

KOMENTARZ TYGODNIOWY

16 lutego 2026

Styczniowy CPI obniżył się mniej od oczekiwań, ale marcowa obniżka stóp NBP nadal aktualna.

- Ubiegły tydzień na rynkach minął pod znakiem wzrostu zmienności na rynkach akcji spowodowanych nawrotem obaw związanych z wpływem na wyniki spółek rewolucji sztucznej inteligencji (AI). Ze spadkiem notowań akcji, głównie w USA, korespondowało wyraźne obniżenie rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych dodatkowo wsparte niższym od oczekiwań wynikiem styczniowej inflacji w USA pod koniec tygodnia.
- Indeks MSCI w USA spadł w skali tygodnia o 1,4%, a w strefie euro o 0,2%. Odmienne zachowywał się indeks MSCI dla rynków wschodzących, który wzrósł o 2,8%, za sprawą wzrostu indeksu azjatyckiego. Wypadkową tych przeciwstawnych zmian było obniżenie globalnego indeksu akcji MSCI o 0,6%.
- Na rynkach bazowych obligacji miało miejsce wypłaszczenie krzywych dochodowości w wyniku silniejszego obniżenia rentowności obligacji długoterminowych. W USA rentowności obligacji 10-letnich obniżyły się o 15 pkt. baz. do 4,05%, a w Niemczech o blisko 10 pkt. baz. – do 2,75%. Ostatnio takie poziomy rentowności notowane były na przełomie listopada i grudnia 2025 r. W warunkach podwyższonej zmienności rynkowej ponownie na wartości zyskało złoto powracając powyżej poziomu 5 tys. dolarów za uncję.
- Wzrost zmienności rynkowej tradycyjnie już pozostało bez pozytywnego wpływu na dolara. W skali tygodnia dolar stracił na wartości w relacji do koszyka walut 0,6%, przy umocnieniu franka i jena. W relacji do euro dolar przez cały tydzień oscylował w okolicach 1,19 dolara za euro wobec 1,18 USD/EUR na koniec wcześniejszego tygodnia.
- Ubiegłotygodniowe oczekiwane publikacje istotnych danych makroekonomicznych przyniosły niespodzianki. Opublikowane z kilkudniowym opóźnieniem styczniowe dane z rynku pracy w USA okazały się mocniejsze od oczekiwań – zarówno zatrudnienie, jak i stopa bezrobocia. Styczniowe zatrudnienie wzrosło o 130 tys. etatów, powyżej wzrostu grudniowego o 48 tys. oraz oczekiwań rynkowych na poziomie 65 tys. Z kolei stopa bezrobocia obniżyła się do 4,3%, wobec oczekiwanej stabilizacji na poziomie 4,4%. Dynamika wynagrodzeń godzinowych lekko obniżyła się do 3,7% r/r. Z kolei opublikowana dzień wcześniej grudniowa sprzedaż detaliczna rozczarowała pozostając bez zmian wobec listopada. Pod koniec tygodnia publikacja styczniowej inflacji wskazała na obniżenie inflacji CPI do 2,4% (lekko poniżej oczekiwań) oraz inflacji bazowej do 2,5% r/r (zgodnie z oczekiwaniami).
- Publikacje danych z USA w trakcie tygodnia przyczyniły się do okresowych zmian na rynku stopy procentowej w USA, z okresowym wzrostem rentowności po mocnych danych z rynku pracy i wyraźnym wzmocnieniu trendu spadkowego rentowności po publikacji niższej od oczekiwań inflacji.
- Wypadkową reakcji rynkowej na publikacje danych z USA było lekkie osłabienie oczekiwań na obniżkę stóp Fed w czerwcu o 25 pkt. baz.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

(prawdopodobnie efekt mocniejszego rynku pracy) i wzrost oczekiwań co do skali obniżek stóp na przełomie 2026 i 2027 r. (obecnie dyskontowane 66 pkt. baz. łącznego obniżenia stóp do stycznia 2027 r.) – w warunkach ugruntowującego się obrazu niższej, także w dłuższym okresie – inflacji w USA.

