

Niemcy w 2024 w recesji?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Niższa od oczekiwań inflacja PPI z USA poprawiła wczoraj nastroje na rynku akcji, przed dzisiejszymi, kluczowymi z punktu widzenia rynkowych oczekiwań w zakresie stóp procentowych, danymi o inflacji CPI za grudzień.** Rentowności amerykańskich obligacji stabilizowały się po niedawnym wzroście spowodowanym spadkiem wiary w obniżki stóp w USA. Dolar nieznacznie się osłabił, a kurs EURUSD wzrósł w okolice 1,03. Złoty umacniał się, we wtorek para EURPLN spadła poniżej 4,27, a USDPLN do 4,14. Rentowności krajowych obligacji lekko wzrosły. Informacje na temat postępu rozmów pokojowych pomiędzy Hamasem i Izraelem przyczyniły się do spadku cen ropy, które wcześniej osiągnęły najwyższy poziom od 5 miesięcy.
- **W centrum uwagi rynków znajdują się dziś dane inflacyjne za grudzień – CPI z USA oraz finalny szacunek krajowej inflacji.** Warto też zwrócić uwagę na niemiecki PKB w 2024. Miniony rok prawdopodobnie przyniósł niemieckiej gospodarce kolejny spadek aktywności.
- **Inflacja CPI w USA w grudniu wg nas i konsensusu wzrosła do 2,9% r/r z 2,7% r/r w listopadzie, przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 3,3% r/r.** Ewentualne negatywne zaskoczenie w danych może w zupełności (wg nas niesłusznie) wymazać rynkowe oczekiwania na obniżki stóp Fed w tym roku. W kontekście przyszłej ścieżki stóp procentowych warto dziś wsłuchiwać się w wypowiedzi przedstawicieli Fed –zaplanowane są wystąpienia T.Barkina, N.Kashkari, J.Williamsa i A.Goolsbee. Wieczorem poznamy też Beżową Księgę.
- **Krajowa inflacja CPI w grudniu wzrosła wg wstępnych danych do 4,8% r/r z 4,7% w listopadzie.** Źródłem niższego od oczekiwań wyniku były ceny żywności, które w ciągu miesiąca wzrosły wg wstępnych danych o 0,2%, podobnie jak przed rokiem oraz poniżej wzorca sezonowego. Nie wykluczamy, że zaskakująco niewielki wzrost cen żywności zostanie zrewidowany, ponieważ towarzyszyła mu zauważalnie wyższa dynamika cen hurtowych.
- **2024 był najpewniej drugim z rzędu rokiem, kiedy PKB Niemiec obniżył się – według konsensusu i prognoz Bundesbanku o 0,2%.** Słabe wyniki niemieckiej gospodarki są odzwierciedleniem jej bolączek strukturalnych – problemów z dostosowaniem firm do wyższych kosztów energii oraz zmian

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

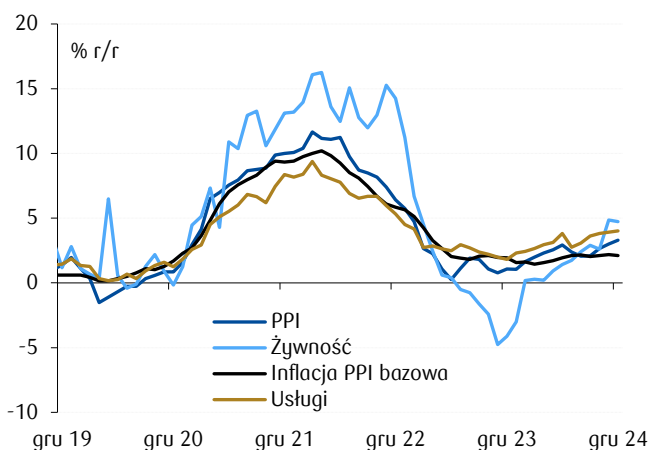
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

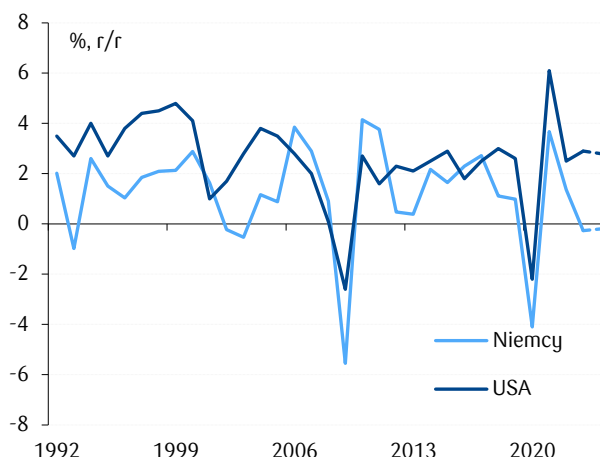
	Wartość 2025-01-14	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2673	-0,1
USDPLN	4,1452	-1,1
CHFPLN	4,5328	-0,5
GBPPLN	5,0529	-0,7
EURUSD	1,0295	1,0
Obligacje:		
PL2Y	5,38	7
PL5Y	5,87	3
PL10Y	6,14	4
DE10Y	2,62	3
US10Y	4,79	0
Indeksy akcyjne:		
WIG	81 464,3	0,6
DAX	20 271,3	0,7
S&P500	5 842,9	0,1
Nikkej**	39 190,4	0,0
Shanghai Comp.**	3 153,6	-0,2
Surowce:		
Złoto	2672,80	0,3
Ropa Brent	79,92	-1,3

