

Nadwyżka towarowa topnieje

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Amerykańskie indeksy giełdowe, podobnie jak rynki na całym świecie, kontynuują spadki wywołane dalszą wyprzedażą obligacji po piątkowych danych z rynku pracy. Wzrost zatrudnienia nasilił obawy, że Fed w najbliższym czasie nie zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych. W efekcie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA wczoraj dalej rosły. Notowania ropy naftowej osiągnęły najwyższy poziom od pięciu miesięcy, co jest związane z kolejną falą amerykańskich sankcji wymierzonych w rosyjski sektor energetyczny i możliwym ograniczeniem dostaw surowca. Złoty kontynuował osłabienie wobec głównych walut – kurs EURPLN wzrósł do poziomu 4,27, a USDPLN do 4,19. Na rynku długu rentowności krajowych obligacji przesunęły się w górę na całej długości krzywej. Wydarzeniem była pierwsza od pandemii (2020) aukcja bonów skarbowych.
- Wtorek upłynie pod znakiem publikacji grudniowych danych o inflacji z naszego regionu oraz USA.
- W Rumunii prognozy wskazują na utrzymanie inflacji na poziomie 5,1% r/r, co byłoby zgodne z wynikiem za listopad. Taki scenariusz potwierdziłby uporczywy charakter presji inflacyjnej, który oznacza, że proces dezinflacji może być długotrwały i wymagać dalszych interwencji ze strony banku centralnego.
- Na Węgrzech z kolei konsensus przewiduje wzrost inflacji w grudniu do 4,4% r/r z 3,7% r/r poprzednio. Na danych wciąż ciąży nasilony impet inflacyjny w sektorze usług. Dodatkowo, na wynik za grudzień wpływają efekty bazy statystycznej, wynikające z nagłego spadku inflacji w analogicznym miesiącu ubiegłego roku.
- W USA wstępem do jutrzejszych danych o inflacji CPI będzie indeks cen producentów, który wg konsensusu wskaże na wzrost ich dynamiki w grudniu do 3,5% r/r z 3,0% r/r. Będzie on wynikał z efektów bazy, gdyż inflacja w ujęciu m/m spowolni do 0,3% z 0,4% poprzednio. Słabnące siły dezinflacyjne od strony cen producentów najpewniej przełożą się w podobny sposób na ceny konsumpcyjne, co spowolni drogę inflacji do

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

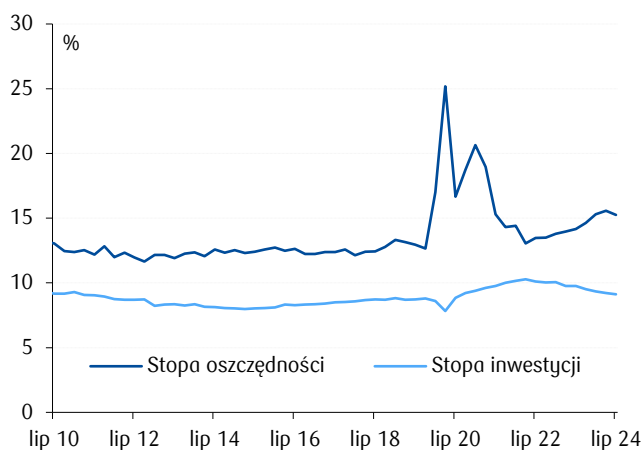
Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-01-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2735	0,1
USDPLN	4,1909	0,7
CHFPLN	4,5574	0,3
GBPPLN	5,0864	0,1
EURUSD	1,0197	-0,5
Obligacje:		
PL2Y	5,31	8
PL5Y	5,83	6
PL10Y	6,10	6
DE10Y	2,59	2
US10Y	4,79	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	80 971,8	-1,5
DAX	20 132,9	-0,4
S&P500	5 836,2	0,2
Nikkei**	39 190,4	0,0
Shanghai Comp.**	3 153,6	-0,5
Surowce:		
Złoto	2666,05	-0,9
Ropa Brent	81,01	1,6

