

Czy nowe cła wpłynęły na nastroje w Europie?

- Środowa sesja przyniosła wzrost apetytu na aktywa ryzykowne w oczekiwaniu na mocne kwartalne wyniki finansowe Nvidii. Ostatecznie przebiły one oczekiwania inwestorów szczególnie w zakresie przychodów, co dodatkowo wsparło wieczorem wzrosty cen akcji na amerykańskiej giełdzie. Wcześniej w Europie z kolei główne indeksy na giełdach akcji zyskały blisko 1%. **Dobre nastroje sprzyjały odpływowi kapitału z rynku obligacji skarbowych, czego potwierdzeniem mogły być lekkie wzrosty krzywych dochodowości US Treasuries w USA.** Wspomniane pozytywne zmiany notowań na świecie wzmacniały również polską giełdę, której indeks WIG zyskał 1,5%. Dobre nastroje nie przeniosły się natomiast na krajowy rynek walutowy, gdzie kurs EURPLN trzymał się blisko 4,22. **Brak ważniejszych wydarzeń w czwartek sprzyjać będzie stabilizacji notowań instrumentów finansowych. W najbliższych dniach spodziewamy się, że kurs EURPLN pozostanie w okolicach 4,22, a rentowności polskich 10-letnich obligacji lekko poniżej 5%.**
- Na dziś nie zaplanowano kluczowych publikacji makroekonomicznych. Wśród drugorzędnych danych warto zwrócić uwagę na wskaźniki koniunktury gospodarczej w Europie za luty, które mogą potwierdzić kontynuację poprawy nastrojów. Oczekuje się niewielkiego wzrostu wskaźnika ESI, po znaczącej poprawie odnotowanej w styczniu. Potencjalnym czynnikiem ryzyka dla utrzymania pozytywnych trendów może być narastająca niepewność związana z polityką celną USA.
- Z geopolitycznego punktu widzenia istotne są zaplanowane na dziś rozmowy USA-Iran, odbywające się w warunkach wysokiego napięcia militarnego i trwających pośrednich negocjacji o irańskim programie nuklearnym. USA dążą do ograniczenia przez Iran wzbogacania uranu, programu rakietowego i wsparcia dla regionalnych sojuszników Teheranu. Iran deklaruje gotowość rozmów wyłącznie o programie atomowym w zamian za złagodzenie sankcji, odrzucając temat arsenału rakietowego.

Biurowe Analizy Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl

 @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

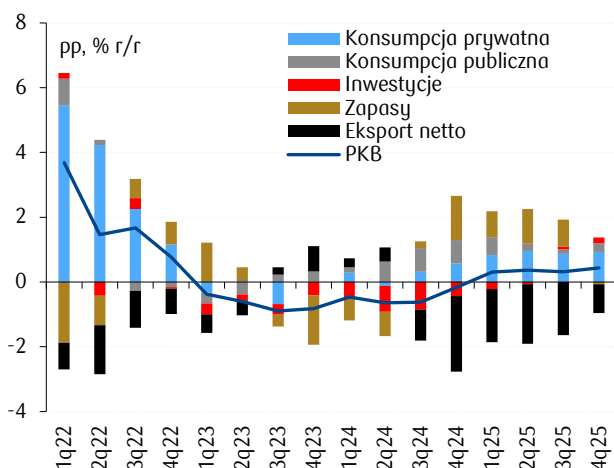
	Wartość 2026-02-25	(%, pb) Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	127 741	1,5
STOXX Europe 600	633	0,7
S&P500	6 946	0,8
Waluty:		
EURPLN	4,21	0,0
USDPLN	3,57	-0,4
CHFPLN	4,62	-0,2
EURUSD	1,18	0,3
Obligacje:		
PL2Y	3,44	2
PL5Y	4,30	0
PL10Y	5,01	5
DE10Y	2,71	0
US10Y	4,05	1
Surowce:		
Ropa Brent	71	0,1
Złoto	5171	0,4