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 PPI w USA



Dynamika PKB USA i Niemiec*



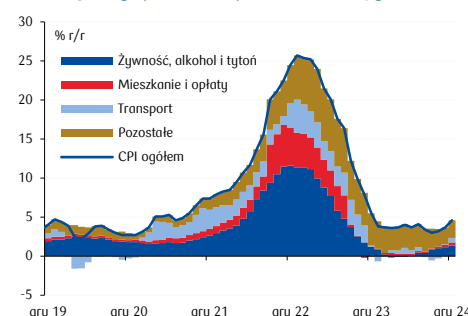
w motoryzacji ale też rosnącej konkurencji z Chin, które zdobyły znaczny udział w rynku motoryzacyjnym i chemicznym. Już drugi rok z rządu różnica pomiędzy wzrostem gospodarczym w USA i Niemczech kształtuje się na poziomie zbliżonym do obserwowanego na początku XXI wieku, przed reformami zwiększającymi konkurencyjność Niemiec.

- **Bank Rumunii najpewniej pozostawi dziś stopy procentowe na niezmiennym poziomie 6,50%.** Inflacja w Rumunii jest ciągle wysoka, a jej wynik na koniec 2024 (5,1%) był wyższy od prognoz banku centralnego, co w naszej ocenie odsuwa ewentualne obniżki stóp w czasie.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

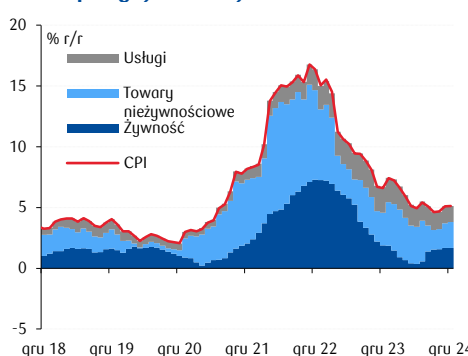
- **USA:** Inflacja PPI w grudniu wzrosła do 3,3% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej i była niższa od oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 3,5% r/r. Miesięczny wzrost cen wyniósł 0,2%, również poniżej oczekiwań (0,4%). Za wzrost rocznej inflacji odpowiada głównie efekt bazy w cenach energii – roczny spadek cen energii wyhamował do -2,0% z -6,1% w listopadzie. Bazowy indeks PPI, bez uwzględnienia cen energii i żywności, wzrósł o 2,1% r/r, wobec 2,2% r/r w listopadzie. Niższy od oczekiwań wzrost indeksu PPI sugeruje niższą presję inflacyjną na poziomie produkcji, co w przyszłości może przełożyć się na niższą inflację CPI.
- **HUN:** Inflacja CPI w grudniu wzrosła do 4,6% r/r z 3,7% r/r w listopadzie i była wyższa od oczekiwań. Inflację podbiły ceny żywności, które przyspieszyły do 4,7% r/r z 4,0% r/r poprzednio, i transportu (4,1% r/r wobec 0,8% r/r w listopadzie). Inflacja w usługach spowolniła do 6,8% r/r względem 7,0% r/r poprzednio, choć presja ze strony czynszów pozostała wysoka. MNB prognozował wzrost inflacji do 4,0% r/r w grudniu oraz jej spadek do 3,9% w 1q25, jednak wyższe od oczekiwań dane sugerują konieczność rewizji prognoz w górę i mogą wspierać **utrzymywanie restrykcyjnej polityki monetarnej przez dłuższy okres.**
- **ROM:** Inflacja CPI w grudniu utrzymała się na poziomie 5,1% r/r z listopada. Nieznacznie wzrosły ceny dóbr nieżywnościowych, szczególnie energii cieplnej, tytoniu, chemikaliów i farmaceutyków. Ceny energii elektrycznej nadal spadały r/r. Z kolei inflacja cen żywności spowolniła za sprawą słabszej konsumpcji, mimo skutków suszy i wyższych cen importu. Inflacja w usługach, choć najwyższa, również uległa spowolnieniu. **Inflacja zakończyła rok powyżej prognozy NBR wynoszącej 4,9% r/r, co będzie argumentem za odsunięciem w czasie obniżki stóp procentowych.**
- **POL:** Polska w okresie styczeń-listopad 2024 odnotowała 1,5 mld EUR nadwyżki w wymianie towarowej. W analizowanym okresie, wg danych GUS, eksport spadł o 1,2% r/r a import zwiększył się o 1,5% r/r. Głównym eksportowym partnerem handlowym Polski były Niemcy, jednak eksport do największej europejskiej gospodarki obniżył się o 4,7% r/r, a jej udział w polskim eksporcie ogółem spadł do 27,1% z 28,1% po listopadzie 2023. Wśród 10 głównych partnerów Polski jedynie eksport na Ukrainę wzrósł, o 9,7% r/r. Dane miesięczne pokazują, że osłabienie polskiego eksportu w 2024 dotyczyło przede wszystkim Niemiec i pozostałych państw UE (por. wykres na marginesie). Jednocześnie rosła sprzedaż zagraniczna w pozostałych kierunkach, co wskazuje na pewną elastyczność eksporterów w poszukiwaniu rynków zbytu.
- **USA:** Członkowie nowego zespołu ekonomicznego prezydenta-elekta D.Trumpa omawiają kwestię stopniowego, comiesięcznego podwyższania ceł – wynika z informacji, do których dotarł Bloomberg. Stopniowe podejście do podwyżek ceł ma na celu wzmocnienie pozycji negocjacyjnej USA przy jednoczesnym uniknięciu gwałtownego wzrostu inflacji. Jeden z pomysłów zakłada wdrożenie systemu ceł progresywnych, zwiększanych co miesiąc

