

W oczekiwaniu na inflację i PKB

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec tygodnia na globalnych rynkach upłynął spokojnie. W USA niewielka skala rewizji danych o inflacji CPI uspokoiła inwestorów, co przy wsparciu ze strony solidnych wyników spółek technologicznych sprzyjało wzrostom indeksów akcji (S&P ustanowił nowy rekord). Dolara nieznacznie się osłabił względem euro. Zmiany rentowności obligacji na rynkach bazowych były niewielkie. Rentowności krajowych SPW lekko się obniżyły. Złoty po czwartkowym umocnieniu pozostał stabilny, kurs EURPLN oscylował wokół 4,32, a USDPLN w okolicy 4,01.
- W tym tygodniu w kraju uwaga skoncentrowana będzie na danych o inflacji za styczeń i PKB za 4q24. Na rynkach światowych najczęściej zainteresowania wzbudzą inflacja (CPI i PPI) oraz informacje o wydatkach i nastrojach konsumentów z USA. Ten tydzień będzie też bogaty w wystąpienia bankierów centralnych. Już dziś głos zabiorą m.in. z Fed: N.Kashkari, M.Bowman, T.Barkin, a z EBC P.Cipollone i P.Lane.
- Oczekujemy, że w kraju styczeń przyniesie wyraźne spowolnienie tempa wzrostu cen konsumpcyjnych, do 3,8% r/r wobec 6,2% r/r w grudniu (dane w czw.). Rozbieżności rynkowych prognoz co do skali spadku inflacji są spore, prognozy mieszczą się w przedziale od 3,8% r/r do 5,2% r/r. **Początek roku powinien również przynieść spadek inflacji w USA (wt.).** Konsensus sygnalizuje, że inflacja konsumencka wyniosła w styczniu 2,9% r/r, przy spowolnieniu wzrostu cen w kategoriach bazowych do 3,4% r/r.
- W środę skupimy się na danych dotyczących PKB za 4q23 z krajów europejskich, przy czym szczególnie istotne będą dla nas informacje pochodzące z Polski. **Opublikowane dane całoroczne pozwalają oszacować, że wzrost PKB w Polsce wyniósł 0,9-1,3% r/r, a więc był niższy od wcześniejszych oczekiwań.** Główną przyczyną zawiedzionych nadziei jest stagnacja w konsumpcji, choć negatywny wpływ miały również zapasy. W kontrze do tych trendów, pozytywnie odznaczają się wyniki inwestycji i saldo eksportu netto. **W strefie euro przewiduje się niewielki wzrost PKB w 4q23 o 0,1% r/r, co umożliwiłoby uniknięcie technicznej recesji, rozumianej jako spadek gospodarczy przez dwa kolejne kwartały.** To sugeruje, że mimo wyzwań, strefa euro znalazła drogę do wzrostu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

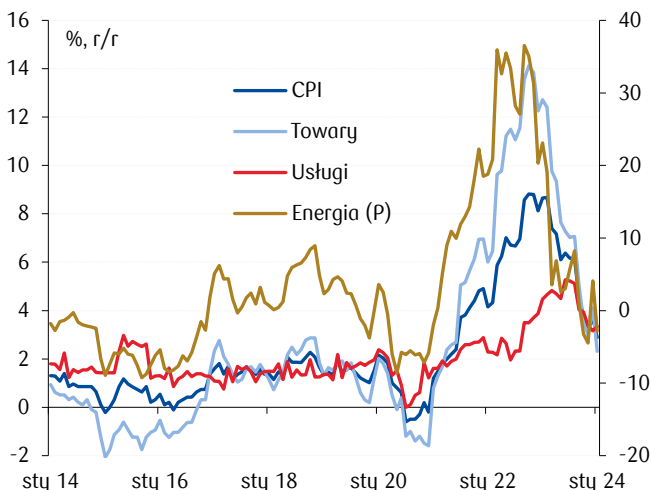
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