- Notowania na krajowym rynku finansowym zmieniały się pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych, niemniej z wyjątkiem rodzimego rynku akcji (spadek WIG o 0,6%), krajowy rynek okazał się odporny wzrost globalnej zmienności rynkowej.
- Obligacje wzmocniły się (spadek rentowności) na całej krzywej dochodowości i podobnie jak to miało miejsce na rynkach bazowych krzywa dochodowości wypuściła się za sprawą silnego spadku rentowności obligacji na dłuższym końcu krzywej. Rentowności 10-letnich obligacji spadły o 15 pkt. baz. do 4,92%. Ostatnio poziom poniżej 5% notowany był prawie 4 lata temu – w marcu 2022 r. Spadek rentowności nastąpił w warunkach obniżenia notowań kontraktów IRS, co wskazuje na wzrost oczekiwań na niższe krajowe stopy w dłuższym terminie, niemniej obniżył się także spread pomiędzy rentownością SPW a oprocentowaniem IRS, co wskazywałoby na spadek oceny ryzyka inwestycji w złotowe obligacje.
- Z odpornością krajowego rynku stopy procentowej na wyższą zmienność na globalnym rynku korespondowała ubiegłotygodniowa stabilność kursu złotego, który w skali tygodnia nawet lekko zyskał na wartości w relacji o koszyka walut (0,1%), przy stabilnej relacji do euro w okolicach nieco powyżej 4,21 i lekkim umocnieniu wobec dolara do 3,55.
- Opublikowany w minionym tygodniu [wstępny szacunek krajowej styczniowej inflacji CPI](#) mógł lekko wesprzeć niższe rentowności papierów na krajowym rynku, gdyż wskazał na kontynuację spadku inflacji z początkiem roku do 2,2% r/r. Niemniej ten wpływ był raczej ograniczony, gdyż styczniowy CPI okazał się wyższy od mediany oczekiwań rynkowych (1,9% r/r).
- Do wyższej od oczekiwań styczniowej inflacji przyczynił się nieco wyższy wzrost cen żywności oraz zmiana klasyfikacji wydatków gospodarstw domowych na COICOP 2018. Według naszych szacunków zmiana metodyki mogła podwyższyć roczny wskaźnik inflacji CPI o ok. 0,2 pkt. proc. Styczniowy szacunek inflacji ma charakter wstępny, gdyż został sporządzony w oparciu o system wag w koszyku inflacyjnym, który obowiązywał w 2025 r. Ostateczny wynik styczniowej inflacji, w oparciu o nowy koszyk zostanie opublikowany przy okazji publikacji lutowej inflacji w połowie marca. Dopiero te dane dadzą pełny obraz punktu startowego inflacji w 2026 r.
- Natomiast fakt generalnego pogłębienia spadku inflacji poniżej 2,5% jest naszym zdaniem spójny z oczekiwanym poluzowaniem polityki monetarnej NBP w marcu o 25 pkt. baz. i w II kw. o kolejne 25 pkt. baz. do poziomu 3,5% dla stopy referencyjnej NBP w połowie roku. Taki poziom stóp pojawił się też w kilku ostatnich wypowiedziach członków RPP.
- Z pozostałych publikacji krajowy wzrost PKB za IV kw. na poziomie 4% r/r był spójny z wcześniejszą publikacją PKB za cały 2025 r.
- W bieżącym tygodniu kontynuowana będzie seria istotnych publikacji danych z USA z ich kumulacją pod koniec tygodnia: PKB za IV kw. oraz

listopadowymi danymi nt. dochodów, wydatków konsumentów i indeksami cen PCE (publikacja opóźniona przez ubiegłoroczny shutdown).

- Planowana jest ponadto publikacja wstępnych szacunków lutowych indeksów koniunktury PMI w lutym – tradycyjnie z uwagą śledzona w kontekście kierunku zmian gospodarek strefy euro.
- W Polsce rozpocznie się comiesięczna seria publikacji nt. sfery realnej gospodarki polskiej – w czwartek poznamy pierwsze w tym roku dane nt. rynku pracy oraz produkcji przemysłowej i budowlanej.