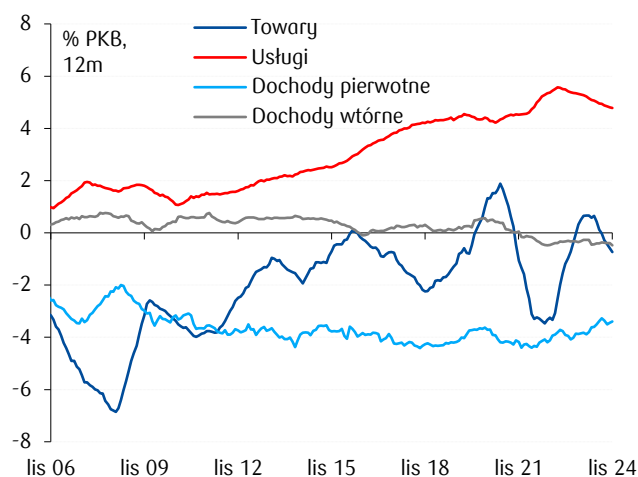
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.

*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stopa oszczędności i inwestycji gospodarstw domowych w strefie euro



Główne składowe krajowego rachunku bieżącego

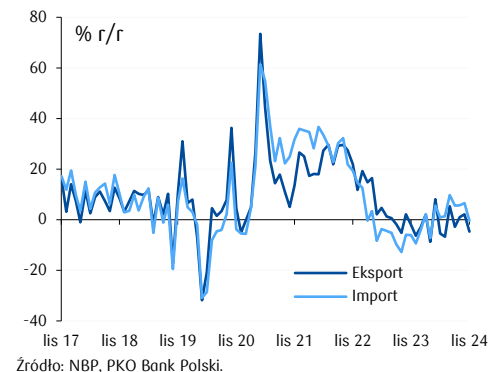


celu Fedu i tym samym stanowi ryzyko dla potencjalnych obniżek stóp procentowych w bieżącym roku.

