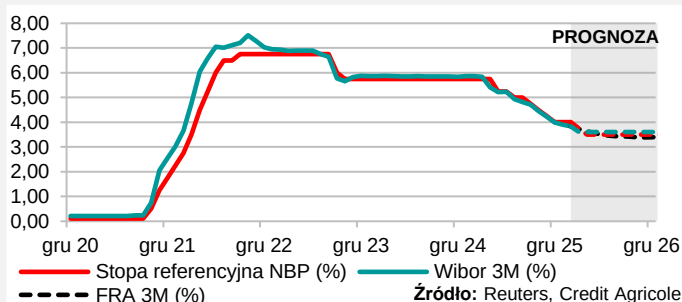


W tym tygodniu

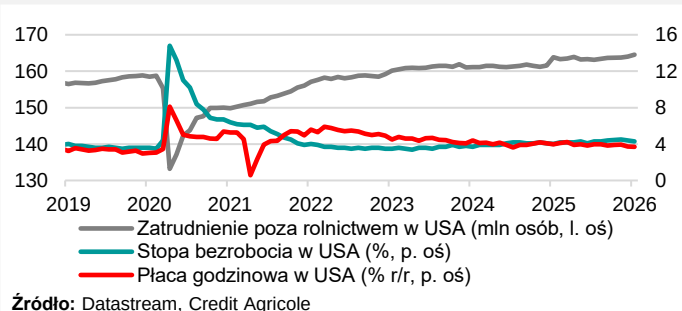
W weekend USA oraz Izrael rozpoczęły szeroko zakrojoną, skoordynowaną ofensywę militarną przeciwko celom w Iranie, co przyczyniło się do destabilizacji sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie. Choć eskalacja działań zbrojnych w regionie generuje uzasadnione obawy o silny wzrost cen ropy naftowej – co w konsekwencji rodziłoby zwiększoną presję inflacyjną i negatywnie wpłynęło na dynamikę konsumpcji – obecne uwarunkowania wskazują raczej na przejściowy szok rynkowy niż długotrwały kryzys w regionie. Oficjalne komunikaty amerykańskiej administracji, zakładające relatywnie krótki, około czterotygodniowy horyzont trwania operacji wojskowych, wyraźnie sygnalizują, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje krótkotrwały konflikt, co powinno istotnie ograniczyć długofalowe negatywne skutki dla światowej gospodarki. W tym tygodniu możemy mieć jednak do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Wypowiedzi członków RPP w ostatnich tygodniach wskazywały na gotowość do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w marcu. Uważamy, że RPP wznowi cykl obniżek stóp procentowych w tym tygodniu, obniżając stopę referencyjną NBP o 25 pb do 3,75%. Taka decyzja byłaby spójna z wypowiedziami prezesa NBP na konferencji po lutowym posiedzeniu RPP (por. MAKROmapa z 9.02.2026) oraz konsensusem rynkowym. W tym tygodniu zostaną zaprezentowane również wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP. Naszym zdaniem, z uwagi na niższy punkt startowy, ścieżka inflacji zostanie zrewidowana w dół w br. Z kolei prognoza tempa wzrostu PKB najprawdopodobniej nie ulegnie istotnym zmianom. W czwartek odbędzie się również konferencja prasowa prezesa NBP, która może dostarczyć dodatkowych informacji na temat perspektyw krajowej polityki pieniężnej oraz skutkować podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Dzisiaj poznamy pełne dane o PKB w Polsce w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że dynamika PKB okaże się zgodna ze wstępnym szacunkiem i wyniesie 4,0 % r/r w IV kw. wobec 3,8% w III kw. Na podstawie danych za cały 2025 r. szacujemy, że do przyspieszenia wzrostu gospodarczego przyczyniły się wyższe wkłady konsumpcji i przyrostu zapasów, podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało spowolnienie inwestycji (por. MAKROpuls z 30.01.2026).