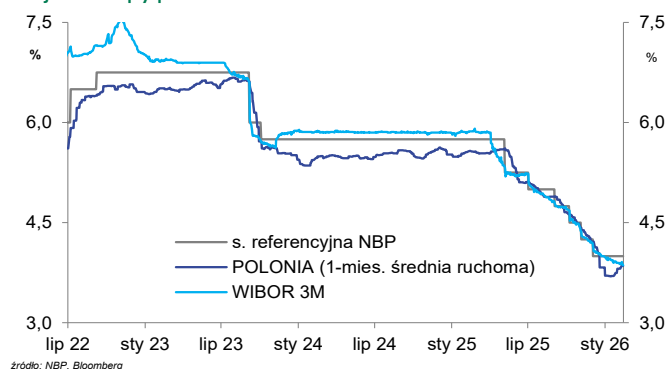
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 18 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
15:15	US	Produkcja przemysłowa	sty	0,4% m/m	0,1% m/m	-
20:00	US	Publikacja <i>minutes</i> ze styczniowego posiedzenia FOMC	sty	-	-	-
czwartek 19 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	sty	-0,7% r/r	-0,7% r/r	-0,3% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	sty	8,6% r/r	7,2% r/r	7,0% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	sty	4,7% r/r	2,7% r/r	0,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	sty	-2,5% r/r	-2,3% r/r	-2,3% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	sty	4,5% r/r	-3,5% r/r	-4,0% r/r
piątek 20 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	49,1 pkt.	48,7 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	52,4 pkt.	53,3 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	49,5 pkt.	49,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	51,6 pkt.	51,9 pkt.	-
14:30	US	Dynamika PKB (wst.)	IV kw.	4,4%kw/kw	2,9% kw/kw	-
14:30	US	Wydatki amerykańców	lis	0,5% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Dochody amerykańców	lis	0,3% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	lis	2,8% r/r	2,9% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	lis	2,8% r/r	3,0% r/r	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lut	52,4 pkt.	51,9 pkt.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lut	52,7 pkt.	52,5 pkt.	-
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan	lut	56,5 pkt.	57,3 pkt.	-
poniedziałek 23 lutego			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	sty	5,3% r/r	3,3% r/r	3,0% r/r
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	lut	87,6 pkt.	88,3 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	sty	10,4% r/r	10,4% r/r	10,4% r/r

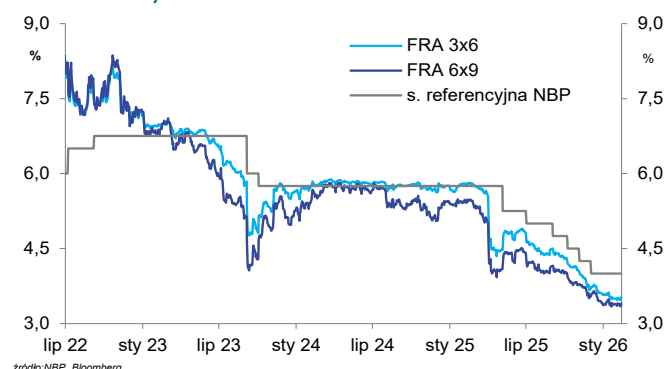
w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu.