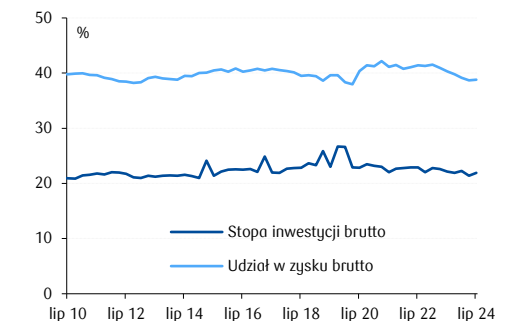
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** W listopadzie deficyt rachunku bieżącego wyniósł 521 mln EUR (PKOe: -49 mln EUR, kons.: +89 mln EUR) wobec 1,22 mld EUR nadwyżki w październiku. W ujęciu 12m nadwyżka spadła do 0,2% PKB z 0,4% PKB. Import towarów spadł o 0,4% r/r, a eksport o 4,7% r/r, co było efektem m.in. negatywnego wpływu kalendarza oraz problemów w branży transportowej. Import aut osobowych wzrósł przed wprowadzeniem nowych norm emisji. Od maja rachunek towarowy pozostaje w deficycie, który w ujęciu 12m wyniósł 0,7% PKB. W 2025 spodziewamy się pogorszenia równowagi zewnętrznej i wzrostu deficytu na rachunku bieżącym ze względu na ograniczoną przestrzeń do ożywienia eksportu, przy dużo lepszych perspektywach dla importu. Więcej w Makro Flash: [Import ponownie pod kreską](#).
- EUR:** P.Lane (główny ekonomista EBC) stwierdził, że EBC może dalej luzować politykę w 2025, ale musi znaleźć równowagę, by uniknąć recesji i opóźnień w obniżaniu inflacji. Ostrzegł, że zbyt szybkie obniżki stóp utrudnią kontrolę inflacji w sektorze usług, ale utrzymywanie zbyt wysokich stóp przez dłuższy czas może spowodować, że inflacja spadnie poniżej celu 2%. Kluczowe dla stabilizacji cen będzie obniżenie inflacji usługowej. Spowolnienie wzrostu płac w 2025 powinno wspierać dalszy spadek inflacji. Mimo że wzrost gospodarczy niemal się zatrzymał, P.Lane nie dostrzega ryzyka recesji wymagającej radykalnego poluzowania polityki. Nie widzi też takiej konieczności w celu obniżenia inflacji, ponieważ – jego zdaniem – wszystkie warunki do jej ustabilizowania są już spełnione. O.Rehn (EBC, Bank Finlandii) przewiduje, że stopy procentowe w strefie euro osiągną poziom neutralny do końca 1h25. Wskazał na postępującą dezinflację, osłabienie presji płacowej i pogorszenie perspektyw wzrostu. Podkreślił, że przyszłe decyzje będą uzależnione od bieżących danych o inflacji i skuteczności transmisji polityki monetarnej.
- EUR:** W 3q24 stopa oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro spadła do 15,3% z 15,6% w 2q24, co wynika z szybszego wzrostu konsumpcji (+1,1% k/k) niż dochodu do dyspozycji (+0,7% k/k). Jednocześnie stopa inwestycji gospodarstw domowych obniżyła się z 9,2% do 9,1% w związku ze spadkiem nakładów brutto na środki trwałe o 0,2%. Stopa zysku przedsiębiorstw (niefinansowych) wzrosła minimalnie, do 38,8% z 38,7%, co było efektem wzrostu wartości dodanej brutto (1,4% k/k) przewyższającego wzrost kosztów wynagrodzeń i podatków (1,2% k/k). Stopa inwestycji firm wzrosła do 21,9% z 21,4%, napędzana dynamicznym wzrostem nakładów na środki trwałe (+3,7%), wyższym niż tempo wzrostu wartości dodanej. Dane wskazują na pierwsze skutki obniżek stóp procentowych przez EBC, które prowadzą do spadku skłonności do oszczędzania, prowadząc do wzrostu konsumpcji, co powinno skutkować wyczekiwany ożywieniem aktywności gospodarczej strefy euro. Wzrost aktywności inwestycyjnej firm odzwierciedla większą skłonność do rozbudowy kapitału, mimo wzrostu kosztów pracy. Dla Polski to dobre wiadomości, które mogą oznaczać zwiększone zapotrzebowanie na dobra kapitałowe i wyższy popyt eksportowy.
- CZE:** Inflacja CPI w grudniu wzrosła do 3,0% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej, choć okazała się niższa od rynkowego konsensusu. Głównymi źródłami wzrostu były wyższe ceny żywności (1,7% r/r wobec 0,9% r/r) oraz transportu (1,4% r/r względem 0,1% r/r poprzednio). Zaskoczeniem w stosunku do prognoz mogły być ceny związane z użytkowaniem

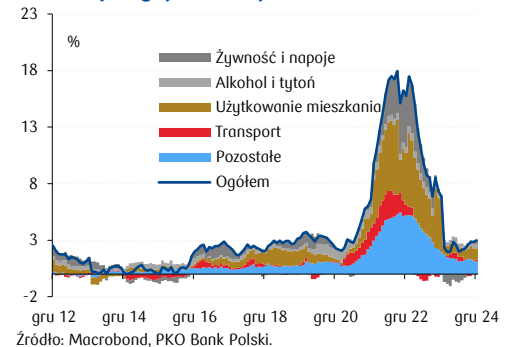
Eksport i import towarów z/do Polski



Stopa oszczędności i zysku przedsiębiorstw niefin. w strefie euro



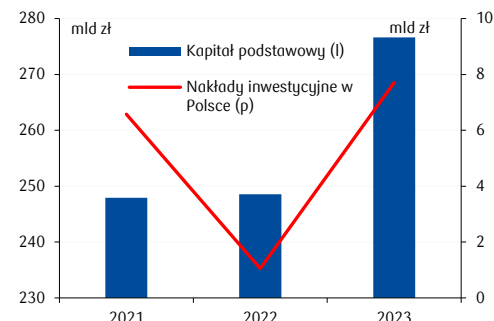
Dekompozycja inflacji CPI w Czechach



mieszkania, których dynamika spowolniła do 3,9% r/r z 4,2% r/r. Inflacja bazowa utrzymała wzrost o 2,3% r/r z listopada. Na początku roku inflacja prawdopodobnie utrzyma się w górnym paśmie celu CNB (2-3%) i pozostanie blisko celu w kolejnych miesiącach.

