

Mało ofert pracy, przybywa bezrobotnych

- Negatywne nastroje inwestycyjne, które dominowały na bazowych rynkach akcji w poniedziałek, uległy we wtorek wyraźnej poprawie. Indeks S&P 500 zyskał 0,8%, a europejski Stoxx 600 odnotował wzrost o 0,2%. Odmienne zachował się natomiast polski rynek – **indeks WIG obniżył się o 0,7%**. Choć wtorek nie był udanym dniem dla krajowych inwestorów giełdowych, **solidnym zainteresowaniem cieszył się polski rynek skarbowych papierów wartościowych**. Rentowności obligacji obniżyły się na całej krzywej dochodowości, przy czym **napływ kapitału widoczny był najbardziej na jej krótkim końcu**. Na rynku walutowym sesja miała relatywnie spokojny przebieg. Spośród obserwowanych zmian na uwagę zasługiwała przede wszystkim **lekka tendencja do umocnienia dolara**, widoczna m.in. we wzroście kursu USDPLN do poziomu 3,58. Oznaką uspokojenia nastrojów rynkowych był również spadek cen złota oraz ropy naftowej. Przy braku nagłej eskalacji napięć geopolitycznych wokół Iranu, **w środę oczekujemy utrzymania kursów EURPLN oraz USDPLN w pobliżu obecnych poziomów**, a także stabilizacji sytuacji na rynku stóp procentowych.
- Publikowane dziś dane nie powinny dostarczyć ogromu emocji. W Niemczech poznamy kolejny szacunek dynamiki PKB w 4q25, która według wstępnych danych wyniosła 0,4% r/r (sca). W strefie euro zostaną opublikowane zrewidowane dane o inflacji HICP w styczniu, która według wstępnego szacunku obniżyła się do 1,7% r/r z 2,0% r/r w grudniu.
- Kalendarz publikacji w Polsce i USA jest pusty. W USA wypowiadać się będzie T.Barkin (Richmond Fed, z prawem głosu w FOMC).

Biurowe Analizy Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

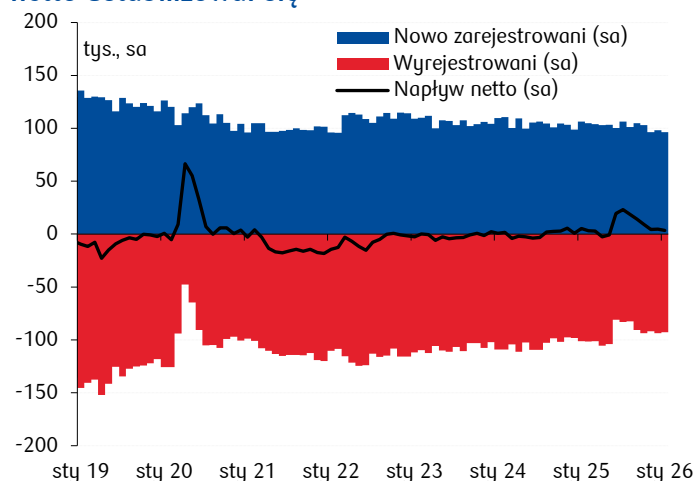
	Wartość 2026-02-24	(%, pb) Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	125 893	-0,7
STOXX Europe 600	629	0,2
S&P500	6 890	0,8
Waluty:		
EURPLN	4,21	-0,1
USDPLN	3,58	0,1
CHFPLN	4,63	0,1
EURUSD	1,18	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	3,42	-13
PL5Y	4,31	-1
PL10Y	4,96	-2
DE10Y	2,71	-1
US10Y	4,03	1
Surowce:		
Ropa Brent	71	-1,0
Złoto	5148	-1,6