W tym tygodniu uwaga rynku w USA skoncentruje się przede wszystkim na danych z rynku pracy. Po bardzo mocnym styczniowym raporcie (wzrost zatrudnienia o 130 tys.) oczekujemy wyraźnego spowolnienia w lutym – prognozujemy wzrost liczby etatów o ok. 70 tys., co oznaczałoby niższy przyrost w ujęciu m/m, ale wciąż powyżej poziomu stabilizującego stopę bezrobocia. Zakładamy, że stopa bezrobocia utrzyma się w lutym na poziomie 4,3%, pozostając poniżej lokalnego maksimum równego 4,5% odnotowanego w listopadzie. Oczekujemy jednocześnie stabilizacji dynamiki przeciętnej stawki godzinowej na poziomie 3,7% r/r. Taki zestaw danych potwierdzałby scenariusz stabilizacji rynku pracy i wspierałby naszą prognozę zakładającą



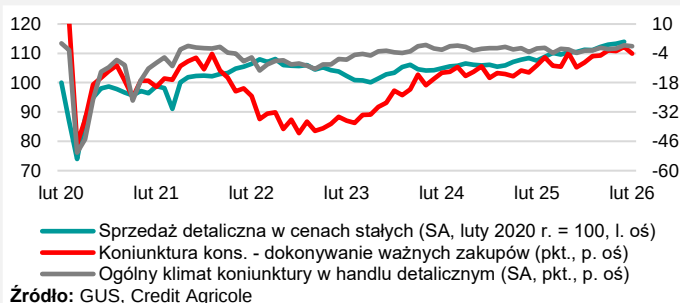
utrzymywanie przez Fed niezmiennego poziomu stóp procentowych w br. Wśród pozostałych publikacji oczekujemy spadku sprzedaży detalicznej w styczniu o -0,3% m/m, głównie za sprawą niższej sprzedaży samochodów, przy jednoczesnym wzroście sprzedaży z wyłączeniem aut i paliw o 0,4% m/m. W grudniu sprzedaż w obu ujęciach nie zmieniła się. Indeksy ISM najprawdopodobniej lekko obniżą się w lutym (ISM dla przetwórstwa do 51,6 pkt. z 52,6 pkt. w styczniu, a ISM dla usług do 53,0 pkt. z 53,8 pkt.), pozostając jednak powyżej granicy 50 pkt., co nadal będzie sygnalizować umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w USA na początku I kw. 2026 r.

✓ **Oczekujemy, że inflacja HICP w strefie euro w lutym wzrośnie do 1,8% r/r z 1,7% r/r w styczniu, głównie za sprawą wyższych cen energii, a także efektu niskiej bazy.** Inflacja bazowa powinna utrzymać się na poziomie 2,2% r/r, co oznacza, że ceny towarów i usług nadal rosną w tempie przekraczającym cel inflacyjny EBC. Należy jednak zaznaczyć, że po ubiegłotygodniowej publikacji danych z Niemiec widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy dla całej strefy euro. Inflacja HICP w Niemczech spadła bowiem w lutym do 1,9% r/r z 2,1% r/r i ukształtowała się wyraźnie poniżej naszej prognozy na poziomie 2,2% r/r.

✓ **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 47,1 pkt. wobec 48,8 pkt. w styczniu, a tym samym ukształtował się on wyraźnie poniżej naszej prognozy (49,4 pkt.) i oczekiwań rynku (49,3 pkt.).** W konsekwencji, indeks PMI ukształtował się na poziomie najniższym od sierpnia 2025 r. Zarówno poziom lutowego indeksu PMI, jak i jego struktura, sygnalizują, że odbicie produkcji przemysłowej w lutym po jej zaskakującym spadku w styczniu (por. MAKROpuls z 19.02.2026) może być mniejsze niż dotychczas oczekiwaliśmy (patrz niżej).