Rynki finansowe

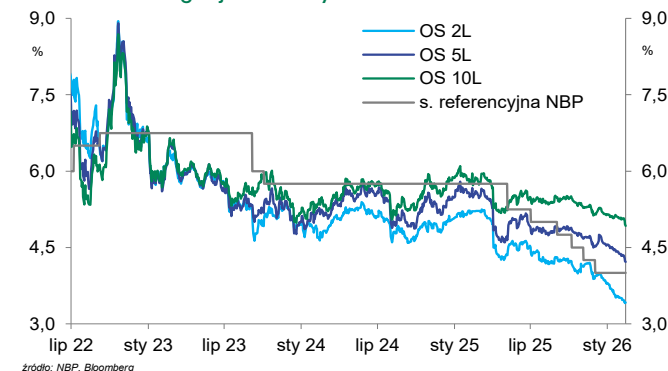
Krajowe stopy procentowe



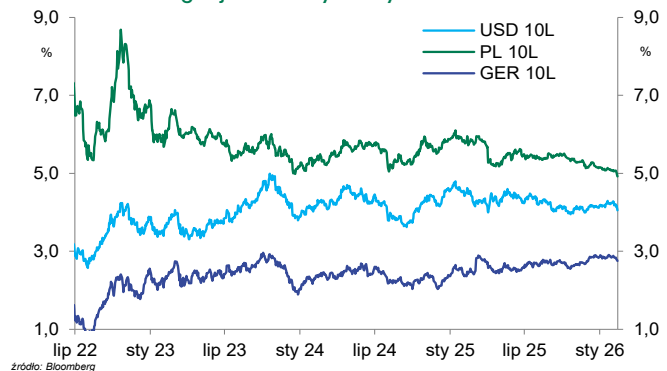
Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



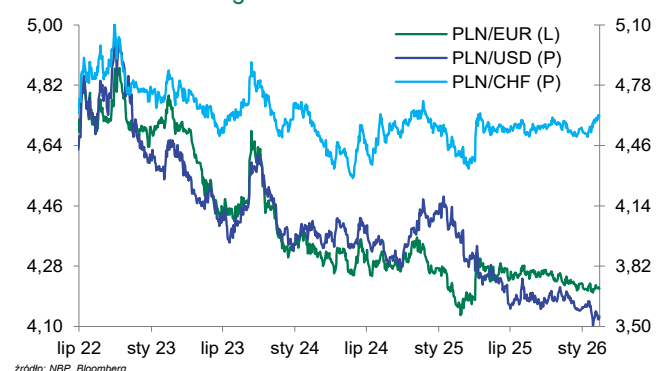
Rentowności obligacji skarbowych – Polska



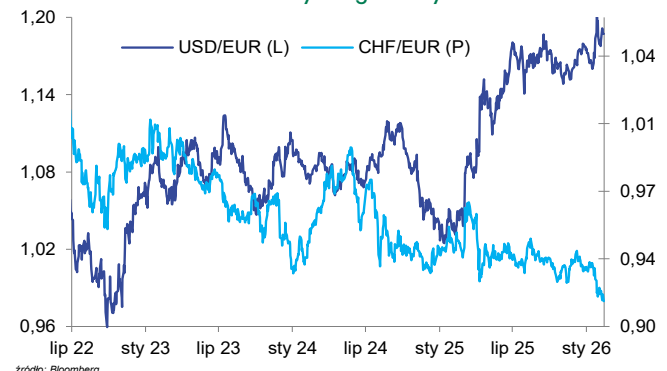
Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



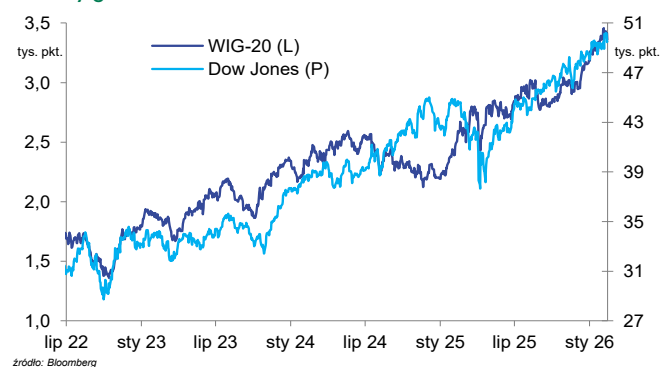
Notowania kursu złotego



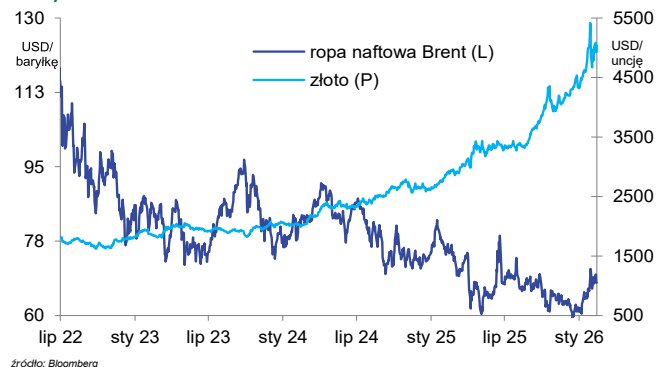
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

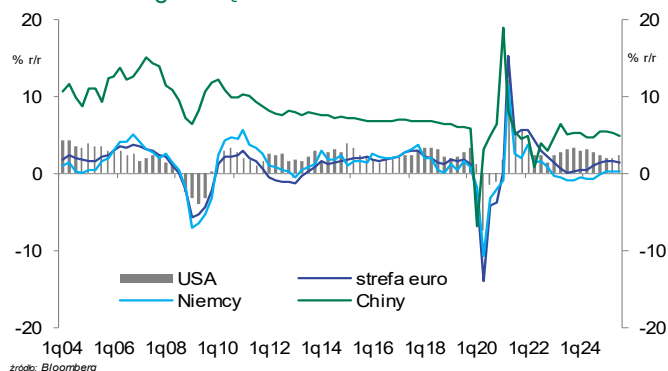


Ceny surowców

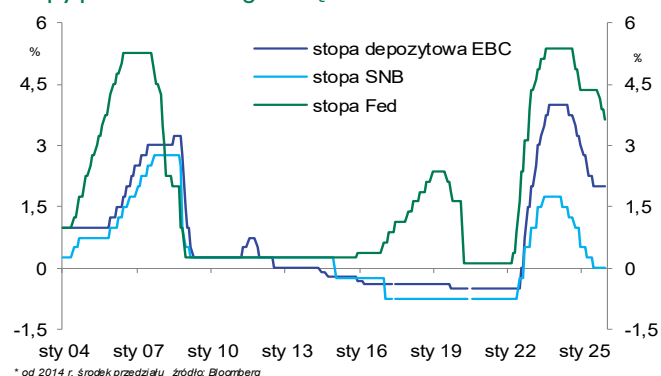


Sfera realna

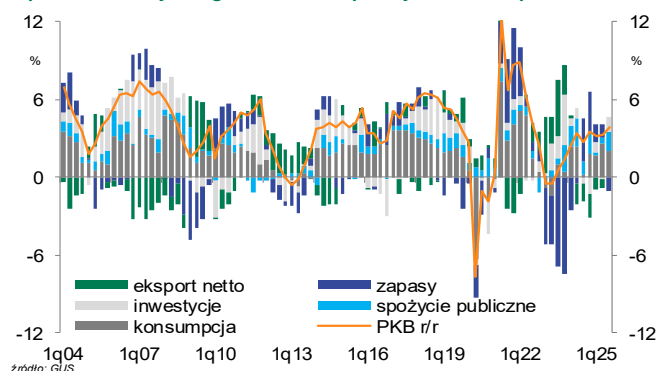
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



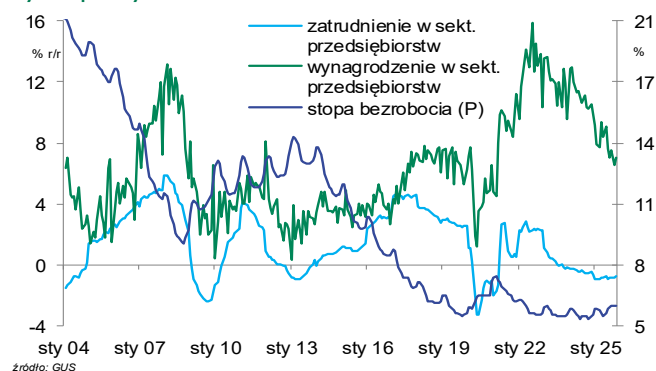
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