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

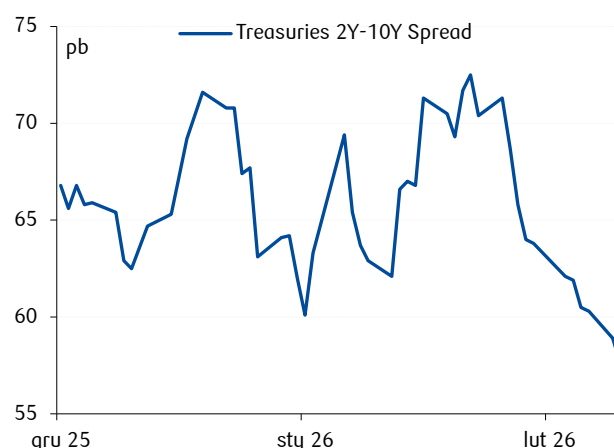
- HUN:** Bank Węgier obniżył stopy procentowe o 25pb, w tym stopę bazową do poziomu 6,25%. Była to pierwsza obniżka od września 2024. W bazowym scenariuszu oczekiwaliśmy na tym posiedzeniu kolejnej pauzy, jednak dopuszczaliśmy możliwą obniżkę za sprawą inflacji CPI, która w styczniu obniżyła się do 2,1% r/r z 3,3% r/r w grudniu, przy spadku inflacji bazowej do 2,7% r/r z 3,8% r/r miesiąc wcześniej. W komunikacie zwrócono uwagę na spadek inflacji (zgodny z oczekiwaniami MNB), w szczególności na najniższą

Liczba osób bezrobotnych na początku roku wzrosła zgodnie z wzorcem sezonowym, ale w ujęciu sa napływ netto ustabilizował się



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

Niepewności na rynkach finansowych przyczynia się do zawężenia spreadu 2Y-10Y na Treasuries



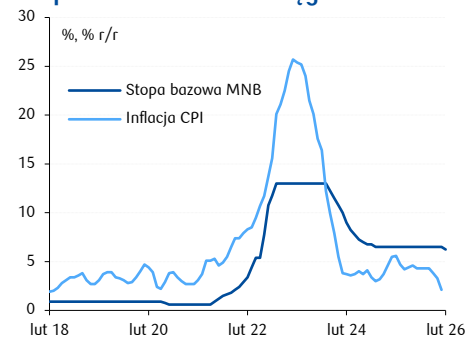
w ostatnich latach dynamikę cen usług (5,0% r/r). W ocenie Banku w kolejnych miesiącach inflacja pozostanie poniżej celu inflacyjnego na poziomie 3% r/r, a następnie przejściowo wzrośnie w pobliże górnego przedziału dopuszczalnych odchyleń od niego. Cel inflacyjny zostanie trwale osiągnięty dopiero w 2h27. W ocenie węgierskich władz monetarnych czynniki ryzyka dla inflacji równoważą się. **Zakładamy, że do końca roku MNB może zdecydować się na jeszcze jedną obniżkę stóp.**

- **USA:** Wbrew zapowiedziom D.Trumpa, we wtorek w życie weszły amerykańskie globalne cła na poziomie 10%, a nie 15%. Biały Dom poinformował jednak, że Prezydent USA nie zmienił zdania w sprawie stawki celnej, a administracja pracuje nad jej podniesieniem do 15%. Przepis, na który powołał się Prezydent, pozwala na nakładanie globalnych ceł w wysokości do 15% przez 150 dni w odpowiedzi na kryzys bilansu płatniczego. Cła mogą być przedłużone tylko za zgodą Kongresu. Jednocześnie resort handlu wszczął szereg formalnych postępowań, które pozwolą na nałożenie nowych, nieograniczonych czasowo ceł na podstawie innych przepisów.
- **USA:** W rekordowo długim orędziu o stanie republiki D.Trump przekonywał o znakomitej sytuacji gospodarczej USA. Prezydent m.in. twierdził, że inflacja „gwałtownie spada”, a dochody „szybko rosną”, mimo że oficjalne dane wskazują, iż presja cenowa pozostaje powyżej 2-procentowego celu Fed. W obliczu znaczącego wzmocnienia obecności morskiej i lotniczej USA na Bliskim Wschodzie D.Trump powiedział, że Stany Zjednoczone prowadzą negocjacje z Iranem, ale Teheran nie rezygnuje ze swoich ambicji nuklearnych i nadal stanowi zagrożenie dla Ameryki. Zasugerował, że Iran pracuje nad budową rakiet, które wkrótce będą mogły osiągnąć USA.
- **USA:** Indeks zaufania konsumentów Conference Board w lutym wzrósł do 91,2 pkt. z 89,0 pkt. miesiąc wcześniej (po korekcie z 84,5 pkt.) i wobec oczekiwań na poziomie 87,1 pkt. W lutym nieco poprawiły się oczekiwania konsumentów, a pogorszyły oceny bieżące. Pomimo wzrostu w lutym, wskaźnik ogółem znajduje się w średnioterminowym trendzie spadkowym.
- **USA:** A.Goolsbee (Chicago Fed, z prawem głosu w FOMC) powiedział, że chce zobaczyć dowody na spadek inflacji do poziomu 2%, zanim poprze dalsze obniżki stóp procentowych. Prezes Chicago Fed stwierdził również, że decyzja amerykańskiego Sądu Najwyższego o unieważnieniu wielu globalnych ceł wprowadzonych przez D.Trumpa może spowodować większą niepewność dla przedsiębiorstw, ale może również pomóc w spowolnieniu inflacji.
- **USA:** Ceny nieruchomości w grudniu w 20 największych miastach wzrosły o 1,4% r/r, nieco silniej od oczekiwań (kons.: 1,3% r/r) i tak jak w listopadzie.
- **ROM:** Dynamika podaży pieniądza M3 w styczniu wyniosła 6,9% r/r wobec 7,2% r/r w grudniu. Jednocześnie podaż pieniądza M1 wzrosła o 7,6% r/r wobec 7,4% miesiąc wcześniej.