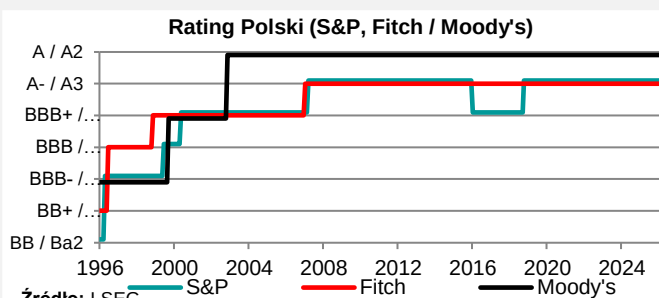
W zeszłym tygodniu

✓ **Pomimo lekkiego obniżenia realnego tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w Polsce (4,4% r/r w styczniu wobec 5,3% w grudniu), jej dynamika ukształtowała się wyraźnie powyżej oczekiwań (por. MAKROpuls z 23.02.2026).** Spowolnienie wynikało głównie z niekorzystnych efektów



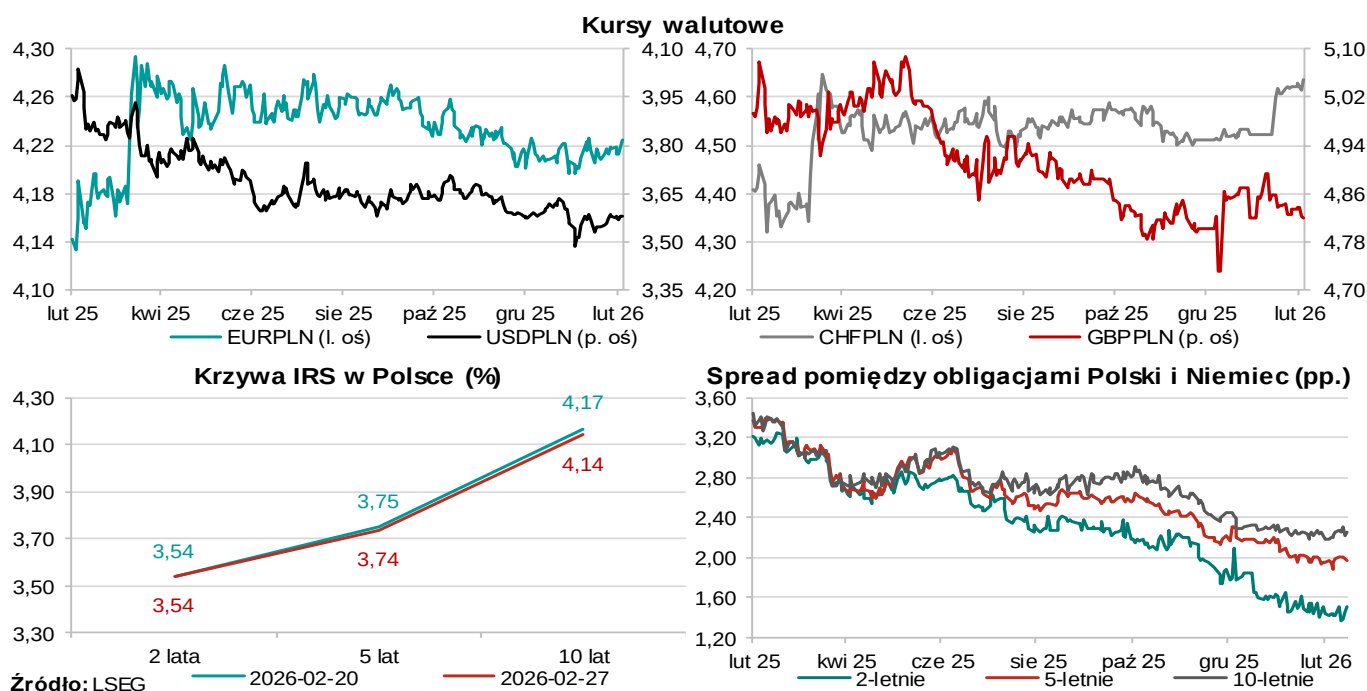
kalendarzowych oraz mroźnej zimy, która ograniczyła mobilność konsumentów i przełożyła się na słabszą sprzedaż m.in. samochodów, sprzętu RTV, AGD, mebli i paliw. Jednocześnie silnie wzrosła sprzedaż odzieży i obuwi, a istotnym czynnikiem stabilizującym obroty w handlu był dynamiczny wzrost sprzedaży internetowej (10,9% r/r – najwyżej od marca 2025 r.). Co więcej, po wyeliminowaniu czynników sezonowych sprzedaż wzrosła w styczniu o 0,5% m/m, osiągając historyczne maksimum. W efekcie dane te wskazują na dobry start konsumpcji na początku 2026 r. i sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki spożycia prywatnego w I kw. (3,2% r/r wobec 4,2% w IV kw.).