- **CZE:** Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła o 4,3% r/r (sa), blisko oczekiwań. W głównych kategoriach odnotowano spowolnienie sprzedaży żywności do 0,4% r/r z 2,1% r/r i paliw do 10,8% r/r z 12,9% r/r. Mimo odbicia konsumpcji, wzrost opiera się na niskiej bazie z lat poprzednich. Te dane są argumentem za łagodniejszą polityką CNB. **Natomiast nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wzrosła w listopadzie do 30 mld CZK**, co oznacza wzrost do 1,5%PKB z 1,3% PKB, w ujęciu płynnego roku. Eksport wzrósł o 2,2% r/r, przy spadku importu o 0,6% r/r.
- **POL:** W 2023 działało 24 964 przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, co oznacza wzrost o 12,4% r/r. Większość stanowiły mikro i małe firmy (80%), ale największy udział w zatrudnieniu (76,4%) miały duże podmioty. Kapitał podstawowy osiągnął 276,7 mld PLN, i pochodził głównie z UE (80,5%). Największymi inwestorami były Holandia, Niemcy, Francja i Luksemburg. Przedsiębiorstwa te zatrudniały 2,22 mln osób (+1,6% r/r), głównie w przetwórstwie przemysłowym (43,6%) i handlu (22,4%). Przychody ogółem wyniosły 2 821 mld PLN (+5,9%), a koszty 2 686 mld PLN. Eksport generowało 51,7% firm, osiągając z tego tytułu przychód 940 mld PLN. Zakupy z importu realizowało 55,2% firm. Nakłady inwestycyjne wyniosły 121,9 mld PLN, z czego 45,6% przypadło na przetwórstwo przemysłowe.
- **EUR:** EBC przedstawił [artykuł](#) w którym analizuje, jak zmienność ryzyka w gospodarce wpływa na oczekiwania inwestorów wobec inflacji i premii za ryzyko. Wykazano, że w czasach dominacji szoków podaźowych, takich jak wzrost cen surowców, inflacja staje się większym zagrożeniem, co prowadzi do wzrostu premii za ryzyko. W latach 80., kiedy takie szoki były powszechne, inwestorzy domagali się większych „rekompensat”. Od lat 90., gdy zaczęły dominować szoki popytowe, inflacja była bardziej przewidywalna, a premie za ryzyko malały lub stawały się ujemne. Kluczowym wnioskiem jest to, że zmieniająca się korelacja między inflacją a konsumpcją – zależna od dominujących w gospodarce szoków – wpływa na postrzeganie inflacji przez inwestorów. W czasach stabilniejszych rynki stają się mniej wrażliwe na ryzyko inflacyjne.

Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 stycznia						
USA: Przeciętna płaca godzinowa (gru.)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	3,9
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (gru.)	14:30	tys.	212	163	156	256
USA: Stopa bezrobocia (gru.)	14:30	%	4,2	4,2	--	4,1
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., wst.)	16:00	pkt.	74	74	--	73,2
Poniedziałek, 13 stycznia						
CZE: Inflacja CPI (gru.)	9:00	% r/r	2,8	3,3	--	3,0
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (lis.)	10:00	mld CZK	12,99	--	--	30,0
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lis.)	14:00	mldn EUR	1220	89	-49	-521
POL: Import (lis.)	14:00	% r/r	1,8	1,8	0,5	-0,4
POL: Eksport (lis.)	14:00	% r/r	-3,0	-2,3	-4,1	-4,7
Wtorek, 14 stycznia						
ROM: Inflacja CPI (gru.)	8:00	% r/r	5,1	5,1	--	--
HUN: Inflacja CPI (gru.)	8:30	% r/r	3,7	4,4	--	--
USA: Inflacja PPI (gru.)	14:30	% r/r	3,0	3,5	--	--
Środa, 15 stycznia						
ROM: Produkcja przemysłowa (lis.)	8:00	% r/r	-0,9	--	--	--
POL: Inflacja CPI (gru., rew.)	10:00	% r/r	4,7	4,8	4,8	--
GER: Wzrost PKB (2024)	10:00	% r/r	-0,3	-0,2	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (lis.)	11:00	% r/r	-1,2	--	--	--
USA: Inflacja CPI (gru.)	14:30	% r/r	2,7	2,9	2,9	--
USA: Inflacja bazowa (gru.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego (sty.)	--	%	6,50	6,50	6,50	--
Czwartek, 16 stycznia						
GER: Inflacja CPI (gru., rew.)	8:00	% r/r	2,2	2,6	--	--
GER: Inflacja HICP (gru., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,8	--	--
ROM: Wynagrodzenie (lis.)	8:00	% r/r	12,3	--	--	--
EUR: Bilans handlowy (lis.)	11:00	mld	6,1	--	--	--
POL: Inflacja bazowa (gru.)	14:00	% r/r	4,3	4,2	4,2	--
USA: Sprzedaż detaliczna (gru.)	14:30	% m/m	0,7	0,5	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (gru.)	14:30	%, m/m	0,2	0,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sty.)	14:30	tys	201	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (sty.)	--	%	5,75	5,75	5,75	--
Piątek, 17 stycznia						
CHN: Wzrost PKB (4q)	3:00	% r/r	4,6	5,0	--	--
EUR: Inflacja HICP (gru., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,4	--	--
EUR: Inflacja bazowa (gru., rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,7	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (gru.)	14:30	mldn	1,289	1,315	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (gru., wst.)	14:30	tys.	1,493	1,458	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (gru.)	15:15	% m/m	-0,1	0,3	--	--

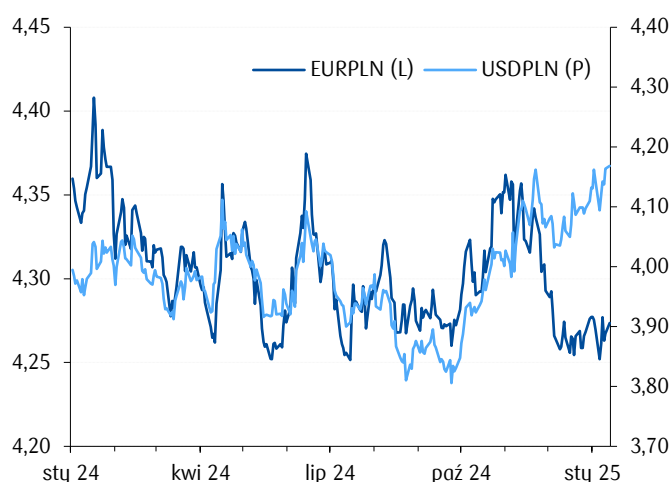
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