WYDARZENIA KRAJOWE:

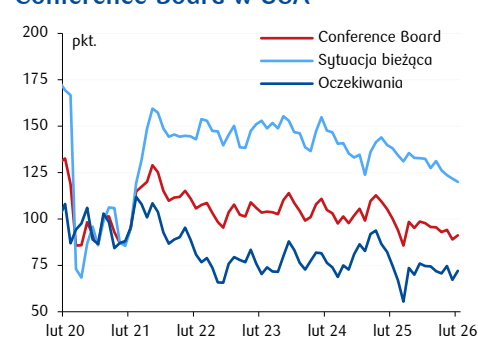
- **POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu wyniosła 6,0% i była zgodna z naszą prognozą i szacunkiem Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, wobec 5,7% w grudniu. Liczba osób bezrobotnych zwiększyła się w ciągu miesiąca o 46,2 tys. do 934,1 tys., zgodnie z wzorcem sezonowym – na początku roku liczba osób bezrobotnych istotnie wzrasta (w styczniu 2025 o 51,4 tys.), a wiosną z powrotem maleje. **Niemniej jednak, liczba osób bezrobotnych jest najwyższa od września 2021, a liczba bezrobotnych absolwentów (41,7 tys.) jest najwyższa od października 2017.** Chociaż liczbę bezrobotnych podbiła przeprowadzona w czerwcu 2025 reforma rynku pracy, to popyt na pracę pozostaje osłabiony. Liczba ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca, jak i stan wakatów na koniec miesiąca nieco wzrosły, jednak pozostają na poziomie kilkakrotnie niższym niż średnia za ostatnie 5 lat.
- **POL:** Stopa bezrobocia wg BAEL w 4q25 wzrosła do 3,2% z 3,1% w 3q25 i była o 0,3pp wyższa niż w analogicznym okresie 2024. Liczba osób bezrobotnych (w wieku 15-89 lat) wzrosła o 14,5% r/r, najsilniej od 2q21. Chociaż wzrost liczby bezrobotnych (o 72 tys. r/r) może na pierwszy rzut oka

Stopa bazowa Banku Węgier



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks zaufania konsumentów Conference Board w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia według BAEL