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

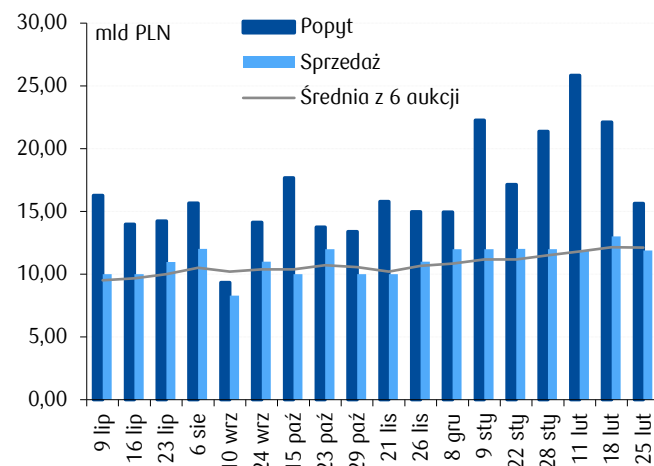
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- GER:** W 4q25 PKB wzrósł o 0,4% r/r, co oznacza nieznaczne przyspieszenie w porównaniu do 0,3% r/r w 3q25. W ujęciu q/q wzrost wyniósł 0,3%. W obu

Wzrost PKB Niemiec pozostaje ograniczony, lecz jego struktura sygnalizuje potencjał do odbicia



Ministerstwo Finansów sprzedało na aukcji obligacje za 11,9 mld PLN. Popyt wyniósł 15,6 mld PLN i był o 6 mld PLN niższy niż na przetargu 18 lutego.



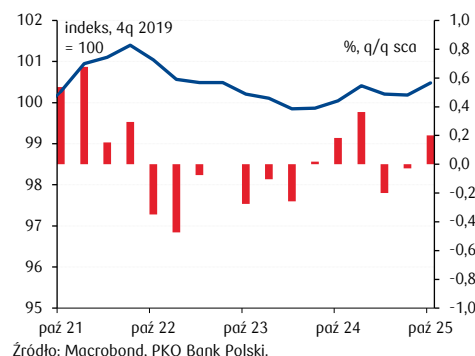
ujęciach odczyt był zgodny ze wstępnym. Głównym motorem wzrostu pozostaje konsumpcja prywatna, która zwiększyła się o 1,8% r/r, utrzymując dynamikę z poprzednich kwartałów. Pozytywną zmianę zaobserwowano w konsumpcji publicznej, która przyspieszyła do 1,2% r/r z 0,6% r/r wcześniej, co wynika z uwolnienia środków publicznych. Inwestycje również przyspieszyły - wzrosły o 0,9% r/r wobec 0,5% r/r w poprzednim kwartale, co również może być związane z aktywnością sektora publicznego. Po ponad dwóch latach (z wyjątkiem 2q24) eksport odnotował dodatnią dynamikę r/r na poziomie 1,1%, podczas gdy import utrzymał wysoką dynamikę 3,6% r/r, wskazując na stopniowe ożywienie popytu wewnętrznego. Mimo to, od 7. kwartałów eksport netto ma ujemny wpływ na PKB. Choć wzrost PKB pozostaje umiarkowany, jego struktura - rosnący popyt krajowy i zagraniczny oraz zwiększone wydatki publiczne - daje podstawy do optymizmu. Oczekujemy kontynuacji tych trendów w nadchodzących kwartałach, zwłaszcza że wydatki sektora centralnego w Niemczech w 4q25 osiągnęły najwyższy poziom w relacji do PKB w tej dekadzie (poza okresami kryzysów), co będzie stymulować inwestycje, również w sektorze prywatnym.