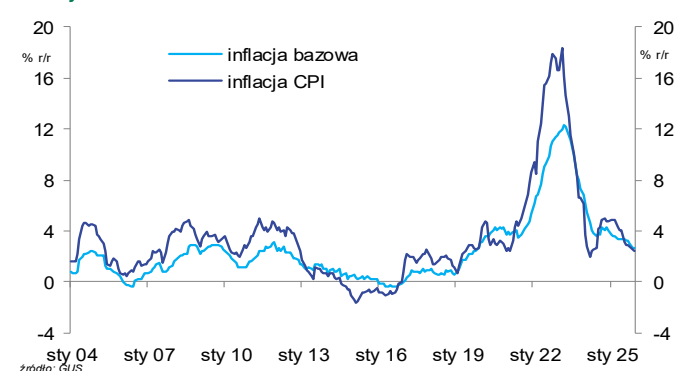
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



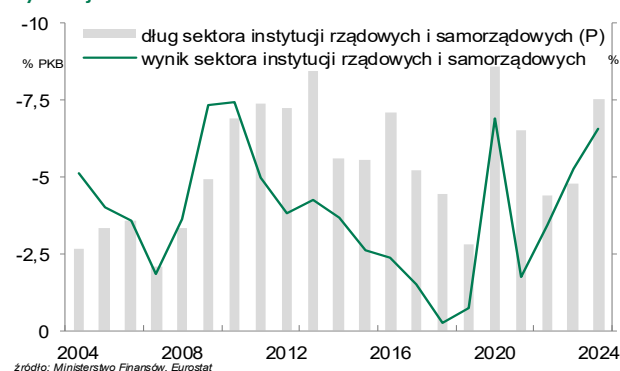
Rynek pracy



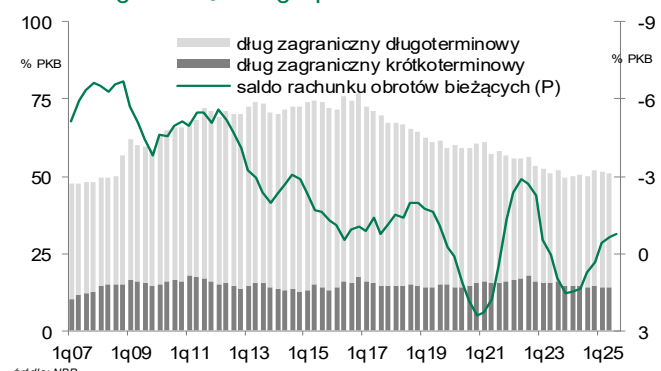
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzną gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.01.2026	30.01.2026	06.02.2026	28.02.2026	31.03.2026	30.06.2026
Stopa lombardowa NBP	%	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
Stopa referencyjna NBP	%	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa NBP	%	3,50	3,50	3,50	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	%	3,90	3,90	3,88	3,75	3,70	3,55
FRA 3x6	%	3,50	3,50	3,51	-	-	-
FRA 6x9	%	3,39	3,39	3,40	-	-	-
FRA 9x12	%	3,38	3,38	3,39	-	-	-
IRS 2L	%	3,61	3,61	3,61	-	-	-
IRS 5L	%	3,84	3,84	3,83	-	-	-
IRS 10L	%	4,29	4,29	4,26	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	3,51	3,51	3,47	3,60	3,60	3,55
Obligacje skarbowe 5L	%	4,37	4,37	4,36	4,50	4,45	4,35
Obligacje skarbowe 10L	%	5,07	5,07	5,07	5,15	5,10	5,05
PLN/EUR	PLN	4,21	4,21	4,22	4,22	4,22	4,24
PLN/USD	PLN	3,54	3,54	3,57	3,58	3,59	3,64
PLN/CHF	PLN	4,60	4,60	4,59	4,53	4,53	4,53
USD/EUR	USD	1,19	1,19	1,18	1,18	1,18	1,17
Stopa Fed	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,24	4,24	4,21	4,20	4,20	4,10
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,84	2,84	2,84	2,85	2,85	2,80

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.