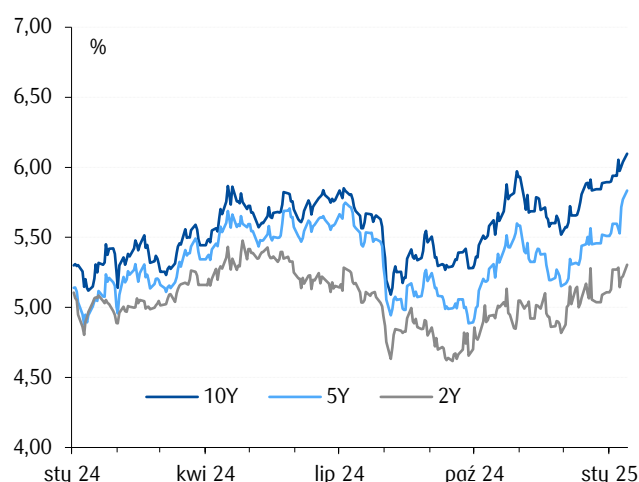
		Wartość 2025-01-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2735	0,1	0,5	0,4	-2,1	-5,9
	USDPLN	4,1909	0,7	2,4	3,5	5,1	4,5
	CHFPLN	4,5574	0,3	0,8	0,4	-2,3	5,2
	GBPPLN	5,0864	0,1	-0,8	-1,0	0,2	-6,6
	EURUSD	1,0197	-0,5	-1,9	-3,0	-6,9	-9,9
	EURCHF	0,9377	-0,2	-0,3	0,0	0,1	-10,5
	GBPUSD	1,2153	-0,6	-2,9	-4,2	-4,6	-10,4
	USDJPY	157,53	0,0	0,0	2,1	8,1	36,9
	EURCZK	25,23	0,6	0,3	0,8	2,2	3,6
Obligacje	EURHUF	413,13	0,0	-0,7	1,1	9,0	15,3
	PL2Y	5,31	8	3	14	27	171
	PL5Y	5,83	6	24	38	83	173
	PL10Y	6,10	6	16	21	95	201
	DE2Y	2,29	1	9	24	-30	288
	DE5Y	2,40	2	13	33	26	277
	DE10Y	2,59	2	14	35	39	263
	US2Y	4,39	2	13	15	24	349
	US5Y	4,61	3	19	36	77	307
Akcje	US10Y	4,79	2	17	39	84	301
	WIG	80 971,8	-1,5	-0,6	-0,8	7,8	15,0
	WIG20	2 221,3	-1,6	-0,7	-2,2	0,2	-3,1
	S&P500	5 836,2	0,2	-2,3	-3,9	22,0	25,0
	NASDAQ100	20 784,7	-0,3	-3,6	-5,9	23,5	33,1
	Shanghai Composite**	3 153,6	-0,5	-1,7	-6,9	9,3	-12,2
	Nikkei**	39 190,4	0,0	-0,3	-0,7	9,2	37,6
	DAX	20 132,9	-0,4	-0,4	-0,9	21,1	27,7
Surowce	VIX	18,91	-2,0	8,8	13,8	30,7	-12,9
	Ropa Brent	81,0	1,6	6,2	9,6	3,7	0,2
	Ropa WTI	79,6	3,0	7,1	12,0	9,1	1,7
	Złoto	2666,1	-0,9	1,1	0,4	29,8	48,5

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

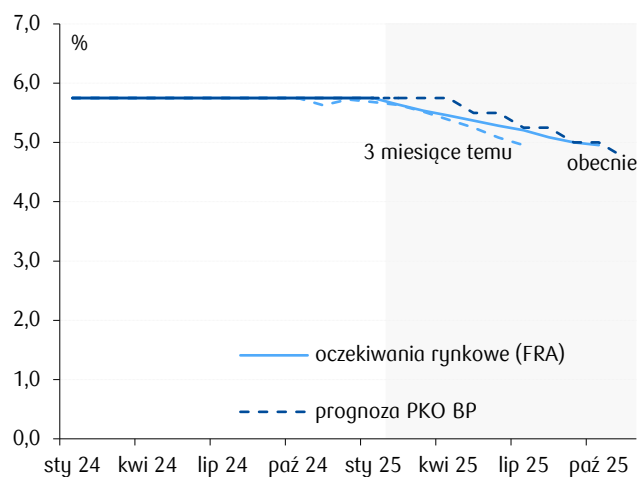
Notowania złotego wobec głównych walut



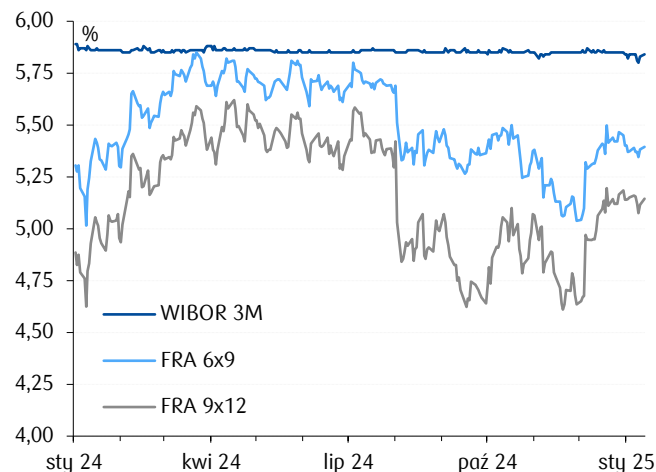
Rentowności polskich obligacji skarbowych