- **USA:** J.Greer (przedstawiciel USA ds. handlu) zapowiedział, że cła na towary z niektórych państw wyniosą 15% lub więcej, zbliżając się do poziomów sprzed decyzji Sądu Najwyższego. Administracja planuje wszczynać formalne postępowania dotyczące nieuczciwych praktyk, takich jak praca przymusowa czy dyskryminacja firm technologicznych, co ma umożliwić trwałe wprowadzenie nowych stawek. Cła na towary z Chin pozostaną w przedziale 35-50%, w zależności od kategorii produktów.
- **EUR:** W styczniu inflacja HICP obniżyła się do 1,7% r/r z 2,0% r/r w grudniu, zgodnie ze wstępnymi szacunkami. Kluczowym źródłem spadku była pogłębiająca się deflacja cen energii, która wyniosła -4,0% r/r wobec -1,9% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja usług zmniejszyła się do 3,2% r/r z 3,4% r/r, wykazując oznaki słabnięcia uporczywości w tej kategorii. Ceny żywności wzrosły nieco silniej niż w grudniu, o 2,6% r/r (+0,1pp). Inflacja bazowa obniżyła się do 2,2% r/r z 2,3% r/r, a jej impet spada, choć nadal pozostaje podwyższony. Prognozy wskazują, że w 1q26 inflacja utrzyma się na poziomie około 1,7% r/r, po czym zacznie stopniowo rosnąć do około 1,9% r/r w 2h26. W całej UE inflacja HICP spowolniła do 2,0% r/r z 2,3% r/r poprzednio.
- **EUR:** Opracowanie EBC pokazuje, że wzrost ceł i napięcia handlowe ograniczają ekspansję firm w strefie euro oraz zwiększają ryzyko ich wyjścia z rynku, szczególnie w przypadku podmiotów silnie powiązanych z handlem z USA, które są przeciętnie bardziej produktywne i innowacyjne. W wyniku „twórczej destrukcji”, pogarsza się alokacja zasobów i obniża długookresowy potencjał wzrostowy gospodarki, zwłaszcza że niepewność skłania firmy do odkładania inwestycji. W efekcie trwałe napięcia handlowe mogą nie tylko osłabiać wzrost, lecz także zwiększać presję inflacyjną i ograniczać pole manewru polityki pieniężnej.

WYDARZENIA KRAJOWE:

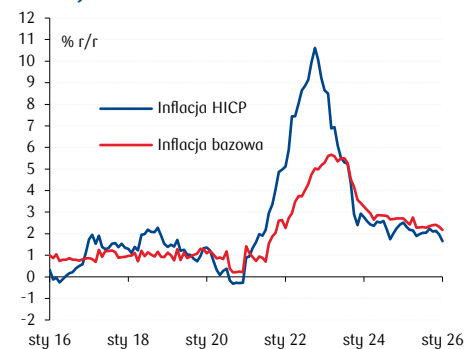
- **POL:** I.Dąbrowski (RPP) wskazał, że docelowa stopa referencyjna NBP powinna wynosić 3,5%. Obniżenie stóp poniżej tego poziomu byłoby możliwe jedynie przy trwałym utrzymaniu inflacji w dolnej części przedziału dopuszczalnych odchyłek od celu. Według jego oceny, inflacja w latach 2026-2027 pozostanie stabilnie niska w granicach celu inflacyjnego, co oznacza trwały powrót do celu przy braku istotnych szoków zewnętrznych.
- **POL:** P.Litwiniuk (RPP) uważa, że inflacja w najbliższym czasie będzie kształtować się poniżej celu inflacyjnego, potem, mino wahań związanych z efektami statystycznymi, cały czas pozostanie w przestrzeni celu. Pozostałe wskaźniki gospodarcze także są optymistyczne, więc Rada Polityki Pieniężnej ma w jego ocenie duże pole manewru. Członek RPP uważa, że obniżka stóp w marcu jest prawdopodobna, a kolejna, przy utrzymaniu obecnych trendów, nawet konieczna.