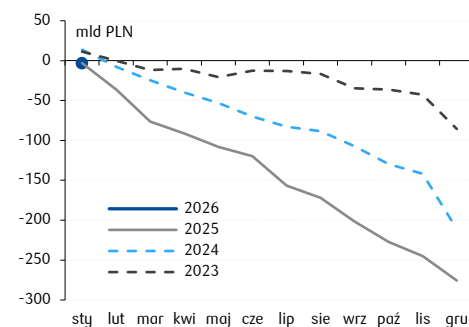


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

niepokoić, to jest on konsekwencją tego, że osoby bierne zawodowo rozpoczęły poszukiwania zatrudnienia (co przełożyło się na spadek ich liczby o 154 tys. r/r, czyli o 1,2%). W tym samym czasie liczba pracujących zwiększyła się o 0,6% r/r (+99 tys. r/r). Wskaźnik aktywności zawodowej utrzymał się na rekordowym poziomie 59%, a wskaźnik zatrudnienia spadł względem 3q25 o 0,1pp, do 57,1%. **W szczegółowych danych widzimy kilka ciekawych tendencji – liczba bezrobotnych kobiet wzrosła o 10,2% r/r, a mężczyzn o 18,8% r/r.** Przy czym duża w tym zasługa anomalii z 4q24, kiedy liczba bezrobotnych mężczyzn spadła o 6,6% q/q, podczas gdy w dwóch poprzednich latach mieliśmy pod koniec roku wzrosty. Liczba bezrobotnych w wieku 15-24 obniżyła się w 4q25 o 0,8% r/r, po trzech kwartałach dwucyfrowych wzrostów, a stopa bezrobocia w tej grupie spadła do 11,4% z 12,4% w 3q25. Stopa bezrobocia na wsi (3,3%) jest nadal wyższa niż w miastach (3,0%), jednak w ciągu roku ta pierwsza wzrosła o 0,2p, a druga o 0,4pp. **Wskaźniki aktywności zawodowej i zatrudnienia na wsiach gonią te w miastach** w przypadku grupy wiekowej 15-89, efekt ten jest jednak mniej widoczny jeśli ograniczymy się do osób w wieku produkcyjnym.

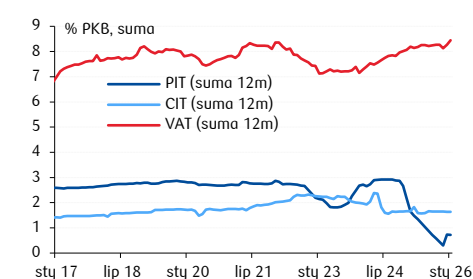
- POL:** Prezes NBP A.Głapiński powiedział, że w przyszłym tygodniu NBP opublikuje nowy raport o inflacji i projekcję, w której ścieżka inflacji CPI będzie bliska celu w tym i kolejnym roku, a wzrost PKB pozostanie solidny. W projekcji opublikowanej w listopadzie NBP prognozował, że średnioroczna inflacja w 2026 wyniesie 2,9%, a dopiero w 2027 wróci do celu osiągając 2,5%. Na podstawie dostępnych obecnie danych widzimy inflację znacznie niższą, około 2,2% średniorocznie w tym roku i zakładamy, że aktualizacja projekcji NBP sprowadzi ścieżkę CPI w kierunku naszej prognozy. Posiedzenie, na którym RPP zapozna się z projekcją, zakończy się w środę 4 marca, jednak wtedy poznamy jedynie główne liczby, a szczegóły zostaną opublikowane kilka dni później.
- POL:** W 2025 budżet państwa miał 275,6 mld PLN deficytu (ok. 7,1% PKB), który stanowił 95,4% całorocznego planu z ustawy budżetowej (289 mld PLN). Dochody budżetu na poziomie 594,6 mld PLN stanowiły 94,0% planu, a wydatki równe 870,2 mld PLN 94,4% planu. **W minionym roku dochody budżetowe spadły o 4,6%, co należy wiązać z reformą finansowania JST,** która zwiększyła udział samorządów we wpływach z PIT (wzrost o 114,5%, czyli o ok. 93 mld PLN). W warunkach porównywalnych (bez reformy finansowania JST) dochody budżetu w minionym roku wzrosłyby o 11,8%. Wśród dochodów niezaburzonych reformą wpływy z VAT wzrosły o 11,8%, a z akcyzy tylko o 2,4%, pomimo podwyżki stawek. MF zwracał uwagę, że rozbieżność pomiędzy prognozami a sytuacją makroekonomiczną miała negatywny wpływ na dochody budżetowe – w szczególności dotyczyło to inflacji, która wyniosła 3,6%, wobec 5,0% założonych na etapie przygotowywania budżetu. **Wydatki budżetu były w minionym roku wyższe o 4,3% (36 mld PLN) niż w 2024,** do czego przyczyniło się m.in. przekazanie 56,2 mld PLN (w ustawie budżetowej planowano 63,2 mld PLN) na spłatę zobowiązań PFR i Funduszu przeciwdziałania COVID-19. Jest to jedna z przyczyn wzrostu deficytu budżetowego względem 211 mld PLN w 2024. Jednocześnie w niektórych obszarach odnotowano oszczędności (niższe od planów wykonanie wydatków) – w szczególności o 20,9 mld PLN niższe było wykonanie rezerw celowych, a o 17,9 mld PLN dotacji do ZUS. **W samym grudniu deficyt budżetowy wyniósł ok. 31 mld PLN, wobec 69 mld PLN deficytu w ostatnim miesiącu 2024.** Złożyły się na to ponad dwukrotnie wyższe niż przed rokiem dochody (m.in. dzięki temu, że w grudniu rząd nie przekazuje udziału w PIT do JST) oraz niższe o prawie 13% r/r wydatki. Po stronie dochodowej wyróżniały się wpływy z VAT (w grudniu +46,2% r/r, zapewne podbijane przez opóźnianie zwrotów) i PIT (w grudniu aż 22 mld PLN względem całorocznych wpływów na poziomie 28,7 mld PLN). Względem grudnia 2024 wyraźnie spadła subwencja ogólna do JST, nieco niższa była dotacja do FUS, wyraźnie wzrosły natomiast koszty obsługi długu publicznego. Tak jak zwracaliśmy wielokrotnie uwagę, dzięki standardowej elastyczności występującej w budżecie, rząd zmieścił się w ubiegłym roku w limicie deficytu. Sytuacja fiskalna pozostaje jednak

