



Miękkie lądowanie znowu w modzie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Opublikowane wczoraj dane z USA wzmocniły wiarę w „miękkie lądowanie” amerykańskiej gospodarki – PKB w 4q23 utrzymał solidne tempo wzrostu, a dynamika cen konsumpcji ustabilizowała się w okolicy celu Fed. W rezultacie, amerykańskie indeksy giełdowe rosną, a jednocześnie rentowności Treasuries spadają. Euro osłabiło się wobec dolara, po zawołanych sugestjach Ch.Lagarde zapowiadających obniżki stóp EBC w połowie roku. Zmienność na rynku złotego była niewielka – EURPLN oscylował w okolicy 4,375, a USDPLN wzrósł do 4,04. Rentowności krajowych obligacji lekko spadły.
- Dziś w centrum uwagi znajdują się dane z USA, w szczególności preferowana przez Fed miara inflacji, czyli bazowy deflator PCE. Konsensus zakłada jej spadek w grudniu do 3,0% r/r z 3,2% r/r w listopadzie, oraz stabilizację deflatora ogółem na poziomie 2,6% r/r. Taki wynik oznaczałby dalszą normalizację procesów inflacyjnych w USA. Dziś poznamy również grudniowe dochody i wydatki Amerykanów, gdzie oczekiwana jest kontynuacja wzrostu, przy czym nieco silniejszego w przypadku wydatków, niż dochodów.
- W strefie euro warto spojrzeć na dane o podaży pieniądza za grudzień. Oczekiwane jest niewielkie spowolnienie spadku w ujęciu rocznym (konsensus: -0,7% r/r vs -0,9% r/r w listopadzie), co może sygnalizować rozpoczęcie powrotu w stronę dodatnich dynamik. Dotychczas agregat M3 był dołowany przez najbardziej płynne aktywa (M1), które spadają w ujęciu rocznym od prawie roku, po wysokich wzrostach w okresie pandemii.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR:** Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych. W czasie konferencji prasowej Ch.Lagarde przyznała, że Rada Prezesów uznała, iż jest zbyt wcześnie na dyskusję dotyczącą obniżek stóp procentowych. Jednocześnie nie wycofała się ze stwierdzenia, którym posłużyła się w czasie Światowego Forum Ekonomicznego w Davos, kiedy zasugerowała, że do obniżek może dojść już latem. Więcej na ten temat w Makro Flash: [Dyskusja o obniżkach odroczone w czasie](#).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34



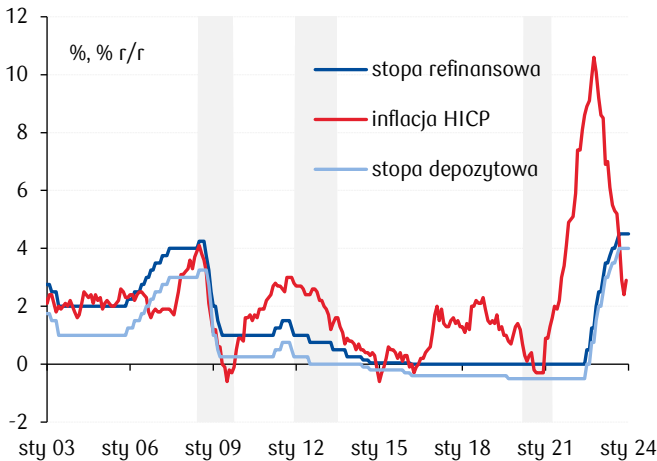
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-01-25	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3713	-0,2
USDPLN	4,0361	0,5
CHFPLN	4,6502	0,0
GBPPLN	5,1247	0,1
EURUSD	1,0831	-0,7
Obligacje:		
PL2Y	5,03	-2
PL5Y	5,18	-5
PL10Y	5,38	-7
DE10Y	2,28	-5
US10Y	4,13	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	75 219,7	-0,2
DAX	16 906,9	0,1
S&P500	4 894,2	0,5
Nikkei**	35 830,2	-1,1
Shanghai Comp.**	2 915,1	0,3
Surowce:		
Złoto	2019,80	0,3
Ropa Brent	82,43	3,0