PKB w Niemczech



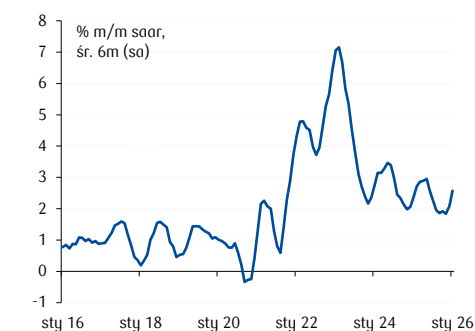
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Impet inflacji bazowej w strefie euro

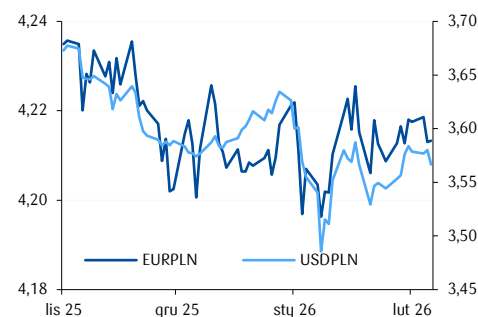


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W środę złoty pozostał stabilny a kursy EURPLN i USDPLN oscylowały w pobliżu poziomów odpowiednio 4,22 oraz 3,58. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD utrzymał się w okolicy 1,18.
- Na globalnych rynkach akcji dominowały pozytywne nastroje inwestycyjne, m.in. w związku z oczekiwaniami na dobry raport kwartalny Nvidii za 4q25. Wśród europejskich indeksów wyróżniał się warszawski WIG20, który zyskał 1,7%. Utrzymujący się popyt na akcje polskich spółek nie miał jednak zauważalnego przełożenia na notowania złotego, który nadal konsolidował się wobec euro. Przy braku istotnych publikacji makroekonomicznych ze świata i w obliczu niepewności co do rozwoju sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie globalni inwestorzy – według naszej oceny – powstrzymywali się od zajmowania kierunkowych pozycji, co stabilizowało notowania amerykańskiej waluty a pośrednio też złotego.
- W czwartek krajowy kalendarz makro jest pusty, dlatego złoty pozostanie pod dominującym wpływem impulsów napływających z rynków bazowych. Uspionej w ostatnich dniach zmienności na EURUSD raczej nie rozruszają ani lutowe wskaźniki koniunktury w strefie euro, ani cotygodniowe dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA. Inwestorzy czekają na nowe, istotne impulsy a te, przy braku nagłej eskalacji napięć wokół Iranu, mogą pojawić się dopiero w przyszłym tygodniu, w związku z decyzją RPP i publikacją lutowego raportu z rynku pracy USA. Stąd w perspektywie końca tygodnia oczekujemy dalszej stabilizacji kursu EURPLN w przedziale 4,21-4,2250 oraz utrzymania się kursu USDPLN powyżej lokalnego wsparcia na 3,5650.
- Na rynku stopy procentowej śródowa sesja przebiegła spokojnie i nie przyniosła istotniejszych zmian notowań. Rentowności polskich obligacji 2-letnich utrzymywały się powyżej 3,40%, a 10-letnich poniżej 5%.
- W centrum uwagi znalazła się aukcja regularna, na której Ministerstwo Finansów sprzedało papiery za 11,9 mld PLN. Mimo dobrego wyniku warto odnotować, że popyt na poziomie 15,6 mld PLN był najniższy od początku 2026, co może sygnalizować stopniowe wyczerpywanie się zainteresowania nowymi emisjami. Łącznie w tym roku MF uplasowało w formule aukcji regularnych obligacje o wartości aż 82 mld PLN. Warto dodać, że luty był ostatnim miesiącem, w którym resort oferował obligacje oparte o WIBOR 6M. Od marca w ofercie znajdą się wyłącznie instrumenty powiązane z nowym benchmarkiem POLSTR. Zamiana serii WZ na NZ przebiega jak dotąd bez zakłóceń. Dotychczas wyemitowano NZ0928 i NZ0331 za 20 mld PLN.
- W czwartek oczekujemy stabilizacji rentowności polskich 2-letnich obligacji w przedziale 3,40%-3,45% a 10-letnich poniżej 5,00%. Taki scenariusz wspierają: negatywny wpływ podwyższonej podaży na krajowym rynku pierwotnym, wysokie wyceny przyszłych obniżek stóp procentowych NBP oraz wyhamowanie spadków rentowności na rynkach bazowych. Jednocześnie, przy pustym kalendarzu publikacji makroekonomicznych, nie można wykluczyć ponownego krótkoterminowego wzrostu popytu na aktywa bezpieczne, jeśli globalna niepewność wzrośnie (m.in. za sprawą eskalacji konfliktu wokół Iranu), nasilą się obawy o rynek kredytów prywatnych lub wzrośnie niepewność wokół polityki handlowej USA. W takim wariancie krzywa dochodowości w Polsce mogłaby krótkoterminowo obniżyć się jeszcze o 5-10 pb.