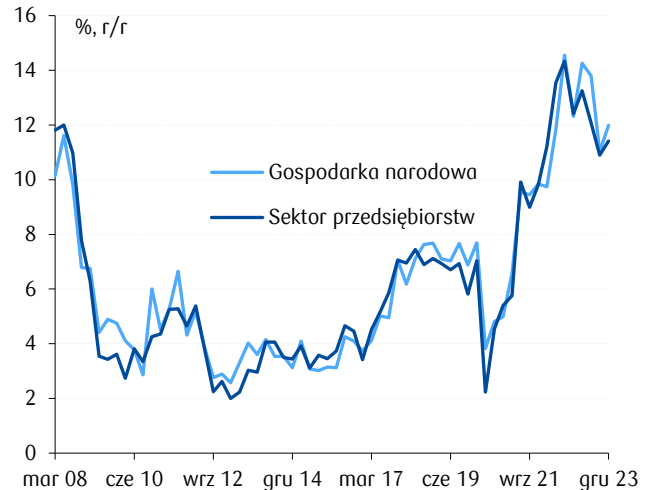
| | Wartość 2024-02-09 | (%, pb)* Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| Waluty: | | |
| EURPLN | 4,3258 | 0,1 |
| USDPLN | 4,0104 | -0,1 |
| CHFPLN | 4,5832 | -0,1 |
| GBPPLN | 5,0667 | 0,0 |
| EURUSD | 1,0787 | 0,2 |
| Obligacje: | | |
| PL2Y | 5,01 | 0 |
| PL5Y | 5,23 | -3 |
| PL10Y | 5,36 | -2 |
| DE10Y | 2,38 | 2 |
| US10Y | 4,18 | 2 |
| Indeksy akcyjne: | | |
| WIG | 78 450,7 | -0,3 |
| DAX | 16 926,5 | -0,2 |
| S&P500 | 5 026,6 | 0,6 |
| Nikkei** | 36 897,4 | 0,0 |
| Shanghai Comp.** | 2 865,9 | 0,0 |
| Surowce: | | |
| Złoto | 2021,35 | -0,5 |
| Ropa Brent | 82,19 | 0,7 |

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 w Niemczech



Wzrost wynagrodzeń w Polsce

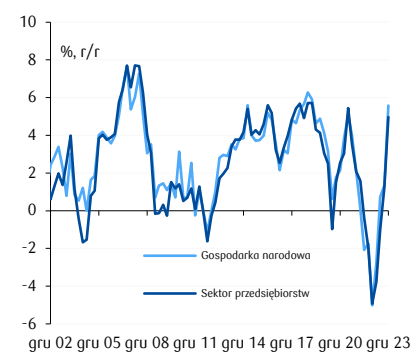


- **Rozpoczynający się tydzień przyniesie bogaty wachlarz danych dotyczących rachunków obrotów bieżących w różnych państwach.** W szczególności nasza uwaga skupi się na Polsce, która po niemal roku osiągnięcia nadwyżek w rachunku bieżącym, w grudniu może odnotować niewielki deficyt (ale w ujęciu 12-miesięcznym nadwyżka wzrośnie). Nie mniej interesująco zapowiadają się dane z Czech, gdzie przewiduje się utrzymanie nadwyżki, choć zauważalny będzie jej spadek w ujęciu m/m.
- **Zakończenie tygodnia przyniesie istotne informacje z amerykańskiego rynku konsumenckiego,** który po serii pozytywnych raportów zdaje się osiągać pewien poziom stabilności. Poznamy styczniową sprzedaż detaliczną, gdzie prognozuje się delikatne ożywienie po wykluczeniu sektora motoryzacyjnego. Sektor nieruchomości nadal napotyka wyzwania, chociaż najnowsze dane mają pokazać, że rynek mieszkaniowy utrzymuje się na stabilnym poziomie, bez znaczących zmian w liczbie rozpoczętych budów domów oraz wydanych pozwoleń na budowę. Indeks Uniwersytetu Michigan, za luty podsumuje obraz sytuacji konsumenckiej w USA. Przewiduje się, że nastroje gospodarstw domowych nie zmienią się istotnie wobec stycznia.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