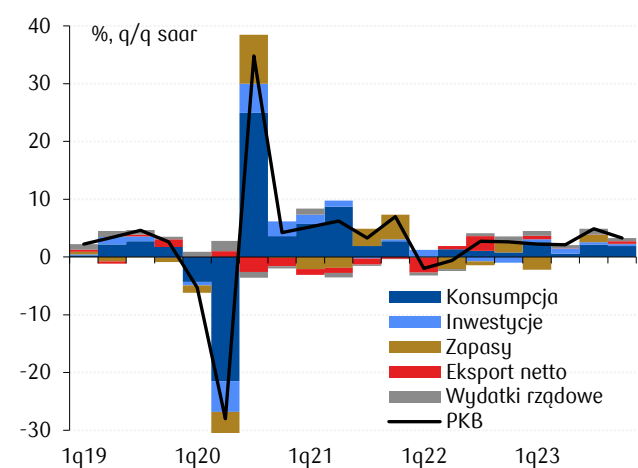
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stopy procentowe w strefie euro na tle inflacji HICP



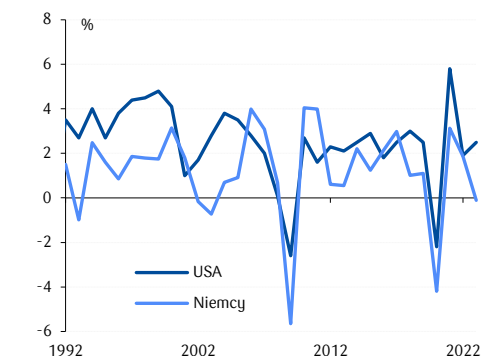
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Struktura wzrostu gospodarczego w USA