Waluty



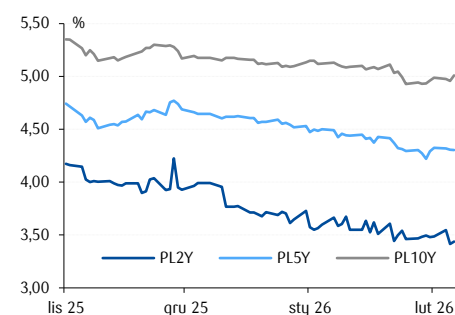
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



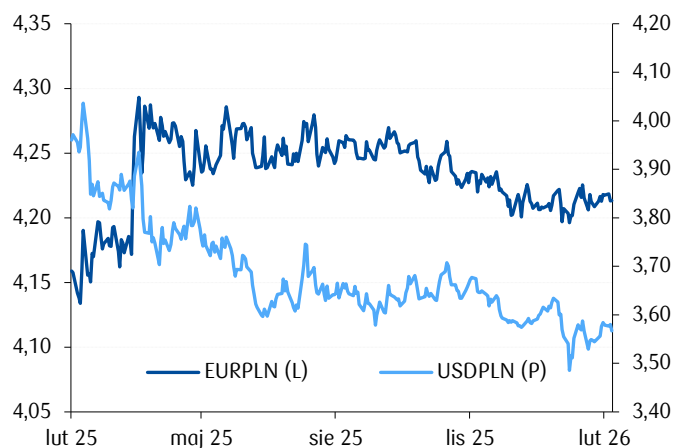
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

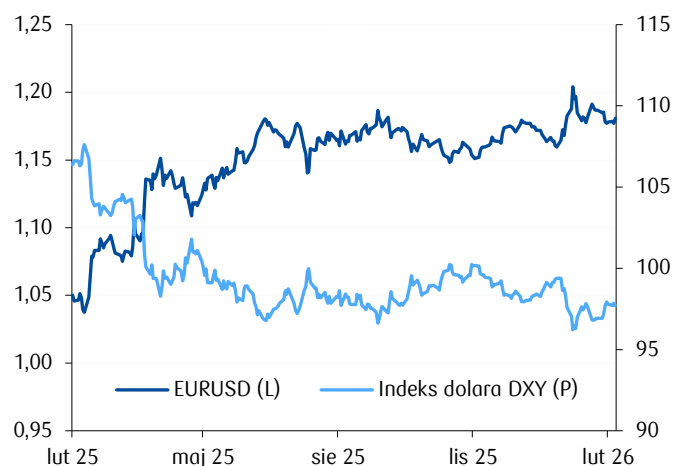
Tenor	1q26	2q26
PL1Y	3,20	3,20
PL2Y	3,75	3,70
PL5Y	4,50	4,40
PL10Y	5,10	4,90

Źródło: PKO Bank Polski.