✓ **Agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą negatywną.** W ocenie agencji, obecny rating z jednej strony odzwierciedla dużą, zdywersyfikowaną i odporną gospodarkę, korzyści płynące z członkostwa w UE, a także



wiarygodną politykę pieniężną i walutową oraz solidną sytuację w zakresie zadłużenia zagranicznego. Z drugiej strony, na ocenę negatywnie wpływają wysokie deficyty budżetowe, wyraźnie rosnący dług publiczny oraz niższe wskaźniki dotyczące poziomu dochodów per capita i standardów rządzenia. Utrzymanie negatywnej perspektywy wynika z ryzyka kontynuacji wysokich deficytów, co – w połączeniu z brakiem wiarygodnego planu konsolidacji fiskalnej i krajowymi wyzwaniami politycznymi – obniża zaufanie do zdolności rządu do zahamowania wzrostu zadłużenia. Zdaniem Fitch, poprawa perspektywy na stabilną mogłaby nastąpić w przypadku wzrostu prawdopodobieństwa wdrożenia przez rząd środków konsolidacji fiskalnej, wystarczających do ustabilizowania relacji długu publicznego do PKB w średnim terminie. Negatywne dla oceny wiarygodności kredytowej Polski – i mogące prowadzić do obniżki ratingu – byłoby natomiast osłabienie zaufania inwestorów w zakresie stabilizacji długu publicznego (m.in. przez brak konsolidacji, niższy wzrost gospodarczy lub wyższe koszty finansowania) oraz istotne pogorszenie średnioterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego na skutek spadku konkurencyjności lub popytu zewnętrznego. Naszym zdaniem utrzymanie ratingu na dotychczasowym poziomie, mimo negatywnej perspektywy podkreślającej ryzyka fiskalne, powinno być w dużej mierze neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

RPP wznowi cykl obniżek stóp procentowych



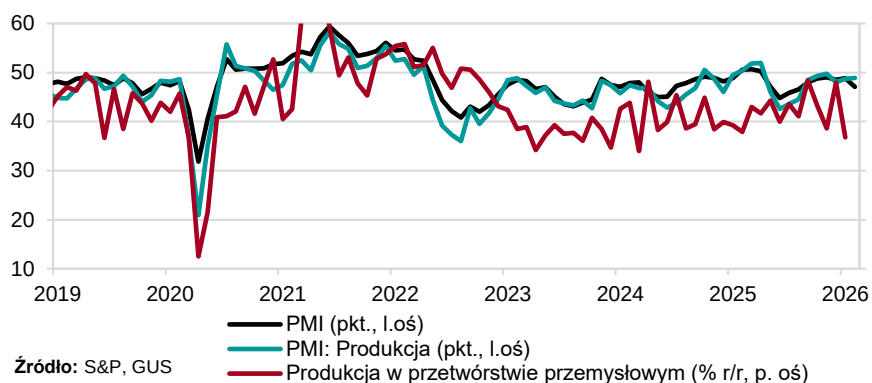
Na początku ubiegłego tygodnia mieliśmy do czynienia z podwyższoną awersją do ryzyka w związku z napięciami wokół Iranu i niepewnością wokół ceł. Sprzyjało to spadkowi rentowności na rynkach bazowych (napływ kapitału w stronę bezpiecznych aktywów), co przełożyło się również na wzrost cen polskich obligacji oraz spadek stawek IRS. Warto zwrócić uwagę, że rentowność dwuletnich obligacji obniżyła się wówczas do czteroletnich minimów rzędu 3,40%, a dziesięcioletnich zeszła poniżej 5%. Kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny wobec euro, wspierany solidnymi danymi o krajowej sprzedaży detalicznej. Po przejściowej stabilizacji wycen w połowie tygodnia, uwarunkowanej krótkotrwałą poprawą globalnych nastrojów w następstwie korzystnych wyników finansowych spółki Nvidia, w czwartek i piątek doszło do korekty. Impas w negocjacjach dyplomatycznych między USA a Iranem oraz rosnące

prawdopodobieństwo interwencji militarnej na Bliskim Wschodzie zainicjowały wzrost awersji do ryzyka, który przyczynił się do osłabienia kursu złotego, spadku cen polskich obligacji i spadku stawek IRS.