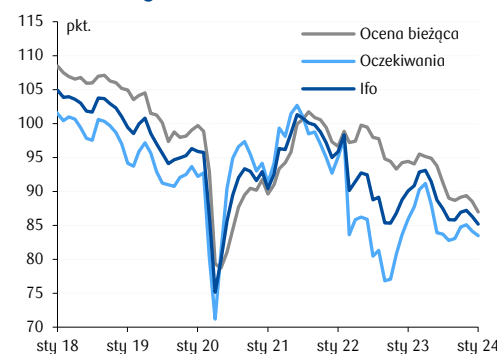
- **USA:** PKB w 4q23 wzrósł o 3,3% q/q saar wobec 4,9% q/q saar w 3q23, wyraźnie silniej od oczekiwań. Największy dodatni wkład do wzrostu miała konsumpcja indywidualna (1,9pp) oraz rządowa (0,6pp). Wydatki konsumentów w 4q23 rosły w tempie 2,8% q/q saar, tylko nieznacznie niższym niż 3,1% q/q saar odnotowane kwartał wcześniej. Kwartałny bazowy deflator wydatków konsumenckich (PCE) rósł, podobnie jak kwartał wcześniej, w zaanualizowanym tempie 2,0%, które jest spójne z celem Fed. Dane całoroczne pokazały, że w 2023 PKB wzrósł o 2,5% po wzroście o 1,9% w 2022 – ostatecznie okazało się, że w roku kiedy powszechnie oczekiwano w USA recesji, nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu. W minionym roku kondycja amerykańskiej gospodarki znacząco przewyższała stan gospodarki europejskiej, a w szczególności niemieckiej, gdzie PKB obniżył się o 0,1%. Tak duża różnica we wzroście tych dwóch gospodarek ostatnio była obserwowana na początku lat 2000 i wynika z poważnych różnic strukturalnych (słabość sektora eksportowego i energochłonnego w Niemczech, zaskakująca odporność sektora konsumenckiego w USA).
- **GER:** Indeks klimatu gospodarczego instytutu Ifo spadł w styczniu do 85,2 pkt. z 86,4 pkt. miesiąc wcześniej, co jest najgorszym wynikiem od maja 2020 i sygnalizuje kontynuację recesji w największej europejskiej gospodarce. Konsensus zakładał poprawę wskaźnika, wobec nadziei, że jego grudniowy spadek był przejściowy. W sektorze przemysłowym odnotowano wzrost ocen bieżących, a przewidywania przedsiębiorstw, choć nadal pesymistyczne, poprawiły się. W sektorze usług nastąpiło znaczące pogorszenie ocen aktualnej sytuacji, a w obszarze handlu indeks osiągnął najniższy poziom od października 2022. Coraz bardziej pesymistycznie sytuację bieżącą i przyszłą ocenia sektor budowlany. Publikowane ostatnio wskaźniki koniunktury w Niemczech spójnie wskazują na kontynuację recesji, a trudną sytuację gospodarczą potwierdzają też słabe twarde dane z sektora przemysłowego.
- **USA:** Zamówienia na dobra trwałe w grudniu 2023 pozostały na poziomie z listopada wobec oczekiwanego wzrostu o 1,5% m/m po wzroście o 5,5% m/m miesiąc wcześniej. Zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem zmiennej kategorii środków transportu wzrosły o 0,6% m/m po wzroście o 0,5% m/m, silniej od oczekiwań. Taki wynik jest spójny z obserwowanym w danych o PKB niewielkim wzrostem inwestycji.
- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wzrosła do 214 tys. z 189 tys. tydzień wcześniej i wobec oczekiwań na poziomie 200 tys. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku w tygodniu, który skończył się 13 stycznia, również wzrosła, do 1,833 mln ze 1,806 mln w poprzednim okresie. Pomimo lekkiego pogorszenia (szczególnie w zakresie liczby osób pobierających zasiłek), sytuacja na amerykańskim rynku pracy pozostaje dobra – nowe wnioski nie wskazują na masowe zwolnienia, nieco trudniej jest jednak znaleźć zatrudnienie.
- **USA:** Sprzedaż nowych domów w grudniu wzrosła do 664 tys. w ujęciu rocznym, wobec zrewidowanych w górę 615 tys. w listopadzie i oczekiwań na poziomie 649 tys. W ujęciu m/m sprzedaż wzrosła o 8% wobec spadku o 9% miesiąc wcześniej.
- **NOR:** Norges Bank, zgodnie z zapowiedziami, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Główna stopa wynosi nadal 4,50%. Bank Norwegii uważa, że aktualna stopa procentowa jest na wystarczająco wysokim poziomie, aby osiągnąć cel inflacyjny w realistycznym czasie. Inflacja bazowa wyniosła w grudniu 5,5% r/r i choć była najniższa od 15 miesięcy, to nadal przekracza cel banku centralnego wynoszący 2,0%. Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp spodziewane jest dopiero jesienią 2024.
- **TUR:** Bank centralny Turcji podniósł benchmarkową, jednotygodniową stopę repo o 250pb do 45%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Bank

Wzrost rocznego PKB w USA i Niemczech



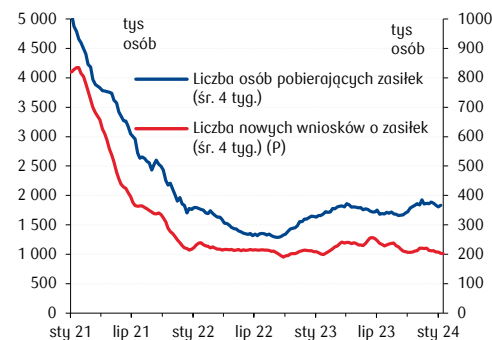
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks instytutu Ifo



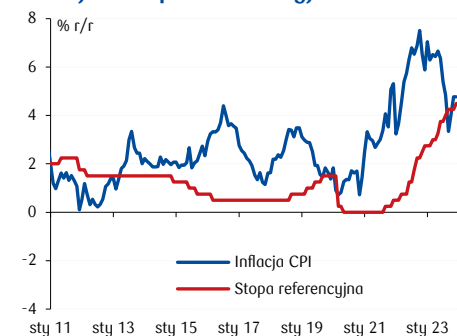
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Pobierający zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja i stopa referencyjna w Norwegii

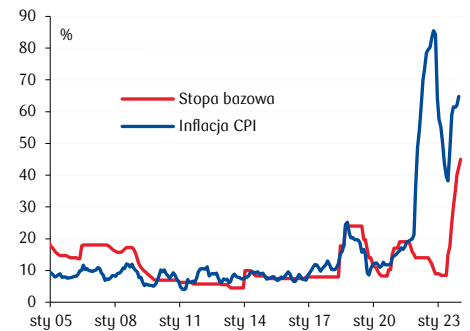


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

centralny podał w komunikacie, że restrykcyjność polityki pieniężnej osiągnęła odpowiedni poziom, jednak może dokonać jej ponownej oceny, jeśli uzna to za konieczne.

- **POL:** Prezydent A.Duda zatwierdzi projekt budżetu na 2024 bez zwłoki, działając zgodnie z terminami. Gdy projekt budżetu zostanie mu przedstawiony, przejdzie on ocenę zgodności z procesem ustawodawczym, co jest w zakresie obowiązków prezydenta w tej materii, i w rezultacie prezydent projekt ratyfikuje – wynika z wypowiedzi P.Ćwika (KPRP).
- **POL:** K.Pełczyńska-Nałęcz (MFIPR) poinformowała, że Polska oczekuje na odblokowanie środków z funduszy strukturalnych przez KE w maju tego roku, po spełnieniu przez kraj ostatnich wymagań dotyczących praworządności i warunków technicznych. Proces ten, rozpoczęty od złożenia samooceny procedur związanych z Kartą Praw Podstawowych, może zająć do 3 miesięcy, lecz mimo opóźnień w porównaniu do poprzednich lat, nie jest to jeszcze problematyczne dla realizacji Polityki Spójności, na którą Polska ma przyznane ponad 76 mld EUR. Dodała również, że nie ma intencji prefinansowania KPO kolejnymi emisjami PFR.

Inflacja CPI i stopa bazowa w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 19 stycznia						
GER: Inflacja PPI (gru)	08:00	% r/r	-7,9	-8	--	-8,6
POL: Inflacja PPI (gru)	10:00	% r/r	-5,1	-5,4	-5,8	-6,4
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, wst.)	16:00	pkt.	69,7	69,1	--	78,8
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru)	16:00	mln	3,82	3,83	--	3,78
Poniedziałek, 22 stycznia						
POL: Produkcja przemysłowa (gru)	10:00	% r/r	-0,3	-5,4	-6,2	-3,9
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	% r/r	11,8	11,6	12,2	9,6
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	% r/r	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru)	10:00	% r/r	3,9	4,9	3,9	14,0
POL: Sprzedaż detaliczna (gru)	10:00	% r/r	-0,3	1,2	3,1	-2,3
Wtorek, 23 stycznia						
JP: Posiedzenie BoJ (sty)	--	%	-0,1	-0,1	--	-0,1
EUR: Koniunktura konsumencka (sty, wst.)	16:00	pkt.	-15	-14	--	-16,1
Środa, 24 stycznia						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	pkt.	43,3	43,8	--	45,4
GER: PMI w usługach (sty, wst.)	9:30	pkt.	49,3	49,5	--	47,6
POL: Stopa bezrobocia (gru)	10:00	%	5,0	5,1	5,1	5,1
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	pkt.	44,4	44,5	--	46,6
EUR: PMI w usługach (sty, wst.)	10:00	pkt.	48,8	49	--	48,4
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	% r/r	7,6	8,3	8,0	8,5
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	pkt.	47,9	48	--	50,3
Czwartek, 25 stycznia						
NO: Posiedzenie Norges Banku (sty)	10:00	%	4,5	4,5	--	4,5
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	pkt.	86,3	86,8	--	85,2
EUR: Stopa refinansowa EBC (sty)	14:15	%	4,50	4,50	4,50	4,50
EUR: Stopa depozytowa EBC (sty)	14:15	%	4,00	4,00	4,00	4,00
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	%k/k saar	4,9	2,0	--	3,3
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	%k/k saar	3,1	2,3	--	2,8
USA: Bilans handlowy (gru)	14:30	mld USD	-89,3	-88,4	--	-88,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, wst.)	14:30	% m/m	5,4	1,0	--	0,0
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sty)	14:30	tys.	189	200	--	214
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	tys	615	650	--	664
Piątek, 26 stycznia						
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	% r/r	-0,9	-0,7	--	--
USA: Dochody Amerykanów (gru)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (gru)	14:30	% m/m	0,2	0,4	--	--
USA: Deflator PCE (gru)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (gru)	14:30	% r/r	3,2	3,0	--	--

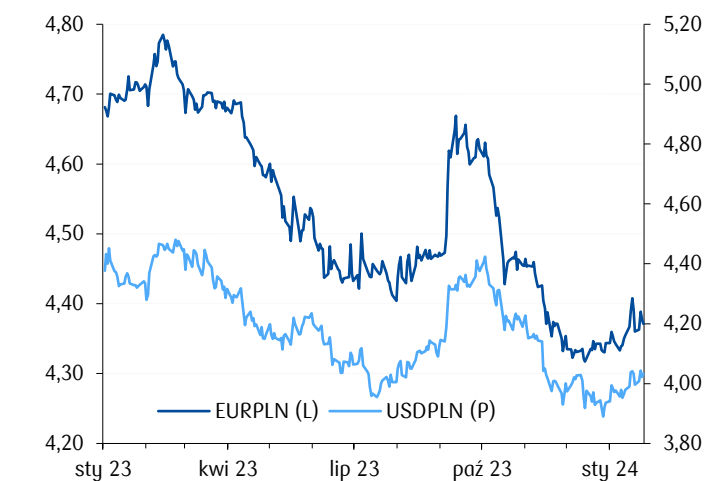
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

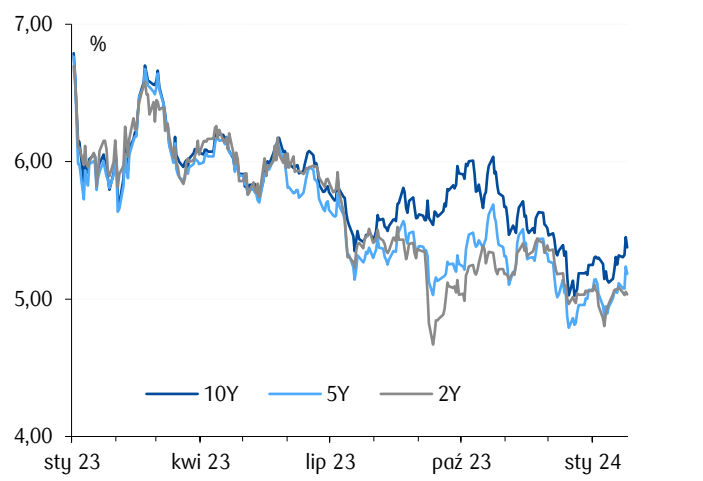
		Wartość 2024-01-25	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3713	-0,2	-0,5	0,9	-7,2	-3,7
	USDPLN	4,0361	0,5	-0,3	3,5	-7,0	8,2
	CHFPLN	4,6502	0,0	-0,2	-0,3	-1,3	10,4
	GBPPLN	5,1247	0,1	0,0	2,7	-4,5	0,4
	EURUSD	1,0831	-0,7	-0,2	-2,5	-0,2	-11,0
	EURCHF	0,9400	-0,1	-0,3	1,2	-6,1	-12,8
	GBPUSD	1,2701	-0,4	0,2	-0,5	2,8	-7,1
	USDJPY	147,59	0,4	-0,4	4,8	13,1	42,2
	EURCZK	24,75	-0,3	-0,2	0,1	3,9	-5,2
Obligacje	EURHUF	385,33	-0,3	0,9	0,7	-0,5	7,7
	PL2Y	5,03	-2	-3	-1	-90	494
	PL5Y	5,18	-5	14	18	-69	474
	PL10Y	5,38	-7	13	20	-50	415
	DE2Y	2,62	-9	-7	24	3	332
	DE5Y	2,18	-7	-7	30	-6	289
	DE10Y	2,28	-5	-3	34	7	280
	US2Y	4,32	-7	-4	3	14	419
	US5Y	4,01	-8	-3	17	43	358
Akcje	US10Y	4,13	-5	-2	28	64	304
	WIG	75 219,7	-0,2	1,1	-4,7	22,8	31,3
	WIG20	2 206,2	-0,3	0,7	-6,4	15,4	13,0
	S&P500	4 894,2	0,5	2,4	2,3	20,5	27,4
	NASDAQ100	17 517,0	0,1	3,1	3,7	45,4	31,1
	Shanghai Composite**	2 916,4	0,4	2,5	-1,3	-10,7	-19,1
	Nikkei**	35 823,1	-1,1	1,0	6,8	30,9	25,1
	DAX	16 906,9	0,1	2,0	1,2	11,7	21,9
Surowce	VIX	14,23	1,3	-5,2	1,7	-27,7	-42,8
	Ropa Brent	82,4	3,0	4,2	5,2	-5,8	48,8
	Ropa WTI	77,9	3,2	4,8	8,2	-3,8	49,1
	Złoto	2019,8	0,3	0,3	-2,7	4,8	8,9

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

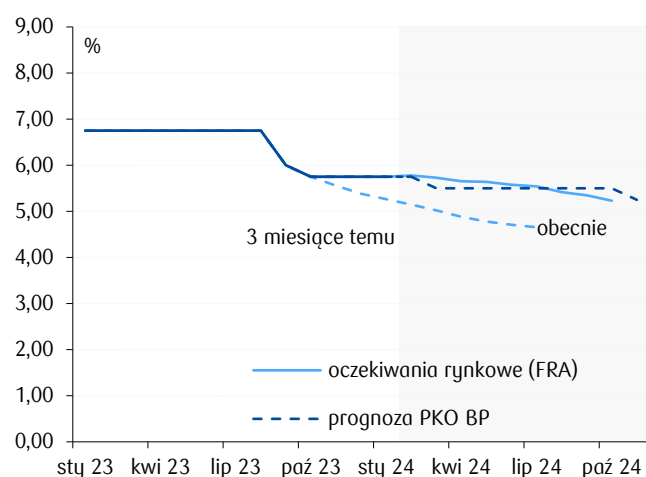
Notowania złotego wobec głównych walut



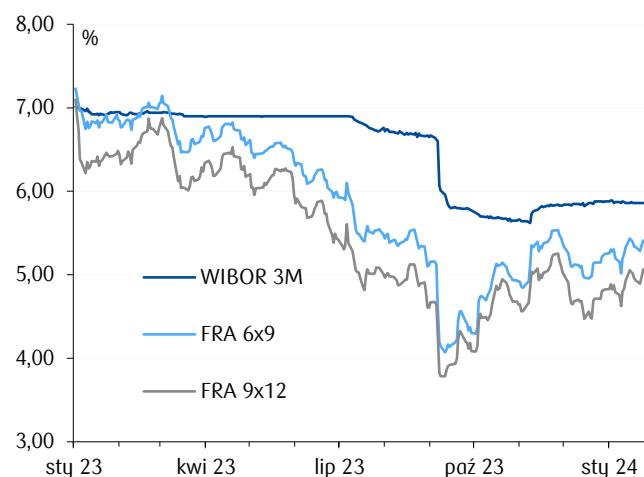
Rentowności polskich obligacji skarbowych



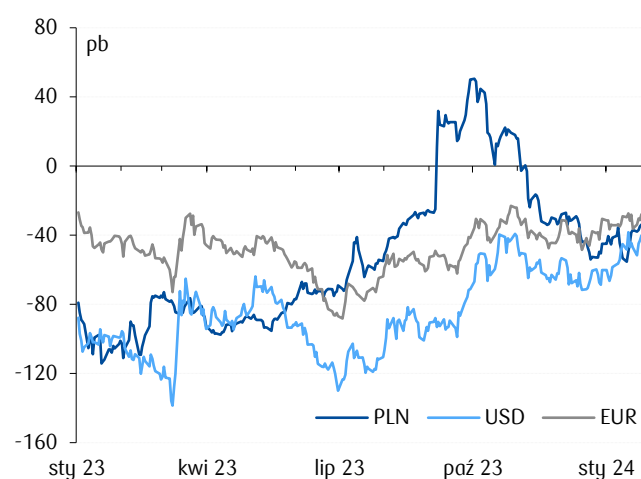
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



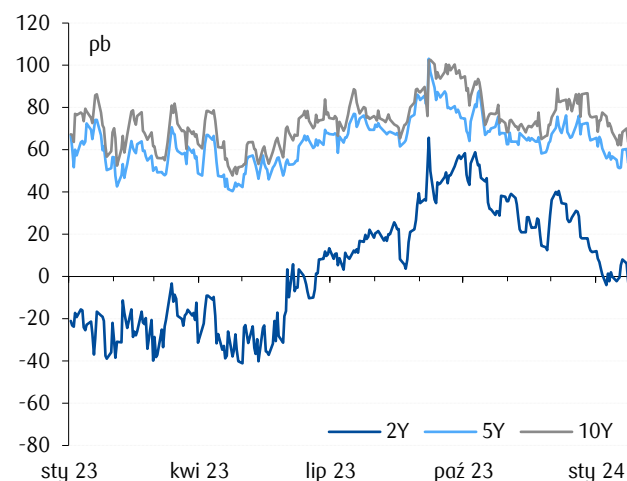
Krótkoterminowe stopy procentowe



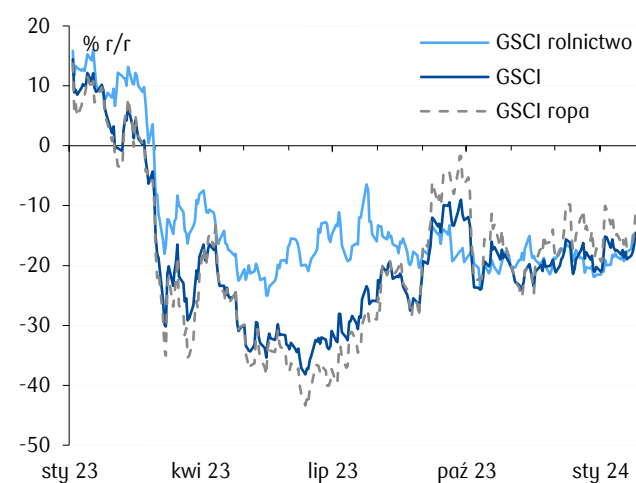
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



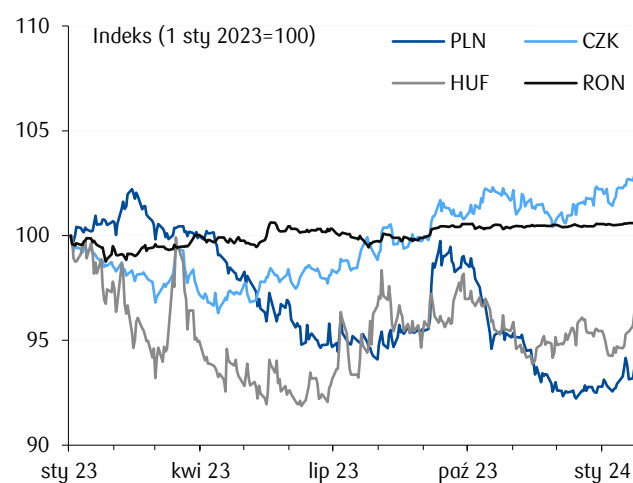
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	----------------------	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
------------------------	--------------

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
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

 @PKO_Research



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.