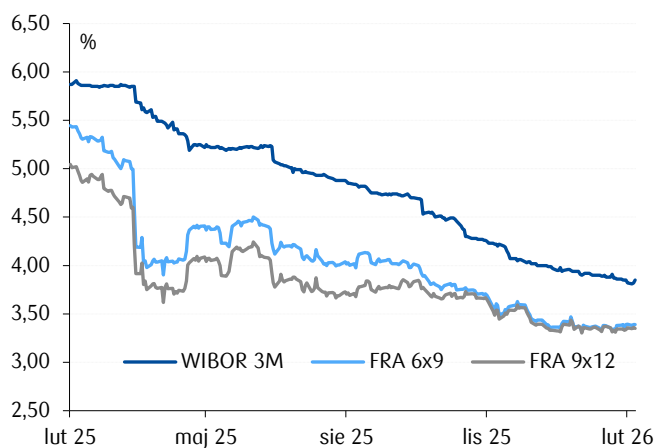
PLN vs główne waluty



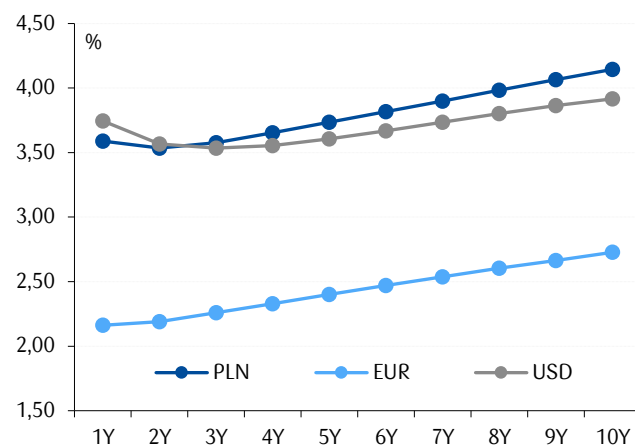
Notowania USD



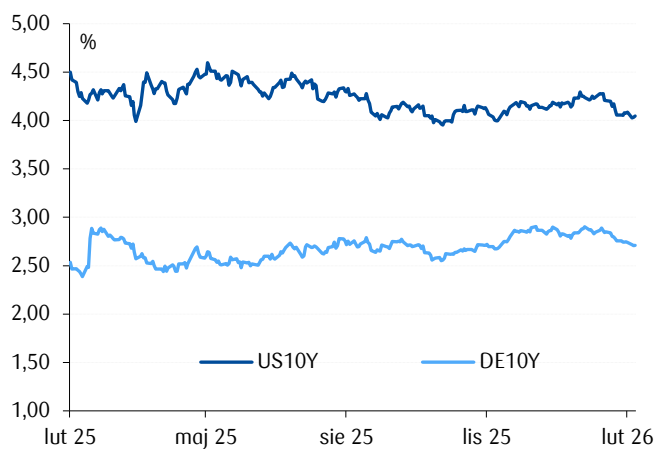
Krótkoterminowe stopy procentowe



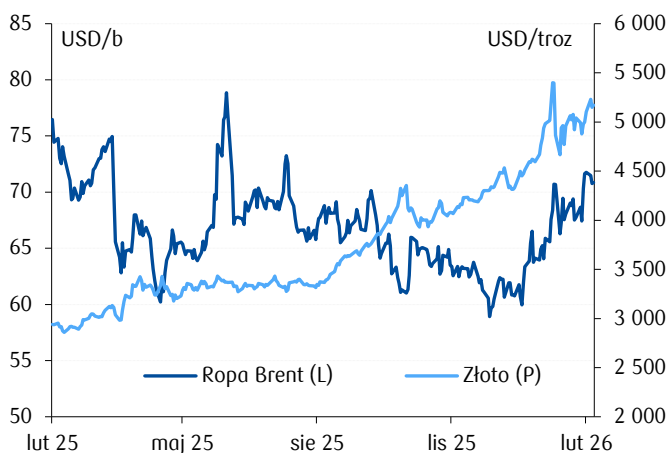
Krzywe IRS



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	0,3	0,4	--	0,4
EUR: Inflacja HICP (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,0	1,7	--	1,7
EUR: Inflacja bazowa (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	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:



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.