Wykonanie budżetu państwa



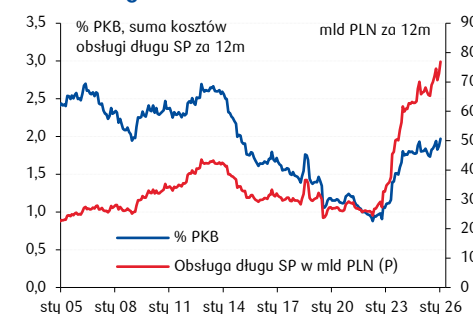
Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Wpływy budżetowe z tytułu najważniejszych podatków w relacji do PKB



Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

Koszty obsługi długu budżetu centralnego

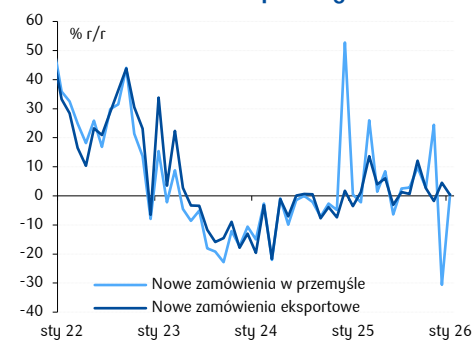


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

wymagająca – wzrost wydatków w minionych latach był szybszy niż wzrost dochodów. Opublikowane wcześniej dane za styczeń 2026 pokazały wzrost wydatków i dochodów budżetowych o 17,2% r/r i deficyt równy 3,2 mld PLN. **Ustawa budżetowa na 2026 zakłada deficyt na poziomie 271,1 mld PLN.** Z perspektywy prognoz wyniku całego sektora *general government* dane nie dają nam podstaw do rewizji dotychczasowych prognoz – **oczekujemy ok. 7% PKB deficytu GG w 2025 i niewielkiej konsolidacji do ok. 6,5% PKB w 2026.**

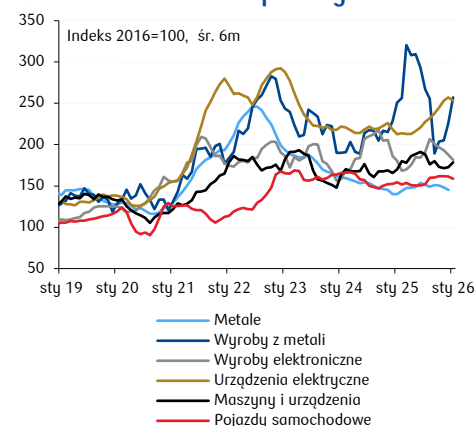
- **POL:** Zamówienia w przemyśle na początku bieżącego roku stabilizują się po zmiennej końcówce poprzedniego – w styczniu nowe zamówienia wzrosły o 0,6% r/r, w tym eksportowe o 0,3% r/r. Wzrost był napędzany przede wszystkim przez segment sprzętu transportowego (+43,3% r/r), co najpewniej wynika z kontynuowanej modernizacji transportu publicznego, częściowo finansowanej z KPO, oraz z rosnącego popytu na sprzęt obronny. Utrzymuje się też silny popyt na urządzenia elektryczne i wyroby metalowe (tu uwzględniana jest produkcja broni i amunicji), również powiązany z zamówieniami obronnymi. Popyt na produkcję w motoryzacji spada już 4. miesiąc z rzędu (-5,7% r/r), a przyszłość nie rysuje się optymistycznie. Naszym zdaniem ten rok powinien upłynąć pod znakiem stopniowej poprawy popytu na produkcję w polskim przetwórstwie, szczególnie w obszarze dóbr pośrednich i przemysłu obronnego.