W tym tygodniu istotne dla rynku będą posiedzenie RPP oraz konferencja prasowa prezesa NBP. Uważamy, że będzie ona oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach. Na plan pierwszy wysuwa się jednak szeroko zakrojona ofensywa militarna na Bliskim Wschodzie (patrz wyżej) i ryzyko zwiększonego zaangażowania w konflikt innych państw Zatoki Perskiej. Przebieg tego konfliktu może mieć skokowy wpływ na globalną awersję do ryzyka i ceny aktywów, w tym przede wszystkim kurs PLN i ceny obligacji.

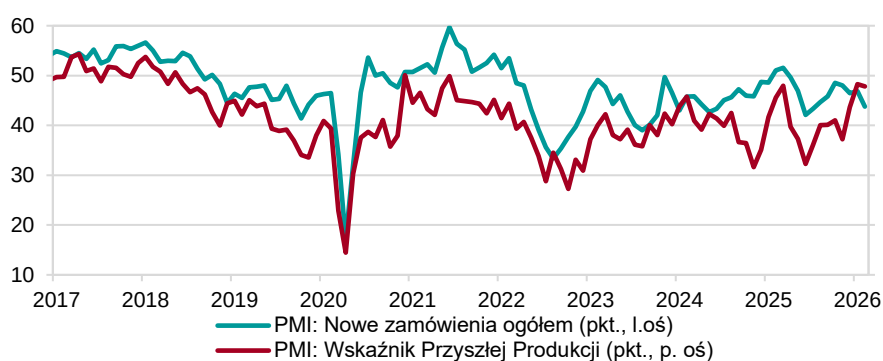


Zaskakujące pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie



Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w lutym do 47,1 pkt. wobec 48,8 pkt. w styczniu, a tym samym ukształtował się on wyraźnie poniżej naszej prognozy (49,4 pkt.) i oczekiwań rynku (49,3 pkt.). W konsekwencji, indeks PMI ukształtował się na poziomie najniższym od sierpnia 2025 r. Spadek indeksu w lutym wynikał ze

zmniejszenia wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, czasu dostaw i zapasów materiałów), podczas gdy wpływ składowej dla bieżącej produkcji nieznacznie wzrósł. Tym samym indeks PMI od 10 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności.



W danych na szczególną uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień, która ukształtowała się znacząco poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jej poziom w lutym był najniższy od lipca 2025 r. Głębszemu spadkowi nowych zamówień ogółem towarzyszyło relatywnie niewielkie pogłębienie spadku nowych zamówień

eksportowych. Sugeruje to, że główną przyczyną szybszego spadku zamówień ogółem było silne obniżenie zamówień krajowych. Szybki spadek nowych zamówień ogółem jest niepokojący zważywszy na fakt, iż w lutym nastąpiła znacząca poprawa warunków meteorologicznych, które w styczniu znacząco ograniczyły aktywność w polskim przemyśle (por. MAKROpuls z 19.02.2026). Przyspieszenie spadku nowych zamówień przyczyniło się do szybszego zmniejszenia zatrudnienia, które w lutym obniżało się w tempie najszybszym od maja 2024 r. Odnotowane w lutym tempo spadku bieżącej produkcji było jednak mniejsze niż w styczniu, do czego przyczynił się znaczący spadek zaległości produkcyjnych.

