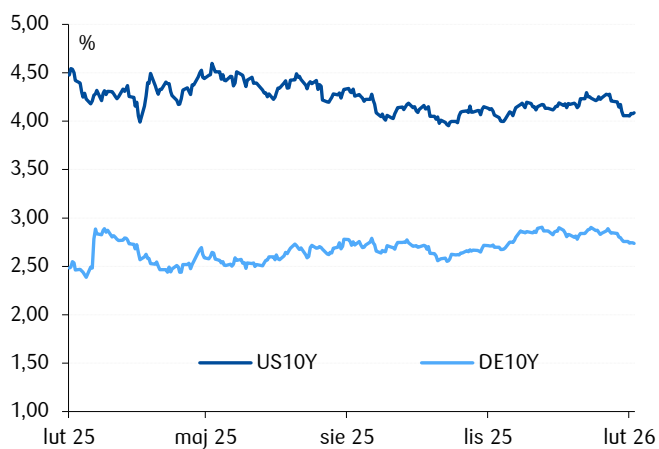
Krótkoterminowe stopy procentowe



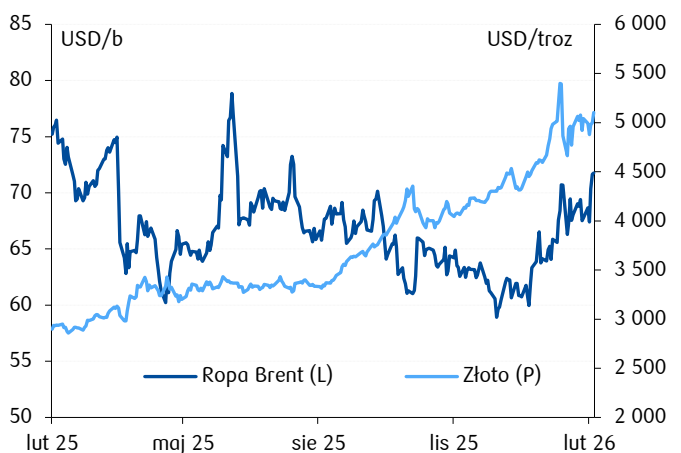
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 20 lutego						
GER: Inflacja PPI (sty.)	8:00	% r/r	-2,5	-2,1	--	-3,0
GER: PMI w usługach (lut., wst.)	9:30	pkt.	52,4	52,4	--	53,4
GER: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	9:30	pkt.	49,1	49,5	--	50,7
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	10:00	pkt.	49,5	50,0	--	50,8
EUR: PMI w usługach (lut., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,9	--	51,8
USA: Dochody Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	0,3
USA: Wydatki Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,4	0,4	--	0,4
USA: Deflator PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,8	2,8	--	2,9
USA: Inflacja bazowa PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	3,0
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	% q/q saar	4,4	3,0	--	1,4
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	% q/q saar	3,5	2,6	--	2,4
USA: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	15:45	pkt.	52,4	52,3	--	51,2
USA: Sprzedaż nowych domów (gru.)	16:00	tys.	758	730	--	745
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., rew.)	16:00	pkt.	56,4	57,3	--	56,6
Poniedziałek, 23 lutego						
GER: Indeks Ifo (lut.)	10:00	pkt.	87,6	88,3	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (sty.)	10:00	% r/r	5,3	3,3	3,5	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sty.)	14:00	% r/r	10,4	10,4	10,5	--
USA: Zamówienia fabryczne (gru.)	16:00	% m/m	2,7	1,0	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru., rew.)	16:00	% m/m	5,4	-1,4	--	--
Wtorek, 24 lutego						
POL: Stopa bezrobocia (sty.)	10:00	%	5,7	6,0	6,0	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,25	6,50	--
USA: Ceny nieruchomości (gru.)	15:00	% r/r	1,39	1,30	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lut.)	16:00	pkt.	84,5	88,0	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (sty.)	--	% r/r	7,2	--	--	--
Środa, 25 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	0,4	0,4	--	--
EUR: Inflacja HICP (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,0	1,7	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
Czwartek, 26 lutego						
EUR: Podaż pieniądza M3 (sty.)	10:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lut.)	11:00	pkt.	99,4	99,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lut., rew.)	11:00	pkt.	-12,4	-12,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	206	216	--	--
Piątek, 27 lutego						
HUN: Stopa bezrobocia (sty.)	8:30	%	4,4	4,4	--	--
GER: Stopa bezrobocia (lut.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
GER: Inflacja CPI (lut., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,0	--	--
GER: Inflacja HICP (lut., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	--
USA: Inflacja PPI (sty.)	14:30	% r/r	3,0	2,6	--	--

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



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.