Nowe zamówienia w przemyśle



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Nowe zamówienia w przemyśle

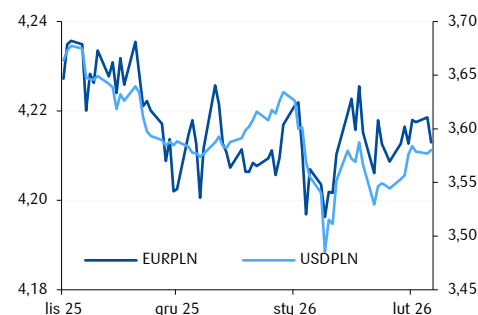


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty lekko umocnił się wobec euro – kurs EURPLN zszedł w pobliżu 4,2150. Na bazowych rynkach FX dolar nieznacznie się umocnił, kurs EURUSD zszedł w pobliżu 1,1770, a kurs USDPLN wzrósł w pobliżu 3,58.
- Zgodny z wcześniejszymi rządowymi szacunkami wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego w Polsce do 6% w styczniu nie miał zauważalnego przełożenia na notowania złotego. W zewnętrznym otoczeniu rynkowym nie pojawiły się nowe impulsy, na tyle istotne, aby zmienić obowiązujące trendy na głównych parach ze złotym. Warto jednak odnotować, że **negatywne nastroje inwestycyjne, które dominowały na globalnych rynkach akcji w poniedziałek, uległy poprawie. Notowania dolara wsparł z kolei lepszy od oczekiwań lutowy odczyt indeksu zaufania konsumentów przygotowany przez Conference Board.** Na rynkach bazowych warto też odnotować wzrost kursu USDJPY o 0,8%, co miało pozytywny wpływ na wycenę indeksu USD. Japońskiej walucie zaszkodził raport „The Mainichi Daily” dotyczący zastrzeżeń premier S.Takaichi wobec dalszych podwyżek stóp procentowych, przekazanych gubernatorowi Banku Japonii K.Uedzie, co mogło wzbudzić obawy inwestorów o niezależność banku centralnego.
- W środę globalny kalendarz makroekonomiczny nie dostarczy publikacji kluczowych dla rynku FX, a finalne odczyty inflacji HICP w strefie euro – według naszej oceny – nie powinny zaskoczyć inwestorów wartościami odbiegającymi od wstępnych szacunków. **Sesja powinna więc przebiec spokojnie, zakładamy utrzymanie kursów EURPLN oraz USDPLN w pobliżu bieżących poziomów,** pod warunkiem braku nagłej eskalacji napięć geopolitycznych wokół Iranu.
- **We wtorek dochodowości polskich obligacji skarbowych obniżyły się od 1 do 13pb.** W segmencie 10-letnim rentowność SPW spadła o 2 pb do 4,96%. Amerykańskie *Treasuries* oraz niemieckie *Bundys* stabilizowały się w pobliżu odpowiednio 4,03% i 2,71%.
- Na krajowym rynku stopy procentowej utrzymał się pozytywny sentyment, a rynek SPW korzystał z napływu środków inwestorów. Szczególnie silny ruch widoczny był na krótkim końcu krzywej – **rentowność 2-letnich SPW zniżkowała w okolice 3,40%,** podczas gdy 2-letnia stawka IRS utrzymywała się w pobliżu 3,52%. W rezultacie **pogłębiła się ujemna wycena asset swap spread (ASW) na krótkim końcu krzywej.** Segment ten pozostaje beneficjentem rynkowych oczekiwań dalszych obniżek stopy referencyjnej NBP. Obraz sytuacji makroekonomicznej w kraju uzupełnił odczyt stopy bezrobocia za styczeń, która wzrosła względem poprzedniego miesiąca. **Na rynkach bazowych utrzymywała się natomiast faza stabilizacji rentowności po poniedziałkowych spadkach.** We wtorek widoczne było uspokojenie nastrojów po piątkowym zaskoczeniu, jakim dla rynków był wyrok Sądu Najwyższego w USA podważający dotychczasowe podstawy prawne polityki celnej amerykańskiej administracji oraz odpowiedź prezydenta D. Trumpa w postaci nowych ceł. Uspokojenie przejawiało się zahamowaniem spadków rentowności *Treasuries* oraz odbiciem na rynku akcji.
- W środę brak jest danych z gospodarki krajowej, które mogłyby istotnie wpłynąć na przebieg handlu na rynku długu. **Impulsu może natomiast dostarczyć zaplanowany przetarg SPW, który w przypadku silnego popytu wzmocni krajowy rynek.** Rynki bazowe pozostaną w dużej mierze determinowane ewolucją sentymentu na rynku aktywów ryzykownych oraz rozwojem sytuacji geopolitycznej.