W strukturze lutowego indeksu PMI na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost wskaźnika kosztów produkcji, która wzrosła do poziomu najwyższego od stycznia 2023 r. Ankietowane firmy sygnalizowały wzrost cen surowców i innych towarów, szczególnie metali i drewna, który oddziaływał w kierunku zmniejszenia marż w przetwórstwie. Silny wzrost cen dóbr pośrednich wskazywany w badaniu PMI sugeruje, że oczekiwanemu przez nas ożywieniu eksportu i inwestycji w 2026 r. może towarzyszyć silniejszy niż oczekiwaliśmy wzrost presji na wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu i związany z tym szybszy wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Zarówno poziom lutowego indeksu PMI, jak i jego struktura wskazują, że odbicie produkcji przemysłowej w lutym po jej zaskakującym spadku w styczniu (por. MAKROpuls z 19.02.2026) może być mniejsze niż oczekiwaliśmy. Mimo tego lutowe dane PMI nie sygnalizują istotnego pogorszenia perspektyw aktywności w polskim przetwórstwie przemysłowym. Wskaźnik PMI obrazujący oczekiwania dotyczące produkcji w horyzoncie 12 miesięcy ukształtował się w lutym na wysokim na tle historycznym poziomie, który był nieznacznie niższy niż w styczniu. Wskazuje to na optymizm firm dotyczący poziomu produkcji w horyzoncie rocznym.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75
Kurs EURPLN*	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,21
Kurs USDPLN*	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,58	3,63
Kurs CHFPLN*	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,43
Inflacja CPI (r/r, %)	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	2,5	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-5,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,9	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	7,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,5	5,4	5,2	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	
Saldo ROB (mln EUR)	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-499	-1698	-330		
Eksport (r/r, %, EUR)	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,5	2,7	9,7	-4,3		
Import (r/r, %, EUR)	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,9	3,1	10,1	-3,0		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2025				2026				2025	2026	2027	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	4,0	3,9	3,7	3,5	3,3	3,6	3,6	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	3,5	4,2	3,2	3,1	3,0	2,9	3,7	3,1	3,0	
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	4,3	8,4	10,9	7,9	7,7	4,2	8,5	6,6	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	1,9	6,1	6,5	5,2	5,8	5,8	5,3	4,2	5,5	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	4,3	3,4	5,9	5,5	5,2	6,1	6,5	6,1	4,8	6,0	5,5	
Wkłady do wzrostu PKB												
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,0	2,1	2,0	1,8	1,7	1,4	2,1	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	1,1	1,0	1,1	1,7	1,3	1,8	0,7	1,5	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,7	-0,9	-1,0	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,7	0,7	0,2	0,0	-0,5	-0,5	0,4	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,8	7,5	8,5	7,5	6,5	6,1	6,0	8,7	6,5	6,0	
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,6	1,8	2,2	2,2	2,7	3,6	2,2	3,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	3,99	3,60	3,60	3,61	3,61	3,99	3,61	3,61	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	4,00	3,50	3,50	
EURPLN**	4,19	4,24	4,26	4,21	4,21	4,20	4,19	4,18	4,21	4,18	4,15	
USDPLN**	3,87	3,60	3,63	3,58	3,63	3,68	3,74	3,80	3,58	3,80	3,55	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*		
				CA	RYNEK**	
Poniedziałek 02.03.2026 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	48,8	49,4	49,3
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	50,7	50,7	50,7
10:00	Polska	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	3,8	4,0	4,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	50,8	50,8	50,8
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	51,2		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	52,6	51,6	51,8
Wtorek 03.03.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,7	1,8	1,7
Środa 04.03.2026 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Marzec	4,00	3,75	3,75
2:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	49,3		49,1
2:45	Chiny	Indeks RatingDog PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	50,3		50,2
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Luty	51,8	51,8	51,8
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Luty	51,9	51,9	51,9
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	6,2		6,2
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-2,1		-2,7
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Luty	22		50
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Luty	53,8	53,0	53,5
Czwartek 05.03.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	-0,5		0,2
Piątek 06.03.2026 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Styczeń	7,8		-4,1
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	0,6		
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,3	0,3	0,3
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	IV kw.	1,3	1,3	1,3
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	0,0	-0,3	-0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Luty	4,3	4,3	4,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Luty	130	70	60
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	0,1		0,1

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet