

Tydzień pełen gospodarczych wrażeń

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Słabsze od oczekiwań dane o koniunkturze konsumenckiej i spadek przemysłowego ISM zachwiały w piątek wiarą amerykańskich inwestorów w trwałość dobrej koniunktury. Rentowności 10-letnich Treasuries lekko spadły, a dolar osłabił się wobec euro. Na krajowym rynku tydzień zakończył się spokojnie. Rentowności polskich obligacji nie zmieniły się znacząco, a złoty utrzymał się blisko poziomów z piątkowego otwarcia. Pod presją pozostaje węgierski forint, który w relacji do złotego był na koniec dnia w piątek najniższy w historii.
- W tym tygodniu gospodarcza nuda nie będzie nam doskwierać** – poznamy m.in. **wynik posiedzenia EBC (czw), raport z amerykańskiego rynku pracy za luty (pt), jak co pół roku zeznawać przed Kongresem będzie prezes Fed J.Powell (śr., czw.), a orędzie do narodu wygłosi prezydent J.Biden (wt.)**. W wypowiedziach J.Powella będziemy się doszukiwać sugestii dotyczących momentu rozpoczęcia obniżek stóp procentowych – zakładamy, że przewodniczący FOMC będzie raczej studiował rynkowe oczekiwania. **Gorąco będzie też w amerykańskiej polityce** – w „Superwtorek” wybrana zostanie największa liczba delegatów w prawyborach prezydenckich, co m.in. będzie próbierzem nastrojów przed listopadowymi wyborami w tzw. *swing states*. **Równoległe toczyć się będą prace legislacyjne w celu uniknięcia częściowego shutdownu** - w zeszłym tygodniu uchwalono prowizorium budżetowe, zapewniające finansowanie do 8. marca dla ok. 20% agencji federalnych i do 22. marca dla pozostałych 80% agencji federalnych.
- Ten tydzień dostarczy nowej wiedzy o kondycji amerykańskiego rynku pracy**. Przesmakiem będą **środkowe raporty ADP** (zatrudnienie w sektorze prywatnym), **raport JOLTS** (m.in. liczba wakatów i przepływy na rynku pracy) oraz cotygodniowy raport o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych (czw). **Daniem głównym będzie piątkowy raport BLS**. W lutym oczekiwane jest wyhamowanie przyrostu liczby etatów w sektorze pozarolniczym do 200 tys., po zaskakująco mocnych danych za styczeń (353 tys. i rewizje w górę za listopad i grudzień). **Stopa bezrobocia powinna pozostać bez zmian (3,7%), a miesięczna dynamika płac godzinowych wyhamować do 0,2% m/m z 0,6% m/m w styczniu**. W tle będą m.in. dane o kondycji sektora

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

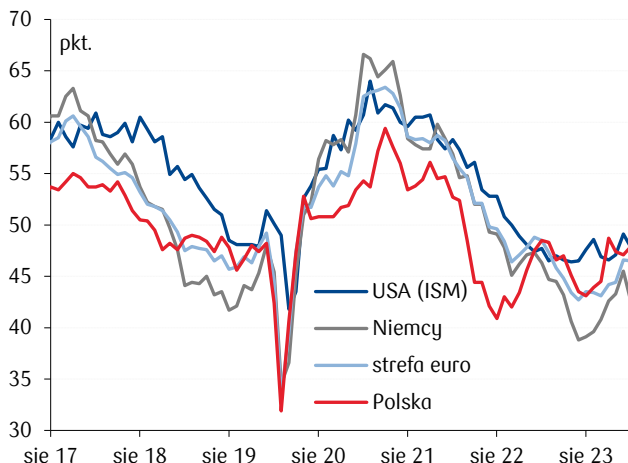
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania nkowe:

	Wartość 2024-03-01	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3173	0,0
USDPLN	3,9844	-0,1
CHFPLN	4,5019	-0,6
GBPPLN	5,0400	0,0
EURUSD	1,0836	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,02	-3
PL5Y	5,16	-3
PL10Y	5,26	-6
DE10Y	2,41	1
US10Y	4,19	-6
Indeksy akcyjne:		
WIG	82 172,4	0,3
DAX	17 735,1	0,3
S&P500	5 137,1	0,8
Nikkei**	40 109,2	0,5
Shanghai Comp.**	3 034,8	0,3
Surowce:		
Złoto	2073,60	1,4
Ropa Brent	83,55	-0,1

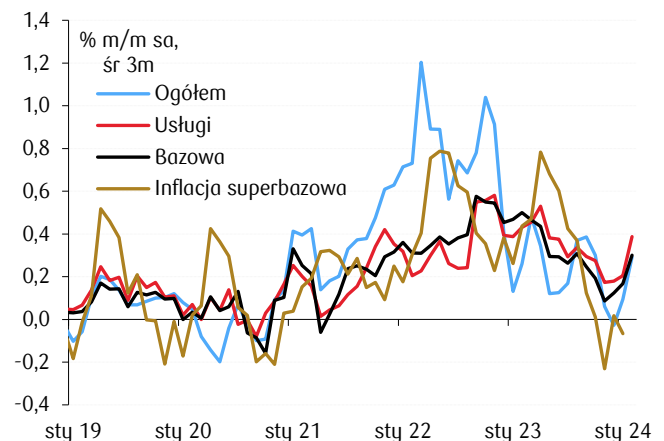
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w Europie



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Inflacja w strefie euro



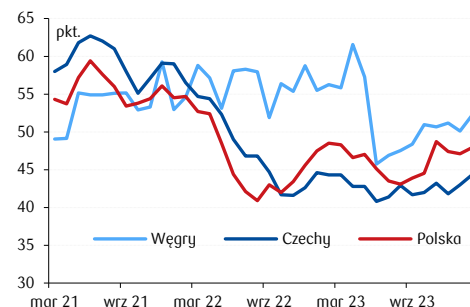
usługowego w lutym (ISM oraz zrewidowany raport PMI), zamówienia fabryczne za styczeń, czy czwartkowe dane o bilansie handlowym.

- **Co do czwartkowej decyzji EBC chyba nikt nie ma wątpliwości, że stopy pozostaną bez zmian.** Uwaga skupiona będzie na tym, czy decydenci podtrzymają *forward guidance* z posiedzenia w lutym, że jest jeszcze zdecydowanie za wcześnie, by rozważać rozpoczęcie obniżek stóp. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli banku (m.in. Prezes Ch.Lagarde czy Y.Stournarasa) sugerowały **możliwość pierwszej obniżki w czerwcu**, jeśli spadek inflacji miałby trwały charakter, a wzrost płac wyhamował. Nowa projekcja inflacyjna, prawdopodobnie niższa od poprzedniej, może skłonić EBC do nieco bardziej gołębniej komunikacji, ale nie sądzimy by padły jakiegokolwiek twarde deklaracje co do momentu pierwszej obniżki (my pierwszego ruchu oczekujemy już niedługo, w czerwcu).
- W tygodniu poznamy również kilka publikacji makro ze strefy euro. Dane o PPI pokażą wg nas, że skala deflacji w styczniu (wt.) nie była już dwucyfrowa (kons.: 8,6% r/r vs 10,6% r/r w grudniu). Jeszcze dziś poznamy **indeks Sentix** za marzec, mierzący oczekiwania inwestorów dotyczące kondycji gospodarki strefy euro.
- **W Polsce najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie RPP (śr.).** Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli Rady nie pozostawiają jednak złudzeń co do jego wyniku – **oczekiwana jest stabilizacja stóp, w tym stopy referencyjnej na poziomie 5,75%.** Warto jednak pamiętać, że Rada lubi zaskoczenia, inflacja kieruje się w stronę celu inflacyjnego, a ostatnie deklaracje ze strony rządu wskazują, że nie zrealizuje się scenariusz wzrostu cen energii o kilkadziesiąt procent. Prawdopodobna decyzja o braku obniżki stóp zostanie też podjęta pomimo **nowej projekcji NBP**, która na końcu jej horyzontu (2h26) powinna już pokazywać trwały powrót inflacji do celu. Szersze od komunikatu uzasadnienie decyzji Rady poznamy zapewne na **czwartkowej konferencji prasowej Prezesa NBP A.Glapńskiego.** Publikowane w piątek *minutes* RPP po posiedzeniu w lutym będą miały głównie wartość historyczną. Większe znaczenie dla przyszłości (zarówno inflacji jak i stóp procentowych) będą miały **decyzje dotyczące tarcz antyinflacyjnych** – Minister Finansów A.Domański sugerował, że w tym tygodniu mogą zapaść decyzje o wysokości stawki VAT na żywność, w marcu mamy też poznać więcej szczegółów na temat rozwiązań MKiŚ dotyczących cen nośników energii na 2h24.
- **Wśród danych z regionu CEE na uwagę zasługuje będą kolejne szacunki PKB za 4q23 z Węgier (wt.) oraz Rumunii (pt.).** W środę poznamy z kolei dane z węgierskiej sfery realnej (sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa), a w piątek inflację CPI za luty, która może wzrosnąć do 4,2% r/r z 3,8% r/r w styczniu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Wskaźnik PMI w przetwórstwie w lutym wzrósł do 47,9 pkt. z 47,1 pkt. w grudniu, co jest wynikiem lepszym od oczekiwań (kons.: 47,2 pkt., PKO: 46,9 pkt.). Pomimo poprawy, wskaźnik jest od 22 miesięcy w fazie dekonjunktury (poniżej 50 pkt.), co świadczy o trwałości problemów przetwórstwa. Spadki produkcji i nowych zamówień trwają rekordowo długo, jednak ich skala się zmniejsza. Istotnie poprawiły się natomiast oczekiwania przedsiębiorstw na kolejne 12 miesięcy, co może świadczyć, że wkrótce będziemy obserwowali poprawę koniunktury. Więcej w Makro Flashu: [Ożywienie na horyzoncie](#).
- **EUR:** W lutym ogólny wskaźnik PMI w przemyśle spadł do 46,5 pkt. z 46,6 pkt. w styczniu i został zrewidowany w górę o 0,4 pkt. względem wstępnego szacunku. Wskaźniki zamówień i aktywności zakupowej sygnalizują najmniejszy spadek od prawie roku. Oczekiwania co do wzrostu produkcji są na najwyższym poziomie od dziewięciu miesięcy. Zasadniczo

Wskaźniki PMI dla przetwórstwa w EŚiW

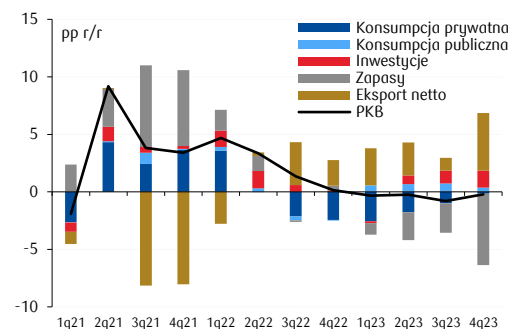


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

w większości badanych państw sytuacja się poprawia, a indeks nieznacznie spadł z powodu Niemiec. Grecja, Irlandia i Hiszpania odnotowały najlepsze wyniki od niemal 2 lat, a PMI przekracza tam już neutralną granicę 50 pkt.

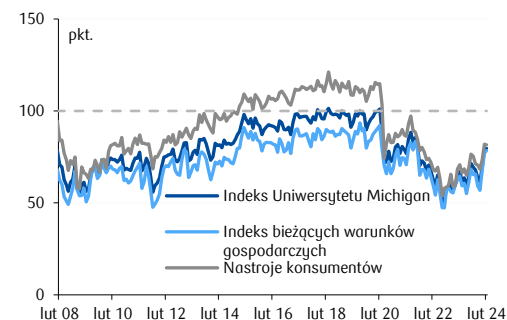
- **GER: Wskaźnik PMI w przetwórstwie za luty spadł do 42,5 pkt.** z 45,5 pkt. w styczniu i został zrewidowany w górę o 0,2 pkt. względem wstępnego odczytu. Przyspieszenie spadku produkcji i nowych zamówień prowadziło do głębszych cięć zatrudnienia. Pogorszyły się też oczekiwania na przyszłość, a do producentów niemieckich powrócił pesymizm. Słaby popyt w łańcuchach dostaw utrzymuje presję na spadek cen, które obniżyły się w szybszym tempie niż przed miesiącem.
- **HUN: Wskaźnik PMI w przetwórstwie wzrósł do 52,2 pkt.** w lutym z 50,1 pkt. w styczniu. Mimo wzrostu, wynik był niższy od długoterminowej średniej. Wolumen produkcji i nowe zamówienia wzrosły, jednak indeksy aktywności zakupowej i zatrudnienia obniżyły się. Wskaźniki kosztów produkcji i importu również wykazywały tendencję spadkową, podczas gdy eksport utrzymywał się powyżej poziomu neutralnego.
- **CZE: Wskaźnik PMI w przetwórstwie w lutym wzrósł do 44,3 pkt.** z 43,0 pkt. w styczniu. Sektor produkcyjny nadal ograniczał aktywność, chociaż spadek był najłagodniejszy od marca 2023. Firmy kontynuowały ograniczanie zatrudnienia, zakupów i zapasów w celu zmniejszenia wydatków, a oceny popytu zarówno krajowego, jak i zagranicznego pozostały na niskim poziomie. Niemniej jednak, producenci wykazywali najwyższy od roku optymizm co do przyszłej produkcji.
- **CZE: W 4q23 gospodarka powróciła do wzrostu po wyraźnym spowolnieniu latem.** Finalny odczyt PKB pokazał wzrost o 0,2% q/q, ale cały 2023 zamknął się spadkiem o 0,4%. Jednym z głównych motorów koniunktury na koniec 2023 była konsumpcja gospodarstw domowych, która wzrosła o 0,6% q/q. Stało się tak w dużej mierze dzięki zatrzymaniu spadku płac realnych. Dane z końca ubiegłego roku dają więc nadzieję na odwrócenie negatywnych tendencji w konsumpcji gospodarstw domowych, która do tej pory była hamulcem wzrostu gospodarczego. Inwestycje wzrosły o 8,1% q/q, a ich wkład do wzrostu wyniósł 1,5pp. Wkład eksportu netto do rocznej dynamiki PKB wyniósł 5,0pp, jednak, podobnie jak w Polsce, został on zniwelowany silnie ujemnym wkładem zmiany stanu zapasów (-6,2pp).
- **EUR: W lutym inflacja HICP wyniosła 2,6% r/r, co było wynikiem wyższym od oczekiwań** (kons.: 2,5% r/r), ale niższym niż 2,8% r/r w styczniu. Dezinflacja spowolniła też w przypadku inflacji bazowej, która w lutym wyniosła 3,1% r/r w porównaniu do 3,3% r/r w styczniu. Inflacja jest głównie napędzana przez ceny żywności i usług, które wzrosły odpowiednio o 4,0% r/r i 3,9% r/r. Stabiej, o 1,6% r/r, wzrosły ceny nieenergetycznych towarów przemysłowych. Ceny energii spadły natomiast o 3,7% r/r, najstabiej od pięciu miesięcy.
- **EUR: W styczniu stopa bezrobocia zharmonizowanego (sa) wyniosła 6,4%,** była o 0,1pp niższa niż miesiąc wcześniej i o 0,2pp niższa niż rok wcześniej. Stopa bezrobocia w UE wyniosła 6,0% i wzrosła o 0,1pp m/m. Bezrobocie wśród mężczyzn wyniosło 6,1%, natomiast wśród kobiet było wyższe i wyniosło 6,8%. Bezrobocie wśród młodzieży (poniżej 25 roku życia) wyniosło 14,9%. **Polska, z wynikiem 2,9%, jest wiceliderem (za Maltą) rankingu państw UE o najniższej stopie bezrobocia.**
- **USA: Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan w lutym spadł po raz pierwszy od 3 miesięcy i wyniósł 76,9 pkt.** wobec 79 pkt. w styczniu. Wynik był słabszy od najniższej prognozy w konsensusie Bloomberg, ale nie sygnalizuje odwrócenia wzrostowego trendu. Źródłem rozczarowania mogła być zwiększona wrażliwość nastrojów na rosnące ceny paliw, która skutkowała też wyższą percepcją inflacji. Badanie pokazało

Dekompozycja PKB Czech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Koniunktura konsumencka w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

niewielki wzrost oczekiwań inflacyjnych w horyzoncie roku (do 3% wobec 2,9% oczekiwanych w styczniu) i stabilizację oczekiwań długoterminowych (w horyzoncie 5-10 lat) na poziomie 2,9%.

- **USA:** Lutowe badania koniunktury w amerykańskim przemyśle dają niejednoznaczny obraz, choć są spójne co do jednego pozytywnego sygnału – ożywienia popytu zagranicznego. W lutym indeks ISM w przemyśle obniżył się do 47,8 pkt. (z 49,1 pkt.), wbrew oczekiwaniom na wzrost (kons.: 49,5 pkt.) i po raz 16. utrzymał się poniżej poziomu neutralnego. Pogorszenie względem stycznia wynikało z redukcji produkcji, zapasów i zatrudnienia. Pozytywnym sygnałem jest ożywienie w handlu zagranicznym – w lutym obserwowano wyraźny wzrost zamówień eksportowych i importu. **Lepsze nastroje w amerykańskim przemyśle pokazuje indeks PMI, który w lutym poprawił się, i to mocniej niż wskazywał wstępny szacunek.** Finalny wskaźnik wyniósł 52,2 pkt. (wobec 51,5 wstępnie i 50,7 pkt. w styczniu). Nastroje badanych firm były najlepsze od połowy 2022, a ich poprawa wynikała ze wzrostu nowych zamówień (krajowych i zagranicznych), który przekładał się na wzrost sprzedaży i zatrudnienia. Presja kosztowa była ograniczona dzięki zmniejszeniu barier w łańcuchach dostaw, ale wzrost popytu sprzyjał podwyżkom cen sprzedawanych towarów.
- **GER:** Rząd przygotowuje pakiet stymulujący gospodarkę o wartości 7 mld EUR i planuje uzyskać zgodę parlamentu na jego wdrożenie przed przerwą wakacyjną. Projekt jest odpowiedzią na stagnację gospodarczą (prognozy PKB na 2024 obniżono z 1,3% do 0,2%) i ma pomóc uporać się z największymi wyzwaniami niemieckiej gospodarki m.in. poprzez zmniejszanie obciążeń podatkowych dla firm.

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 1 marca						
POL: PMI w przetwórstwie (lut.)	9:00	pkt.	47,1	47,2	46,9	47,9
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)	10:00	pkt.	46,6	46,1	--	46,5
EUR: Inflacja HICP (lut.)	11:00	% r/r	2,8	2,6	--	2,6
USA: PMI w przetwórstwie (lut., rew.)	15:45	pkt.	50,7	51,5	--	52,2
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., rew.)	16:00	pkt.	79,0	79,6	--	76,9
Poniedziałek, 4 marca						
EUR: Indeks Sentix (mar.)	10:30	pkt.	-12,9	-11,0	--	--
Wtorek, 5 marca						
HUN: Wzrost PKB (4q)	8:30	% r/r	-0,4	0,0	--	--
GER: PMI w usługach (lut., rew.)	9:55	pkt.	47,7	48,2	--	--
EUR: PMI w usługach (lut., rew.)	10:00	pkt.	48,4	50	--	--
EUR: Inflacja PPI (sty.)	11:00	% r/r	-10,6	-8,1	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (sty.)	16:00	% m/m	0,2	-2,2	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sty., rew.)	16:00	% m/m	5,4	-6,1	--	--
Środa, 6 marca						
GER: Eksport (sty.)	8:00	% m/m	-4,6	1,5	--	--
GER: Import (sty.)	8:00	% m/m	-6,7	2,0	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:30	% r/r	-8,7	-3,5	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (sty.)	8:30	% r/r	-0,2	0,6	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (sty.)	11:00	% r/r	-0,8	-1,4	--	--
USA: Raport ADP (lut.)	14:15	tys.	107	150	--	--
USA: Raport JOLTS (sty.)	16:00	mln	9,026	8,890	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	5,75	5,75	5,75	--
Czwartek, 7 marca						
GER: Zamówienia fabryczne (sty.)	8:00	% m/m	8,9	-6,0	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (sty.)	8:00	% r/r	2,7	-4,6	--	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	4,5	4,5	4,5	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	4,0	4,0	4,0	--
USA: Bilans handlowy (sty.)	14:30	mld USD	-62,2	-62,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	215	218	--	--
Piątek, 8 marca						
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% m/m	-1,6	0,7	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (sty.)	8:00	% r/r	-3,0	-5,0	--	--
GER: Inflacja PPI (sty.)	8:00	% r/r	-8,6	-6,6	--	--
RO: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	1,1	2,9	--	--
HUN: Inflacja CPI (lut.)	8:30	% r/r	3,8	4,2	--	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	0,1	0,1	--	--
EUR: Zatrudnienie (4q)	11:00	% r/r	1,3	--	--	--
POL: Minutes RPP (lut.)	14:00	--	--	--	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lut.)	14:30	tys.	353	200	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lut.)	14:30	%	3,7	3,7	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lut.)	14:30	% r/r	4,5	4,3	--	--

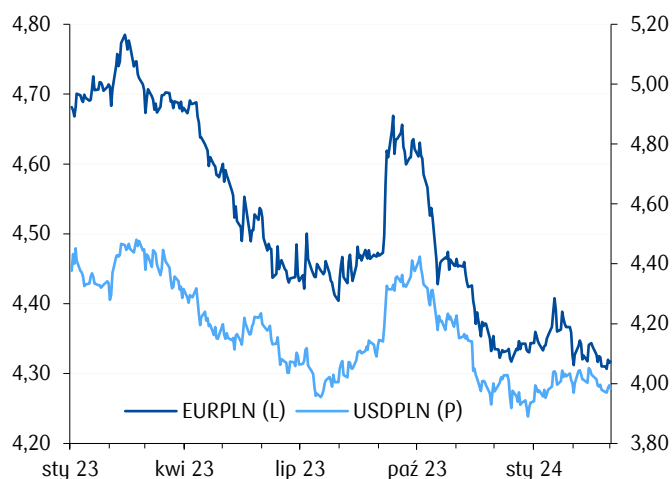
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

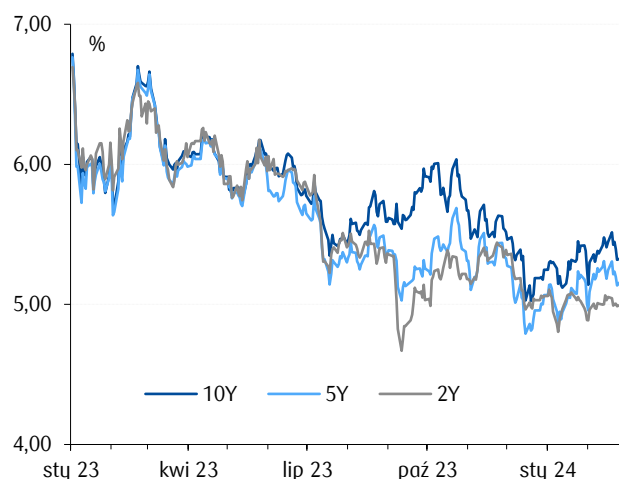
		Wartość 2024-03-01	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3173	0,0	0,2	-0,2	-8,3	-4,5
	USDPLN	3,9844	-0,1	0,0	-0,5	-10,3	7,0
	CHFPLN	4,5019	-0,6	-0,4	-2,7	-4,8	9,4
	GBPPLN	5,0400	0,0	0,0	-0,2	-5,4	-3,4
	EURUSD	1,0836	0,1	0,1	0,3	2,2	-10,7
	EURCHF	0,9590	0,6	0,6	2,6	-3,7	-12,7
	GBPUSD	1,2654	0,0	-0,2	0,0	5,6	-9,5
	USDJPY	150,13	0,3	-0,3	1,3	10,1	40,9
	EURCZK	25,35	0,2	0,0	1,5	8,0	-3,2
	EURHUF	393,33	0,0	1,2	2,3	3,8	8,5
Obligacje	PL2Y	5,02	-3	3	5	-136	486
	PL5Y	5,16	-3	2	7	-136	428
	PL10Y	5,26	-6	-6	-4	-129	365
	DE2Y	2,88	-1	2	34	-33	355
	DE5Y	2,43	0	5	28	-41	299
	DE10Y	2,41	1	5	18	-30	267
	US2Y	4,54	-8	-15	17	-32	440
	US5Y	4,17	-8	-12	18	-9	339
	US10Y	4,19	-6	-7	16	22	273
Akcje	WIG	82 172,4	0,3	-1,3	3,3	36,5	44,2
	WIG20	2 424,7	0,3	-2,1	3,2	31,6	27,1
	S&P500	5 137,1	0,8	0,9	3,6	27,0	34,8
	NASDAQ100	18 302,9	1,4	2,0	3,7	48,9	41,8
	Shanghai Composite**	3 034,8	0,3	1,0	11,2	-8,8	-13,5
	Nikkei**	40 109,2	0,5	2,6	10,9	43,6	38,5
	DAX	17 735,1	0,3	1,8	4,8	13,8	28,6
	VIX	15,10	7,8	4,6	-2,9	-27,1	-43,6
Surowce	Ropa Brent	83,6	-0,1	2,4	8,0	-2,7	26,3
	Ropa WTI	80,9	2,1	4,3	11,2	1,7	27,3
	Złoto	2073,6	1,4	2,0	1,9	12,3	20,0

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

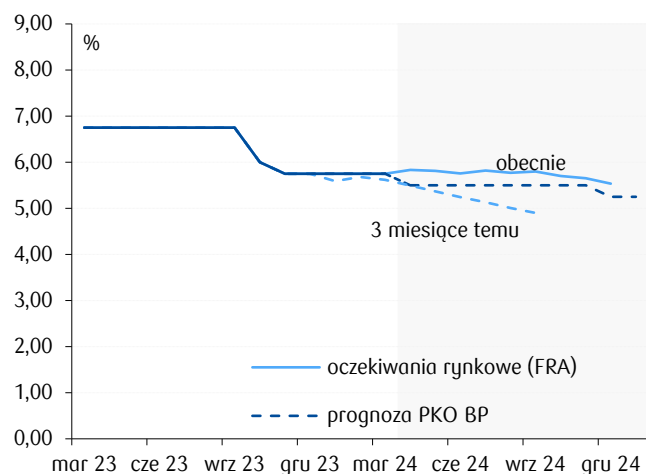
Notowania złotego wobec głównych walut



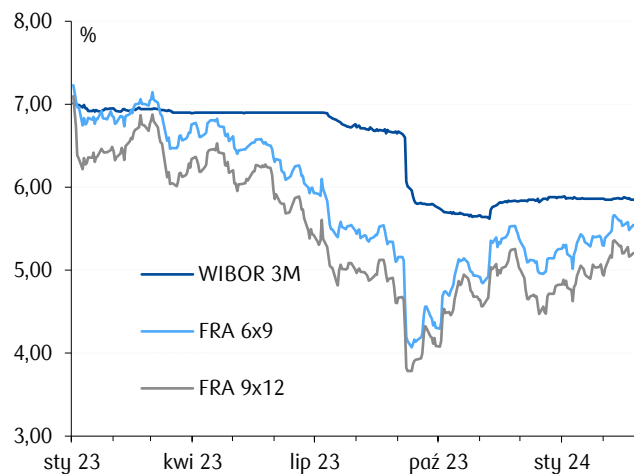
Rentowności polskich obligacji skarbowych



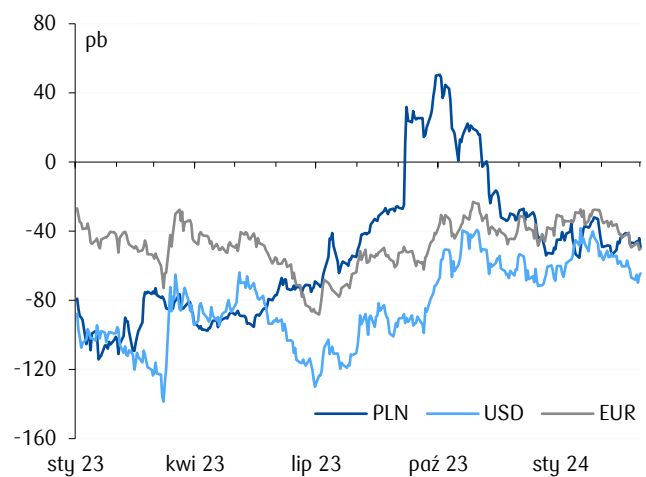
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



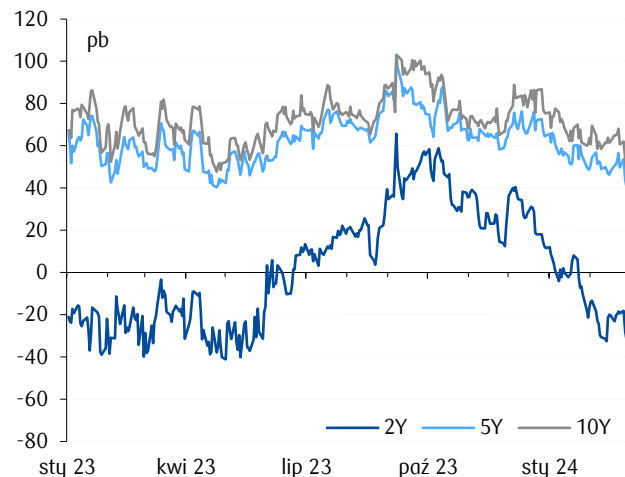
Krótkoterminowe stopy procentowe



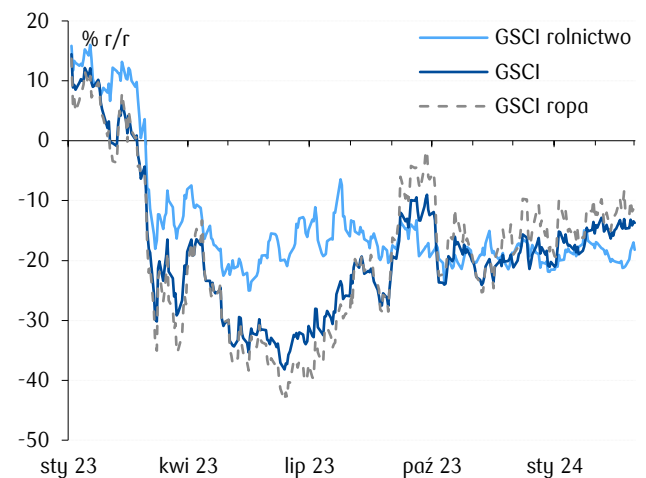
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



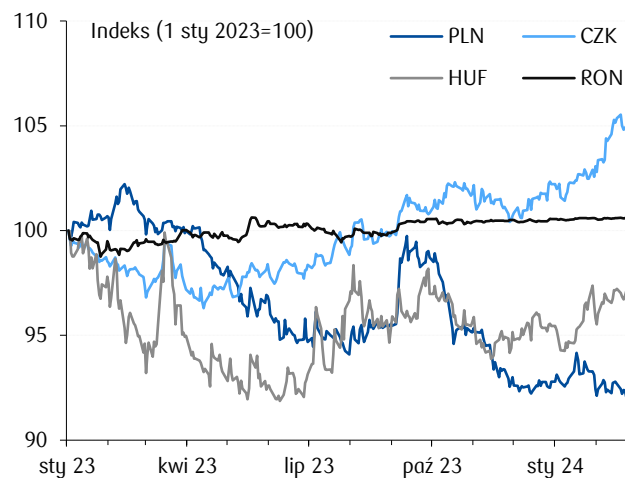
Spread asset swap dla PLN



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.