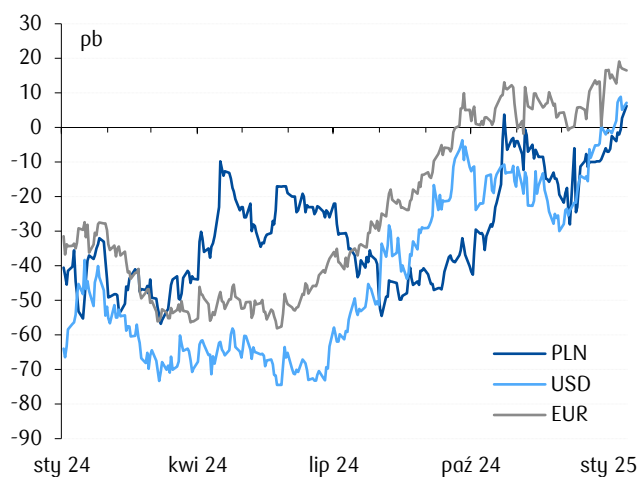
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



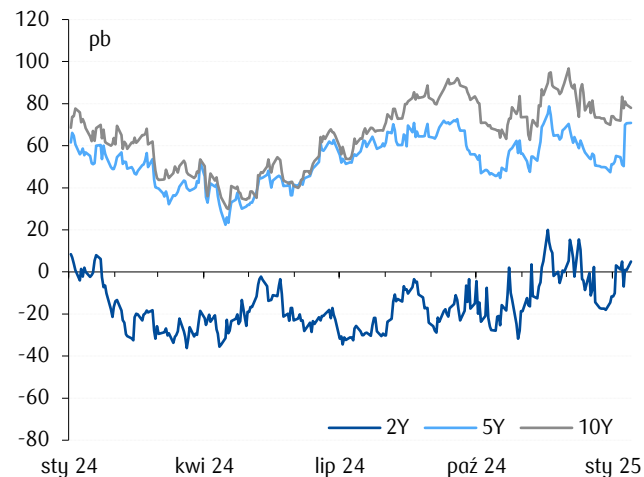
Krótkoterminowe stopy procentowe



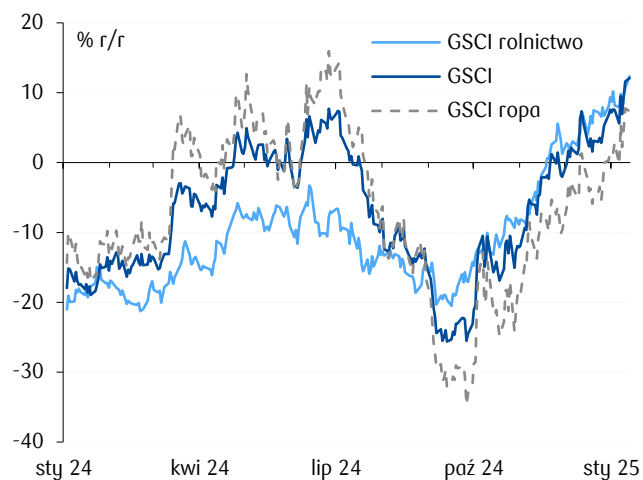
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



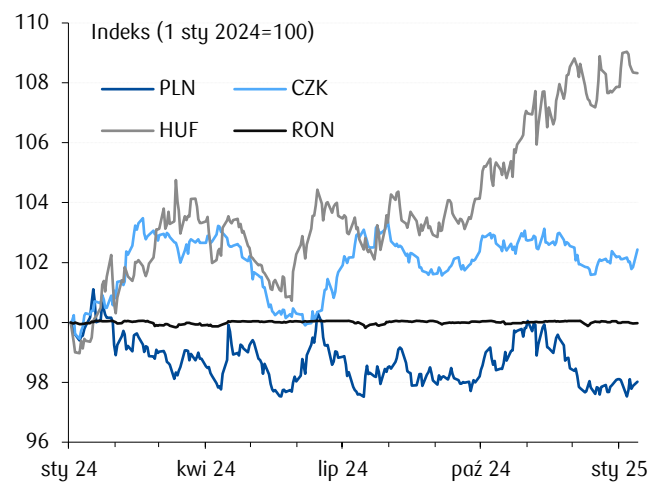
Spread asset swap dla PLN



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: analizy.makro@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
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

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

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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.