

## CNB przyspiesza z obniżkami, w NBP nie będzie za nimi większością

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsza konferencja Prezesa NBP oddaliła oczekiwania na obniżki stóp NBP w tym roku. Jastrzębi wydźwięk konferencji sprzyjał złotemu, który umocnił się do ok. 4,32 wobec euro i 4,01 względem dolara. Na krajowym rynku długu wzrosły rentowności obligacji. Na rynkach bazowych dzień upłynął spokojnie, bez znacznych ruchów indeksów akcji, przy stabilizacji kursu EURUSD w okolicy 1,076, i z niewielkimi wzrostami rentowności obligacji.
- Dzisiaj poznamy zrewidowane dane inflacyjne z Niemiec za styczeń. Niewielka rewizja w górę lub w dół nie powinna mieć znaczenia w obliczu skali spadku inflacji względem grudnia (z 3,7% r/r do 2,9% r/r), która wynikała przede wszystkim z efektów bazy.
- Regionalnie jeszcze więcej uwagi mogą przykuć dane inflacyjne z Węgier, gdzie oczekuje się, że inflacja spadnie do 4,4% r/r, tym samym pozbawiając Węgry pozycji inflacyjnego lidera w regionie z końcówki 2023. Nie powinno to jednak stać na przeszkodzie do dalszych obniżek stóp procentowych, które są już wliczone w oczekiwania rynkowe.
- W kraju kronikarski obowiązek nakazuje odnotować publikację *minutes* ze styczniowego posiedzenia RPP. Ich wartość informacyjna, dwa dni po kolejnym posiedzeniu RPP i dzień po konferencji Prezesa NBP, jest jednak marginalna.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Podczas konferencji prasowej Prezes A.Głapiński ogłosił sukces w walce z inflacją – jego zdaniem inflacja „w tej chwili” wynosi ok. 4,0%, a w 1q24 spadnie do 2,5-procentowego celu, co jest zasługą NBP. Wyzwaniem dla Rady Polityki Pieniężnej jest teraz zapewnienie trwałego powrotu inflacji do celu. Zdaniem Prezesa, przy utrzymaniu tarcz energetycznych i zerowego VAT na żywność, inflacja w kolejnych miesiącach lekko wzrośnie, w okolice 3-4% r/r na koniec roku. Jeżeli jednak rząd zdejmie wszystkie tarcze, to na koniec roku inflacja mogłaby wynieść 8% r/r. To, w którym miejscu inflacja znajdzie się pomiędzy tymi skrajnymi ścieżkami nie zależy od NBP, ale od rządu i URE. Prezes wielokrotnie podkreślał, że

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

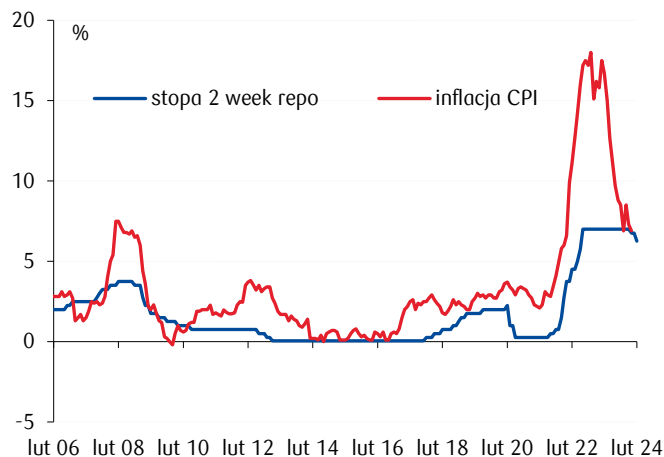
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2024-02-08	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,3203	-0,5
USDPLN	4,0144	-0,5
CHFPLN	4,5897	-0,9
GBPLN	5,0650	-0,5
EURUSD	1,0762	0,0
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,01	4
PL5Y	5,26	6
PL10Y	5,38	4
DE10Y	2,36	5
US10Y	4,16	4
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	78 711,7	-1,0
DAX	16 963,8	0,2
S&P500	4 997,9	0,1
Nikkei**	36 975,3	0,3
Shanghai Comp.**	2 865,9	0,0
<b>Surowce:</b>		
Złoto	2030,71	-0,5
Ropa Brent	81,63	3,1

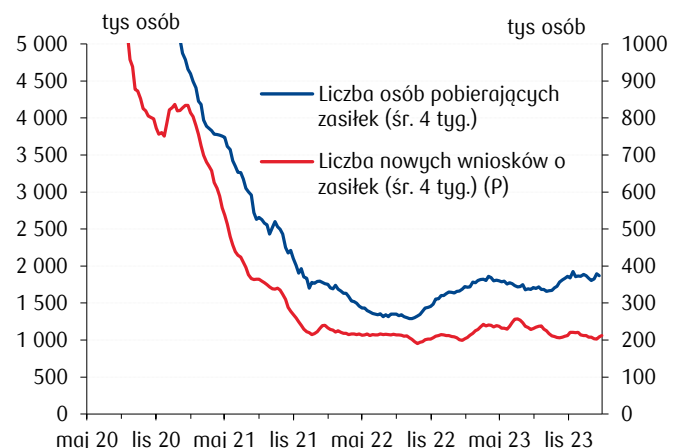
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Inflacja CPI i stopa repo w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

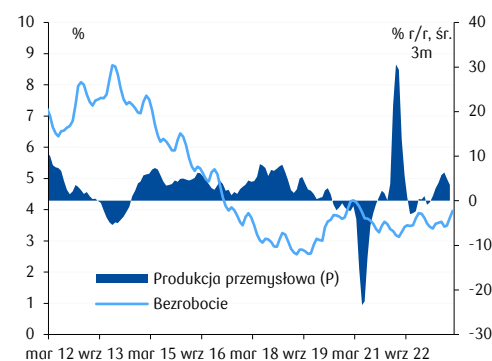
### Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



perspektywy inflacji są bardzo niepewne. Obok kwestii regulacyjnych niejasna jest też sytuacja jeśli chodzi o koniunkturę. A.Głapiński podkreślał spadek oczekiwań inflacyjnych i obaw konsumentów przed inflacją oraz fakt, że pomimo wzrostu płac realnych presja popytowa jest ograniczona. Zaznaczył jednak, że główną przesłanką dla decyzji RPP stała się teraz inflacja bazowa, która spada wolniej i jest wyższa od inflacji CPI. Marcowa projekcja NBP powie więcej o tym, co może się wydarzyć w przyszłości, ale kluczowym czynnikiem jest obecnie niepewność. **W rezultacie decyzje RPP są podejmowane z posiedzenia na posiedzenie.** A.Głapiński podkreślił, że realne stopy procentowe są obecnie silnie dodatnie i działają mroźco na gospodarkę. Dodał, że **jeśli sytuacja w gospodarce będzie się rozwijała zgodnie z oczekiwaniami, nie widzi perspektyw, żeby w tym roku w RPP powstała większość opowiadająca się za obniżką stóp.** Zastrzegł jednak, że niektórzy członkowie RPP być może będą chcieli stopy obniżyć. A.Głapiński podkreślił, że ciężko jest ciąć stopy procentowe, jeśli bieżąca inflacja rośnie. Jego zdaniem **w tym roku w RPP nie będzie też większości opowiadającej się za podwyżką stóp.** Odnosząc się do sprzedaży przez NBP obligacji zakupionych w ramach QE Prezes stwierdził, że istnieje taka teoretyczna możliwość ale on jest przeciwny takiemu rozwiązaniu i większość Rady najpewniej też, chociaż nie było dyskusji na ten temat. **Wczorajszą konferencję należałoby interpretować jako wyraźną zapowiedź, że w tym roku, a zwłaszcza w najbliższych miesiącach, RPP nie zmieni stóp procentowych.** W naszej ocenie scenariusz nieznacznych dostosowań w polityce pieniężnej w tym roku nadal nie jest jednak zupełnie przekreślony. Co do zakładanej przez nas dotychczas obniżki stóp w marcu/kwietniu wciąż mamy w pamięci zaskakujący ruch RPP z września ubiegłego roku, a jednocześnie oczekujemy głębszego niż konsensus spadku inflacji w tym okresie. Co do ruchu w listopadzie, to podtrzymujemy, że impulsem do niego może się stać otoczenie globalne.

- **CZE:** Narodowy Bank Czech obniżył główną stopę procentową o 50 pb., do 6,25%, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Decyzja była spójna z wcześniejszymi wypowiedziami m.in. Prezesa CNB, A.Michla oraz członka Zarządu T.Holuba. Uzasadniają ją postępy w walce z inflacją, dzięki którym w styczniu wzrost cen konsumpcyjnych najprawdopodobniej spowolnił do 3% r/r (wobec 6,9% r/r w grudniu), a więc znalazł się na górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego. W [komunikacie](#) napisano, że walka z inflacją jeszcze się nie zakończyła, a w ocenie Banku nadal dominują ryzyka proinflacyjne. Dlatego polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna, dalsze obniżki stóp będą dokonywane z ostrożnością i mogą zostać zatrzymane lub odwrócone jeśli tylko perspektywy inflacyjne się pogorszą.
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 218 tys., niemal zgodnie z oczekiwaniami (kons.: 220 tys.) i nieco zmniejszyła się względem wcześniejszego tygodnia (227 tys.). Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku także spadła - w tygodniu, który skończył się 27 stycznia, wyniosła 1,871 mln i minimalnie pozytywnie zaskoczyła (kons.: 1,876 mln). Dane potwierdzają utrzymującą się silną odporność amerykańskiego rynku pracy na podwyżki stóp procentowych i próby schłodzenia koniunktury. Kolejnym testem tej odporności będzie reakcja na deklaracje firm, m.in. z przemysłu technologicznego, dotyczące redukcji etatów. Styczniowy raport z rynku pracy (w tym bardzo dobre dane o zatrudnieniu i bezrobociu) nie sygnalizował niczego niepokojącego.
- **CZE:** Stopa bezrobocia wzrosła na początku roku mocniej niż oczekiwano. W styczniu stopa bezrobocia (wg. metodologii krajowej) wyniosła 4,0% (kons: 3,9%), w porównaniu do 3,7% w poprzednim miesiącu. Bezrobocie w Czechach jest jednym z najniższych w Europie, a wzrost m/m wynika z efektów sezonowych. Styczniowy wynik jest najwyższym od kwietnia 2021,

Bezrobocie a produkcja przemysłowa z poprzedniego roku w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

a miniony miesiąc był drugim z rzędu, kiedy liczba poszukujących pracy przerosła liczbę wakatów, spadających na skutek spowolnienia gospodarczego.

- **EUR: P.Wunsch (EBC, Bank Belgii) studzi oczekiwania na szybkie obniżki stóp w strefie euro** mówiąc, że wolałby poczekać na więcej danych, zwłaszcza o wynagrodzeniach. Wzrost płac jest na poziomie, który wg przedstawiciela EBC nie jest zgodny z celem inflacyjnym EBC, wynoszącym 2%, i gdyby nie wzrost wynagrodzeń, luzowanie monetarne mogłoby się już rozpocząć. Dane o płacach poznamy przed czerwcowym posiedzeniem EBC. **M.Kazaks (EBC, bank Łotwy)** ocenił, że oczekiwania na obniżki stóp w strefie euro w marcu lub kwietniu są zbyt optymistyczne. Bankier centralny preferuje ostrożne działania i zaczekanie ze stopniowymi obniżkami dopóki perspektywy inflacyjne się nie poprawią. Podkreślił, że zbyt wczesne cięcie mogłoby spowodować powrót podwyższonej inflacji. Zaznaczył jednak, że obniżki w tym roku są możliwe.
- **EU: Według stanu na koniec 2023, 4,31 mln obywateli Ukrainy miało status ochrony czasowej w UE.** Głównymi krajami UE przyjmującymi uchodźców z Ukrainy były Niemcy (1,3 mln osób; 29% spośród wszystkich ukraińskich uchodźców w UE), Polska (0,95 mln i 22,1% w UE) i Czechy (0,37 mln 8,7% w UE). **Dane sygnalizują, że w grudniu nastąpił niewielki (ale największy w UE) odpływ beneficjentów ochrony czasowej z Polski** (spadek o 315 os.). Największy bezwzględny wzrost liczby beneficjentów w grudniu zaobserwowano w Niemczech (15,3 tys.), Czechach (3,7 tys.) i Hiszpanii (2,3 tys.). W przeliczeniu na 1 tys. mieszkańców największego napływu uchodźców doświadczyły Czechy (34,5) oraz Bułgaria, Estonia, Litwa i Polska (ok. 26).
- **POL: J.Neneman (wiceminister finansów) poinformował, że trwają prace nad wdrożeniem preferencji podatkowych mających na celu zwiększenie skłonności obywateli do oszczędzania i inwestowania poprzez ograniczenie opodatkowania osiągniętych przez nich zysków kapitałowych.** Rozważane rozwiązania mogą zostać ograniczone do oszczędności lub inwestycji kapitałowych, które nie przekraczają kwoty 100 tys. PLN.
- **POL: K.Hetman** poinformował, że MRiT niedługo przedstawi propozycje mające ułatwić inwestycje w budownictwie mieszkaniowym.
- **POL: W.Konieczny (wiceminister zdrowia) powiedział, że w resorcie zdrowia w porozumieniu z ministerstwem finansów, prowadzone są analizy dotyczące wprowadzenia zmian w składce na ubezpieczenie zdrowotne.** Rozważane są różne warianty, w tym ryczałtowa podstawa oskładkowania.

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 2 lutego</b>						
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sty.)	14:30	tys.	333	180	--	353
USA: Stopa bezrobocia (sty.)	14:30	%	3,7	3,8	--	3,7
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty.)	14:30	% r/r	4,1	4,1	--	4,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., rew.)	16:00	pkt.	69,7	78,8	--	79,0
USA: Zamówienia fabryczne (gru.)	16:00	% m/m	2,6	0,5	--	0,2
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru., rew.)	16:00	% m/m	5,5	--	--	0,0
<b>Poniedziałek, 5 lutego</b>						
GER: Eksport (gru.)	8:00	% m/m	3,5	-2,8	--	-4,6
GER: Import (gru.)	8:00	% m/m	1,5	-1,9	--	-6,7
GER: PMI w usługach (sty., rew.)	9:55	pkt.	49,3	47,6	--	47,7
EUR: PMI w usługach (sty., rew.)	10:00	pkt.	48,8	48,4	--	48,4
EUR: Indeks Sentix (lut.)	10:30	pkt.	-15,8	-15,0	--	-12,9
EUR: Inflacja PPI (gru.)	11:00	% r/r	-8,8	-10,5	--	-10,6
<b>Wtorek, 6 lutego</b>						
GER: Zamówienia fabryczne (gru.)	8:00	% m/m	0,0	-0,2	--	8,9
GER: Zamówienia fabryczne (gru.)	8:00	% r/r	-4,4	-5,3	--	2,7
EUR: Sprzedaż detaliczna (gru.)	11:00	% r/r	-1,1	-0,8	--	-0,8
<b>Środa, 7 lutego</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% m/m	-0,2	-0,5	--	-1,6
GER: Produkcja przemysłowa (gru.)	8:00	% r/r	-4,3	-2,4	--	-3,0
USA: Bilans handlowy (gru.)	14:30	mld USD	-61,9	-62,2	--	-62,2
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	5,75	5,75	5,75	5,75
<b>Czwartek, 8 lutego</b>						
CHN: Inflacja PPI (sty.)	2:30	% r/r	-2,7	-2,6	--	-2,5
CHN: Inflacja CPI (sty.)	2:30	% r/r	-0,3	-0,6	--	-0,8
CZ: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	6,75	6,25	--	6,25
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	227	220	--	218
<b>Piątek, 9 lutego</b>						
GER: Inflacja CPI (sty., rew.)	8:00	% r/r	3,7	2,9	--	--
GER: Inflacja HICP (sty., rew.)	8:00	% r/r	3,8	3,1	--	--
HUN: Inflacja CPI (sty.)	8:30	% r/r	5,5	4,3	--	--
POL: Minutes (sty.)	14:00	--	--	--	--	--

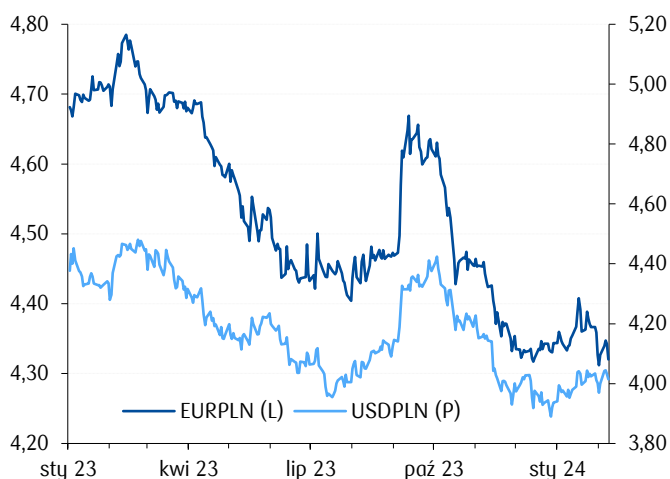
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

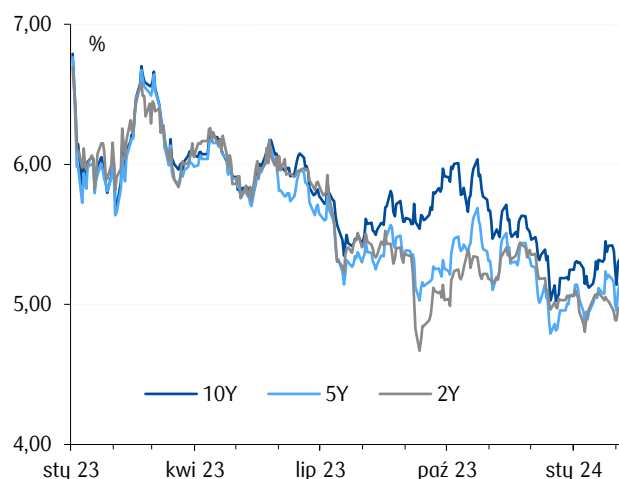
		Wartość 2024-02-08	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,3203	-0,5	0,2	-0,7	-9,0	-3,7
	USDPLN	4,0144	-0,5	0,8	1,0	-9,0	7,6
	CHFPLN	4,5897	-0,9	-0,7	-1,3	-4,3	10,8
	GBPPLN	5,0650	-0,5	0,1	0,1	-5,7	-0,9
	EURUSD	1,0762	0,0	-0,6	-1,7	0,0	-10,5
	EURCHF	0,9413	0,4	0,9	0,6	-4,8	-13,1
	GBPUSD	1,2606	-0,2	-0,6	-0,8	3,6	-8,2
	USDJPY	149,42	1,0	2,2	2,4	14,1	41,7
	EURCZK	25,22	1,0	1,5	2,1	6,4	-2,2
	EURHUF	387,88	-0,1	1,4	2,3	0,6	8,7
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,01	4	12	8	-103	488
	PL5Y	5,26	6	30	36	-62	477
	PL10Y	5,38	4	24	25	-56	412
	DE2Y	2,67	5	24	3	-2	338
	DE5Y	2,29	6	25	13	-5	297
	DE10Y	2,36	5	22	15	4	280
	US2Y	4,46	3	27	20	-5	435
	US5Y	4,12	5	32	22	23	365
	US10Y	4,16	4	30	18	47	299
<b>Akcje</b>	WIG	78 711,7	-1,0	0,4	3,5	28,2	37,0
	WIG20	2 318,9	-1,2	0,6	3,2	22,3	18,4
	S&P500	4 997,9	0,1	1,9	4,6	22,5	28,6
	NASDAQ100	17 783,2	0,2	2,5	5,7	43,6	30,7
	Shanghai Composite**	2 865,9	0,0	3,4	-0,7	-12,4	-18,0
	Nikkei**	36 993,9	0,4	2,7	5,5	34,1	28,5
	DAX	16 963,8	0,2	0,6	2,5	9,3	20,7
	VIX	14,53	-0,8	-6,6	2,0	-33,3	-45,5
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	81,6	3,1	3,7	5,5	-3,4	37,6
	Ropa WTI	76,7	3,2	3,1	6,3	-1,8	34,9
	Złoto	2030,7	-0,5	-1,4	0,3	8,3	12,3

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

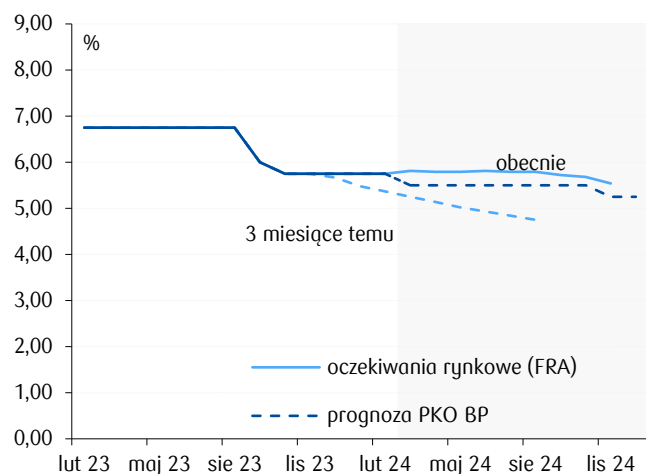
## Notowania złotego wobec głównych walut



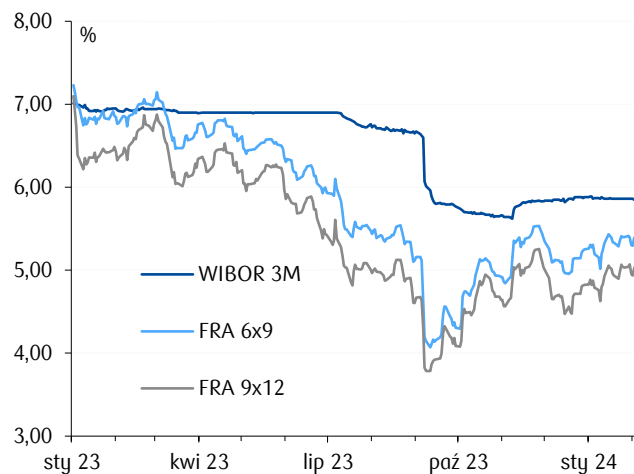
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



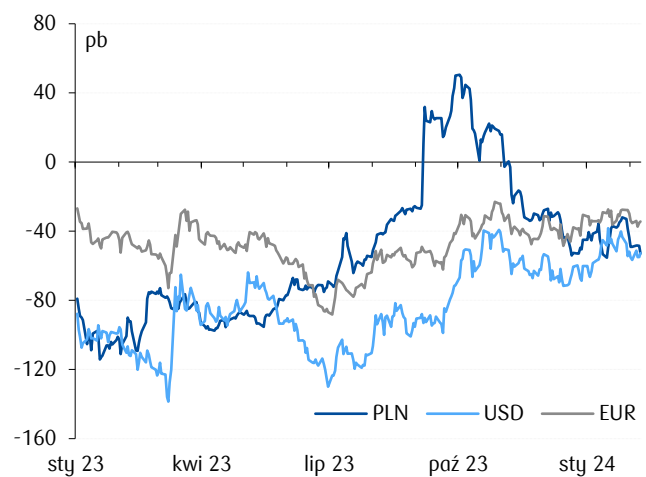
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



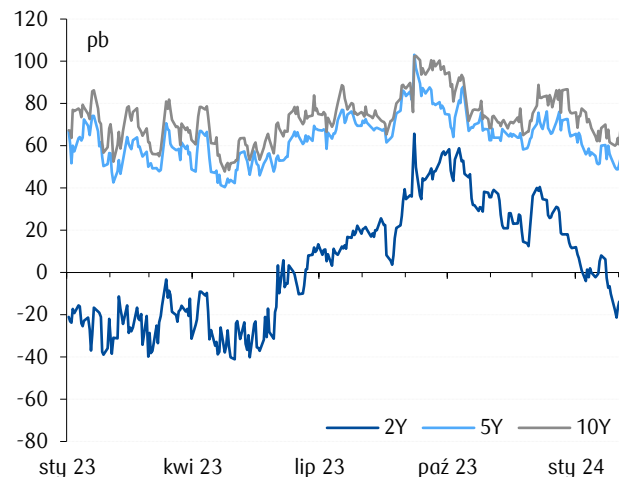
### Krótkoterminowe stopy procentowe



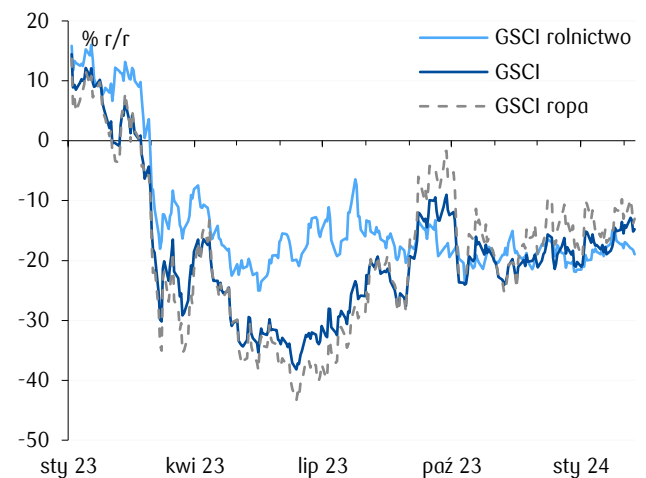
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



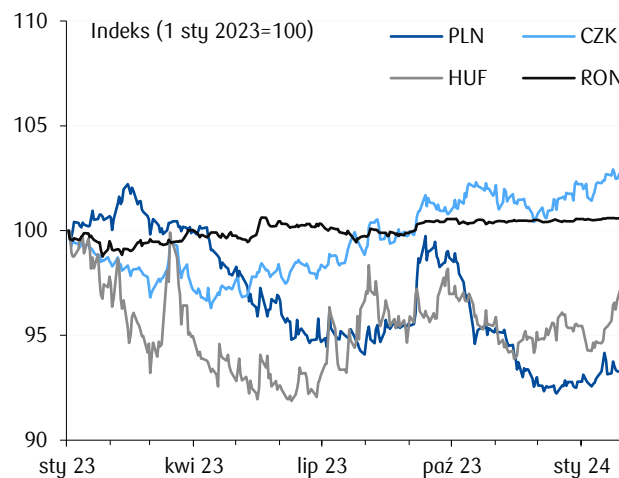
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