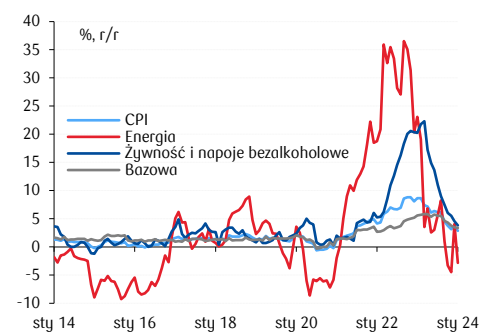
- **POL: Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej w 4q23 wzrosło o 12% r/r (4,8% q/q) i wyniosło 7.540,36 PLN.** Był to kolejny kwartał, kiedy przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce rośnie szybciej niż przeciętna płaca w sektorze przedsiębiorstw (11,5% r/r). Przyczyniły się do tego silne wzrosty w sferze budżetowej. W ujęciu realnym siła nabywczą płac zwiększyła się w 4q23 o ponad 5% r/r wobec 1,3% r/r w 3q23. **W całym roku płace wzrosły średnio o 12,5%, najmocniej od 23 lat. Realnie wzrost wynagrodzeń był oczywiście znacznie mniej imponujący. Wyniósł jedynie 1,1% - w ostatniej dekadzie niższą dynamikę odnotowano tylko w 2022. W 2024, przy niższej inflacji, oczekujemy wyraźnego przyspieszenia dynamiki realnych wynagrodzeń (nawet do ok. 8%).** Obok silnego rynku pracy także wzrost emerytur (waloryzowanych o 12,1%) będzie istotnym wsparciem dla konsumpcji w 2024.
- **GER: Inflacja CPI w styczniu obniżyła się do 2,9% r/r (z 3,7% r/r w grudniu),** zgodnie z wstępnymi danymi, i była najniższa od czerwca 2021. Potwierdził się również odczyt *flash* inflacji HICP za styczeń (3,1% r/r). Obniżenie się presji inflacyjnej na początku roku było efektem spadku cen energii (o 2,8% r/r) i kontynuacji trwającego od 2q23 spowolnienia wzrostów cen żywności (w styczniu do 3,8% r/r z 4,6% r/r w grudniu). **Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) utrzymała się na poziomie 3,4% r/r.** Za większą uporczywość inflacji bazowej odpowiadają ceny usług, które w styczniu były o 3,4% wyższe niż przed rokiem (najmocniej, w tempie zbliżonym do 7% r/r, rosły ceny usług gastronomicznych i usług związanych z utrzymaniem i remontami mieszkań).
- **HUN: Inflacja CPI spadła w styczniu do 3,8% r/r (kons.: 4,2% r/r) z 5,5% r/r** w ubiegłym miesiącu. Inflacja od roku regularnie się obniża i w styczniu osiągnęła poziom najniższy od trzech lat. Inflacja bazowa wyniosła 6,1% r/r i pozostaje znacznie powyżej pasma odchyleń od celu inflacyjnego (3% ± 1pp). Na wysokim poziomie utrzymuje się inflacja cen usług, która wyniosła 10,4% r/r. Spadek inflacji ogółem zapewniły przede wszystkim ceny energii, które obniżyły się o 11,3% r/r, i ceny paliw, które spadły o 11,9% r/r. Napięcia polityczne i geopolityczne oraz osłabiający się forint mogą zagrozić dalszej deflacji.
- **USA: Coroczna rewizja danych o inflacji CPI nie przyniosła w tym roku dużych zmian.** W 4q23 potwierdzono inflację bazową na poziomie 3,3% r/r. Dane w ujęciu rocznym zrewidowano w większości z miesięcy poprzedniego roku, w zakresie 0,1-0,2 pp. (w jednym przypadku o 0,3 pp.), w tym CPI za

Realny wzrost wynagrodzeń w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja w Niemczech

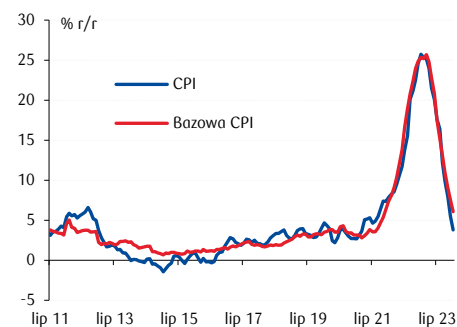


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

grudzień obniżono o 0,1 pp. Po ubiegłorocznej sporej rewizji w górę, nie zrealizował się więc scenariusz negatywnego zaskoczenia, a dane potwierdziły postępy w dezinflacji.

- **POL: P.Litwiniuk (RPP) powiedział, że są argumenty, które w określonych warunkach mogłyby przemawiać za skorygowaniem błędu przedwczesnych i nadmiernych obniżek stóp we wrześniu i październiku 2023.** Obecnie przedstawiciel RPP nie widzi potrzeby podwyżki stóp, ale każdy kolejny miesiąc zwiększa ryzyko, że taka potrzeba się pojawi. P.Litwiniuk dodał, że dostrzega skutki waloryzacji świadczenia 500+ i widzi ryzyka związane z polityką dotyczącą działań osłonowych, administracyjnych i fiskalnych. Jego zdaniem, mając na uwadze, że skuteczność pol. pieniądza jest odroczone w czasie, już dziś powinno się rozważyć zbudowanie większości do dostosowania stóp do tego, co może wydarzyć się w grudniu, czy w 1q25.
- **POL: H.Wnorowski (RPP) nie wykluczył pewnych zmian stóp w 2024 i ocenił dywagacje na temat podwyżek stóp za nieuzasadnione, szczególnie przy spadku inflacji poniżej 4% r/r w styczniu.** Dodał, że przewidywanie kolejnych ruchów Rady stało się ekstremalnie trudne i osobiście nie odważyłby się przewidzieć, jak zachowa się cała RPP w tym roku.
- **POL: Z opisu dyskusji na styczniowym posiedzeniu RPP wynika, że niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.** Większość członków Rady oceniła w styczniu, że presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Podkreślano jednocześnie, że w 2h24 inflacja może istotnie wzrosnąć. Szczególną uwagę przy podejmowaniu decyzji w najbliższych miesiącach RPP będzie zwracała na inflację bazową.
- **EUR: F.Villeroy de Galhau (EBC, Bank Francji) stwierdził, że EBC prawdopodobnie obniży stopy procentowe w 2024.** Wskazują na to postępy w walce z inflacją, która powinna spaść do 2% w przyszłym roku. Przedstawiciel EBC nie wskazał, kiedy spodziewa się obniżki, a we wcześniejszych wypowiedziach mówił, że żadna data nie jest wykluczona.
- **JAP: Prezes Banku Japonii, K.Ueda potwierdził, że możliwe są ostrożne, pierwsze od 2007, podwyżki stóp procentowych.** Dodał, że zniesienie ujemnej stopy procentowej nie będzie zwiastować zmiany podstawowego nastawienia banku w zakresie polityki pieniężnej, która pozostanie luźna. Rynekowe oczekiwania wskazują na podwyżkę w marcu lub kwietniu.
- **EU: Parlament Europejski i Rada UE porozumiały się odnośnie do reformy zasad budżetowych.** Zgodnie z wcześniejszymi uzgodnieniami Ministrów Finansów państw UE progi 3% deficytu i 60% długu publicznego w relacji do PKB nie zmieniają się. Porozumienie dotyczy głównie mechanizmów powrotu do tych referencyjnych wartości w przypadku, gdy są one przekraczane, przy uniknięciu nadmiernego negatywnego oddziaływania na wzrost gospodarczy. Według porozumienia, KE będzie przedstawiać państwom, które nie zachowują progów fiskalnych, trajektorię referencyjną, czyli zbiór zaleceń, których realizacja będzie prowadziła do uzdrowienia finansów publicznych w horyzoncie czterech lat. Zalecane tempo redukcji deficytu ma wynosić 0,5pp rocznie, chociaż dla państw o istotnie nadmiernych deficytach może być większe. Minister Finansów A.Domański napisał na platformie X, że „zwiększone inwestycje w obronność nie będą brane pod uwagę w procedurze nadmiernego deficytu; dostosowania fiskalne będą mogły trwać dłużej”.

Inflacja na Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

| Wskaźnik | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|--|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| Piątek, 9 lutego | | | | | | |
| GER: Inflacja CPI (sty., rew.) | 08:00 | % r/r | 3,7 | 2,9 | -- | 2,9 |
| GER: Inflacja HICP (sty., rew.) | 08:00 | % r/r | 3,8 | 3,1 | -- | 3,1 |
| HUN: Inflacja CPI (sty.) | 08:30 | % r/r | 5,5 | 4,3 | -- | 3,8 |
| POL: Minutes (sty.) | 14:00 | -- | -- | -- | -- | -- |
| Poniedziałek, 12 lutego | | | | | | |
| RO: Wynagrodzenie (gru) | 8:00 | % r/r | 15,1 | -- | -- | -- |
| Wtorek, 13 lutego | | | | | | |
| CZ: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru) | 10:00 | mld CZK | 43,5 | 3,2 | -- | -- |
| GER: Indeks instytutu ZEW (lut) | 11:00 | pkt. | 15,2 | 18,0 | -- | -- |
| POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru) | 14:00 | mld EUR | 1,325 | -30 | -64 | -- |
| POL: Eksport (gru) | 14:00 | % r/r | -2,1 | -1,0 | 1,5 | -- |
| POL: Import (gru) | 14:00 | % r/r | -8,0 | -7,1 | -4,7 | -- |
| USA: Inflacja CPI (sty) | 14:30 | % r/r | 3,4 | 2,9 | -- | -- |
| USA: Inflacja bazowa (sty) | 14:30 | % r/r | 3,9 | 3,7 | -- | -- |
| RO: Rachunek bieżący od początku roku (gru) | -- | mld RON | -20,2 | -- | -- | -- |
| RO: Posiedzenie banku centralnego (lut) | -- | % | 7,0 | 7,0 | -- | -- |
| Środa, 14 lutego | | | | | | |
| RO: Inflacja CPI (sty) | 8:00 | % r/r | 6,6 | 7,2 | -- | -- |
| RO: Produkcja przemysłowa (gru) | 8:00 | % r/r | -4,4 | -- | -- | -- |
| RO: Wzrost PKB (4q) | 8:00 | % r/r | 1,1 | 1,5 | -- | -- |
| HUN: Wzrost PKB (4q) | 8:30 | % r/r | -0,4 | 0,9 | -- | -- |
| POL: Wzrost PKB (4q) | 10:00 | % r/r | 0,5 | 1,1 | 1,1 | -- |
| EUR: Wzrost PKB (4q) | 11:00 | % r/r | 0,1 | 0,1 | -- | -- |
| EUR: Zatrudnienie (4q) | 11:00 | % r/r | 1,3 | -- | -- | -- |
| EUR: Produkcja przemysłowa (gru) | 11:00 | % r/r | -6,8 | -4,4 | -- | -- |
| Czwartek, 15 lutego | | | | | | |
| RO: Sprzedaż przemysłowa (gru) | 8:00 | % r/r | -0,4 | -- | -- | -- |
| CZ: Inflacja CPI (sty) | 9:00 | % r/r | 6,9 | 3,0 | -- | -- |
| POL: Inflacja CPI (sty) | 10:00 | % r/r | 6,2 | 4,2 | 3,8 | -- |
| EUR: Bilans handlowy (gru) | 11:00 | mld | 14,8 | 15,6 | -- | -- |
| USA: Sprzedaż detaliczna (sty) | 14:30 | % m/m | 0,6 | -0,2 | -- | -- |
| USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sty) | 14:30 | % m/m | 0,4 | 0,1 | -- | -- |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut) | 14:30 | tys | 218,0 | 220 | -- | -- |
| USA: Produkcja przemysłowa (sty) | 15:15 | % m/m | 0,1 | 0,4 | -- | -- |
| Piątek, 16 lutego | | | | | | |
| USA: Rozpoczęte budowy domów (sty) | 14:30 | mld | 1,5 | 1,46 | -- | -- |
| USA: Pozwolenia na budowę (sty) | 14:30 | tys. | 1495 | 1515 | -- | -- |
| USA: Inflacja PPI (sty) | 14:30 | % r/r | 1,0 | 0,7 | -- | -- |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, wst.) | 16:00 | pkt. | 79 | 79 | -- | -- |

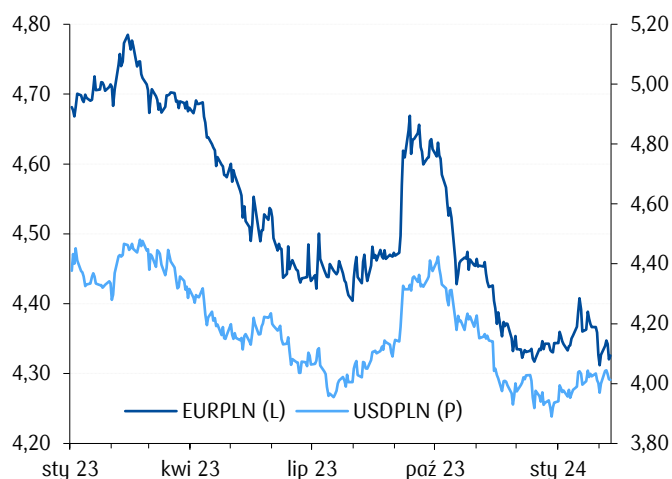
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

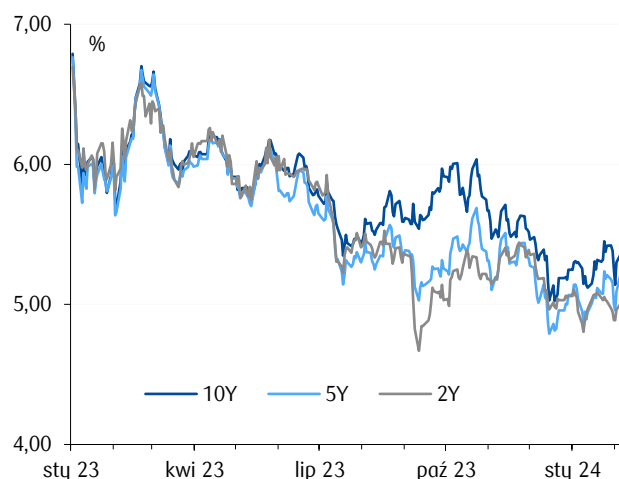
| | | Wartość 2024-02-09 | Δ 1D | Δ 1W | Δ (% , pb)* | | |
|------------------|----------------------|-----------------------|------|------|-------------|-------|-------|
| | | | | | Δ 4W | Δ 12M | Δ 36M |
| Waluty | EURPLN | 4,3258 | 0,1 | 0,0 | -0,7 | -9,4 | -3,6 |
| | USDPLN | 4,0104 | -0,1 | 0,1 | 1,0 | -10,3 | 7,5 |
| | CHFPLN | 4,5832 | -0,1 | -1,0 | -1,8 | -5,3 | 10,6 |
| | GBPPLN | 5,0667 | 0,0 | 0,3 | -0,2 | -5,9 | -0,9 |
| | EURUSD | 1,0787 | 0,2 | -0,1 | -1,6 | 1,0 | -10,3 |
| | EURCHF | 0,9439 | 0,3 | 0,9 | 1,2 | -4,3 | -12,8 |
| | GBPUSD | 1,2634 | 0,2 | -0,2 | -1,0 | 4,6 | -8,0 |
| | USDJPY | 149,33 | -0,1 | 0,7 | 3,2 | 13,7 | 41,6 |
| | EURCZK | 25,19 | -0,1 | 0,9 | 1,9 | 6,2 | -2,3 |
| | EURHUF | 387,25 | -0,2 | 0,7 | 2,2 | 0,0 | 8,5 |
| Obligacje | PL2Y | 5,01 | 0 | 4 | 4 | -116 | 488 |
| | PL5Y | 5,23 | -3 | 14 | 29 | -82 | 475 |
| | PL10Y | 5,36 | -2 | 6 | 24 | -74 | 410 |
| | DE2Y | 2,72 | 6 | 18 | 21 | -4 | 344 |
| | DE5Y | 2,33 | 5 | 18 | 26 | -7 | 302 |
| | DE10Y | 2,38 | 2 | 15 | 24 | 1 | 282 |
| | US2Y | 4,48 | 3 | 11 | 34 | -3 | 438 |
| | US5Y | 4,14 | 2 | 15 | 30 | 22 | 367 |
| | US10Y | 4,18 | 2 | 15 | 23 | 43 | 301 |
| Akcje | WIG | 78 450,7 | -0,3 | -1,4 | 3,1 | 30,7 | 36,5 |
| | WIG20 | 2 309,4 | -0,4 | -1,7 | 2,7 | 25,0 | 18,0 |
| | S&P500 | 5 026,6 | 0,6 | 1,4 | 5,1 | 22,9 | 29,3 |
| | NASDAQ100 | 17 962,4 | 1,0 | 1,8 | 6,7 | 46,0 | 32,0 |
| | Shanghai Composite** | 2 865,9 | 0,0 | 5,0 | -0,6 | -12,1 | -18,0 |
| | Nikkei** | 36 897,4 | 0,0 | 2,0 | 3,7 | 33,3 | 28,2 |
| | DAX | 16 926,5 | -0,2 | 0,0 | 1,3 | 10,6 | 20,4 |
| | VIX | 14,70 | 1,1 | -5,5 | 1,6 | -33,3 | -44,9 |
| Surowce | Ropa Brent | 82,2 | 0,7 | 6,3 | 5,0 | -4,9 | 38,5 |
| | Ropa WTI | 77,3 | 0,8 | 6,2 | 5,9 | -3,1 | 35,9 |
| | Złoto | 2021,4 | -0,5 | -0,7 | -1,5 | 8,7 | 11,8 |

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

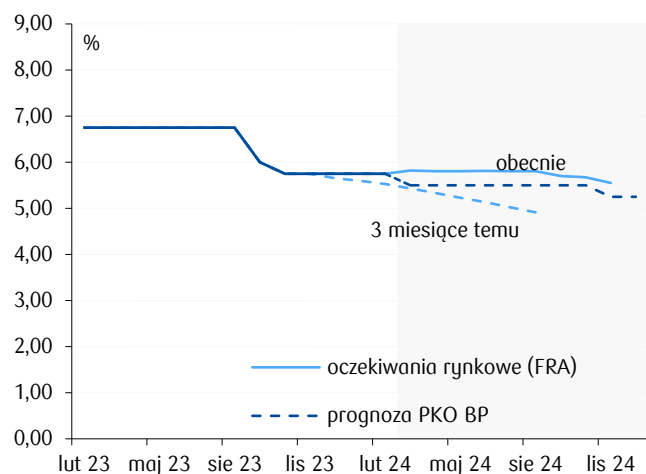
Notowania złotego wobec głównych walut



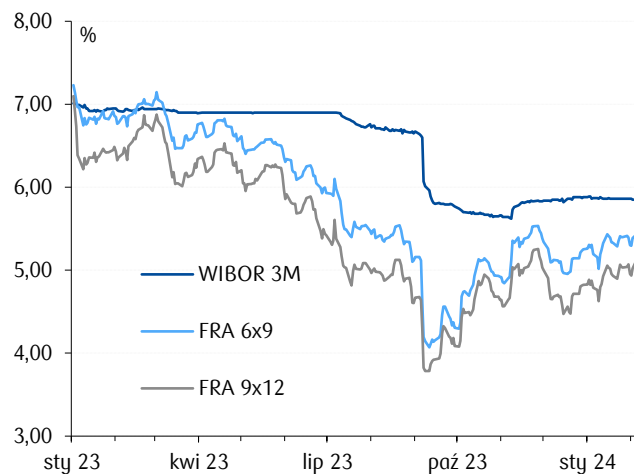
Rentowności polskich obligacji skarbowych



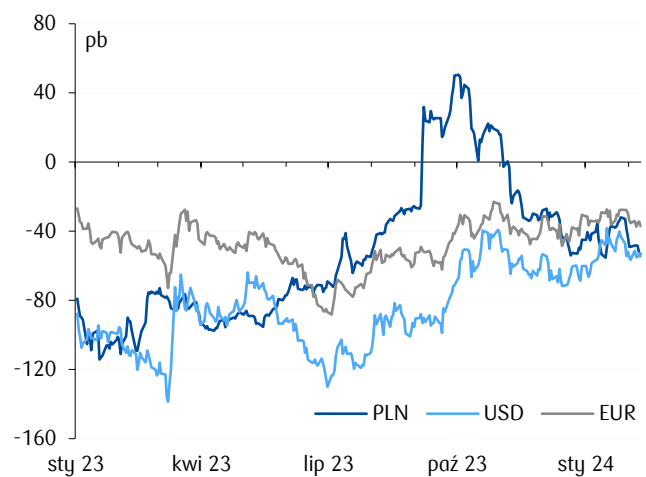
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



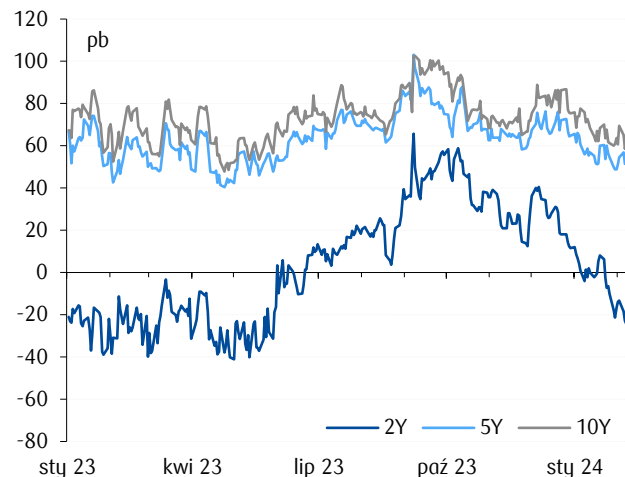
Krótkoterminowe stopy procentowe



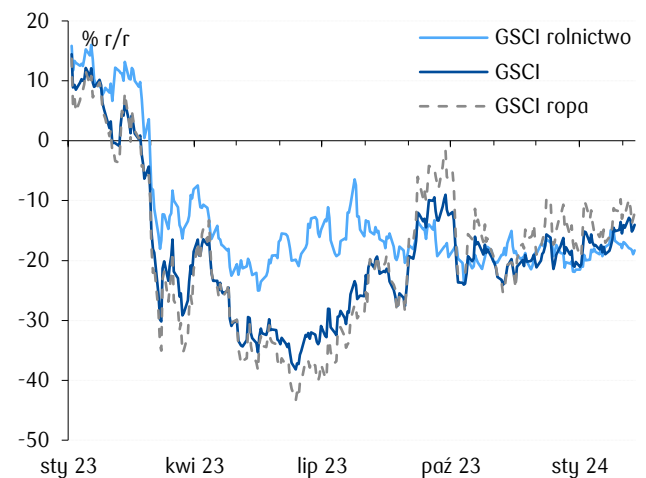
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



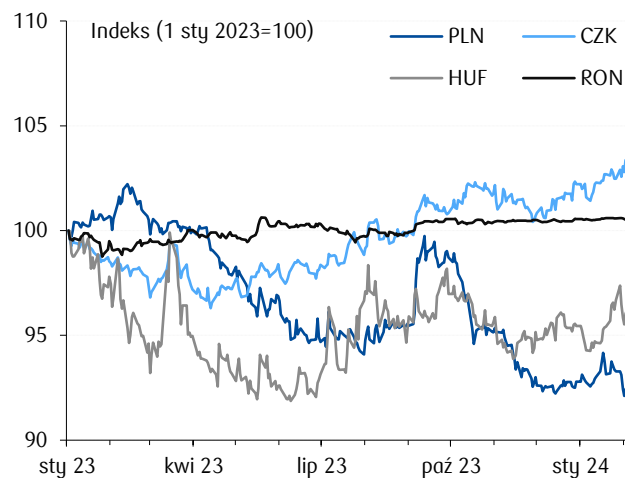
Spread asset swap dla PLN



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.