Waluty



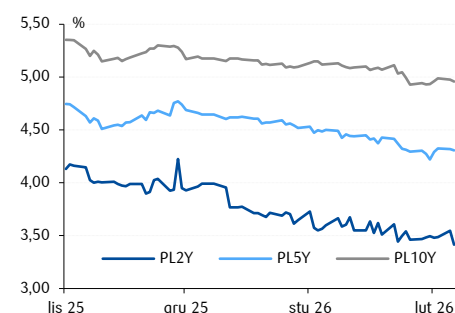
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



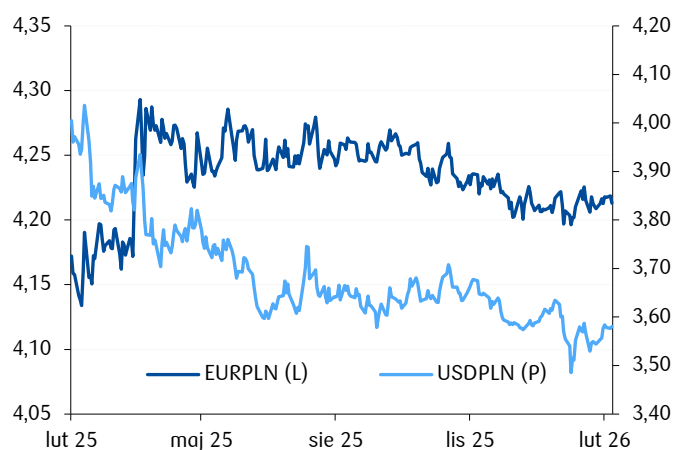
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

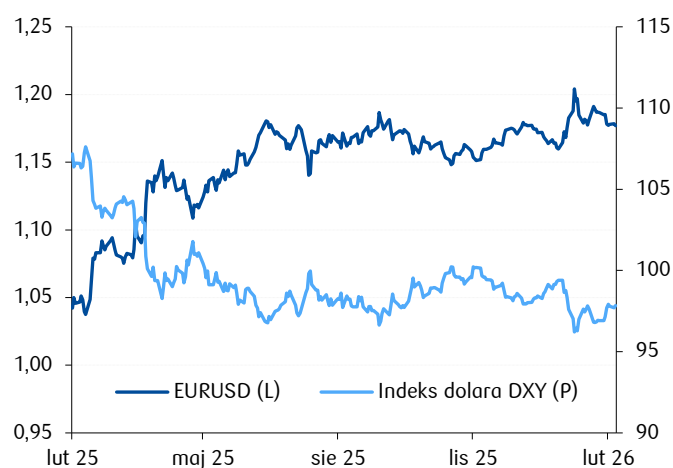
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

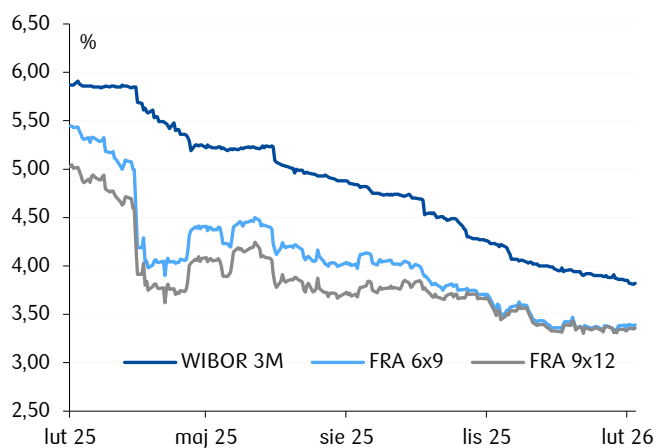
PLN vs główne waluty



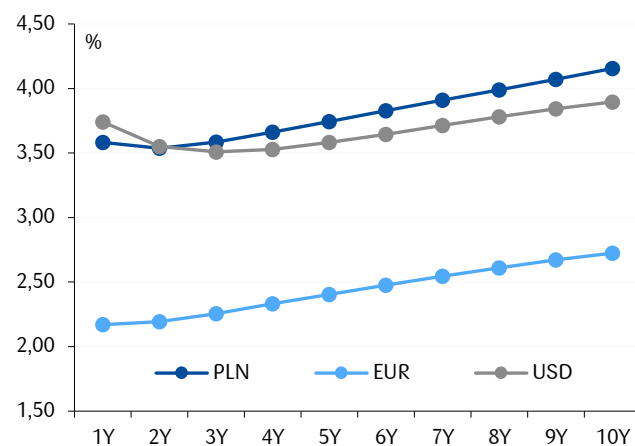
Notowania USD



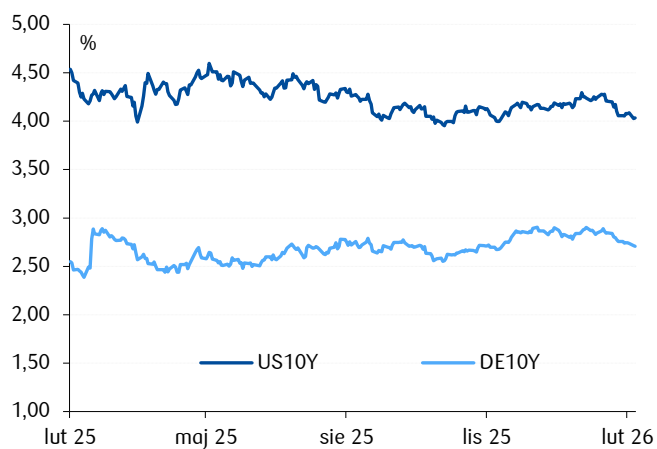
Krótkoterminowe stopy procentowe



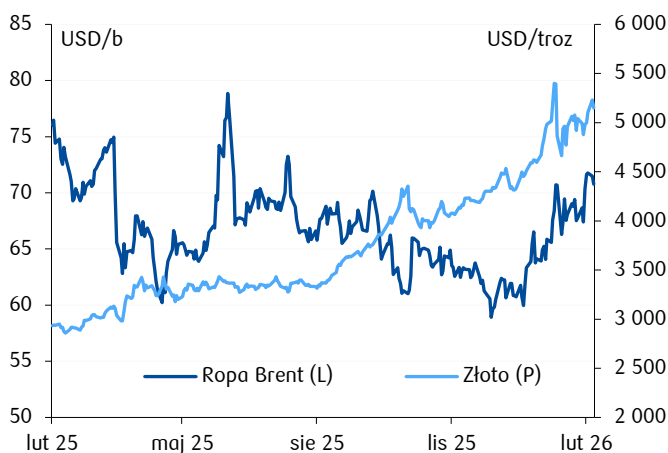
Krzywe IRS



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	--	88,6
POL: Sprzedaż detaliczna (sty.)	10:00	% r/r	5,3	3,3	3,5	4,4
POL: Podaż pieniądza M3 (sty.)	14:00	% r/r	10,4	10,4	10,5	10,0
USA: Zamówienia fabryczne (gru.)	16:00	% m/m	2,7	1,0	--	-0,7
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru., rew.)	16:00	% m/m	5,4	-1,4	--	-1,4
Wtorek, 24 lutego						
POL: Stopa bezrobocia (sty.)	10:00	%	5,7	6,0	6,0	6,0
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,25	6,50	6,25
USA: Ceny nieruchomości (gru.)	15:00	% r/r	1,4	1,3	--	1,4
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lut.)	16:00	pkt.	89,0	88,0	--	91,2
ROM: Podaż pieniądza M2 (sty.)	--	% r/r	7,2	--	--	6,9
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	--	--
POL: Rating kredytowy wg Fitch	--	--	A-	--	A-	--

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, 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.