Dekompozycja inflacji CPI w Węgrzech



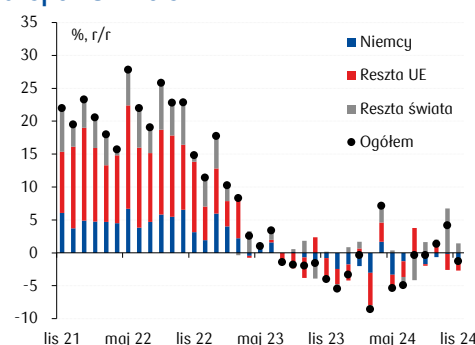
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dekompozycja inflacji CPI w Rumunii



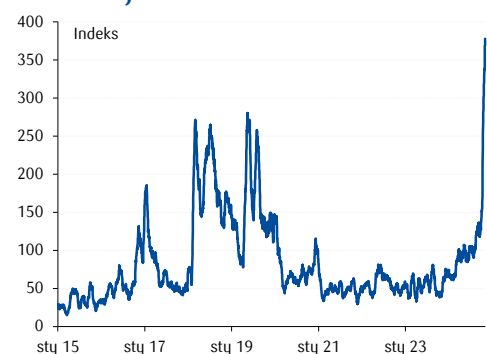
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Geograficzna dekompozycja dynamiki eksportu z Polski



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wskaźnik niepewności polityki handlowej*



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski. *Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," Journal of Monetary Economics, 109, pp.38-59. Indeks oparty o artykuły prasowe, wartość 100 oznacza 1% tekstów wskazujących na łączne występowanie wzmianek o polityce handlowej i niepewności.

o około 2 do 5%. Niepewność w globalnej polityce handlowej jest obecnie na rekordowym poziomie, przewyższającym tę obserwowaną podczas pierwszej kadencji D.Trumpa.

- **EUR:** R.Holzmann (EBC i Bank Austrii) powiedział, że nie wie czy EBC ponownie obniży stopy procentowe na posiedzeniu Rady Prezesów 30 stycznia. W ocenie najbardziej jastrzębiego członka Rady kontynuację cyklu obniżek utrudniają zawirowania w danych inflacyjnych, w szczególności inflacja bazowa, która jest bliższa 3% a nie 2%. Mimo to bankier wyraził nadzieję, że do końca 2025 uda się osiągnąć cel inflacyjny na poziomie 2%.
- **POL:** J Szyszko (wiceminister funduszy) spodziewa się zakończenia rozmów z Komisją Europejską o oskładkowaniu umów cywilnoprawnych w ciągu miesiąca. W miejsce reformy zapisanej w Krajowym Planie Odbudowy rząd proponuje wzmocnienie Państwowej Inspekcji Pracy oraz wliczanie umów-zleceń do stażu pracy. Jeśli rządowi nie udałoby się wynegocjować z KE zmian w KPO w tej sprawie, straci 2 mld PLN.
- **USA:** J.Schmid (Kansas City Fed, z prawem głosu) ocenił, że zbliża się moment, w którym polityka pieniężna powinna stać się neutralna. Przedstawiciel Fed zasugerował, że nie oznacza to jednak, że konieczne są głębokie obniżki, bo obecnie stopa równowagi jest na poziomie wyższym niż przed pandemią.

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	mld 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	--	5,1
HUN: Inflacja CPI (gru.)	8:30	% r/r	3,7	4,4	--	4,6
USA: Inflacja PPI (gru.)	14:30	% r/r	3,0	3,5	--	3,3
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	-1,8	--	--
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	--
USA: Beżowa Księga Fed	20:00	--	--	--	--	--
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	--	--
EUR: Bilans handlowy (lis.)	11:00	mld	6,1	--	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
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	mln	1,289	1,315	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (gru.)	15:15	% m/m	-0,1	0,3	--	--

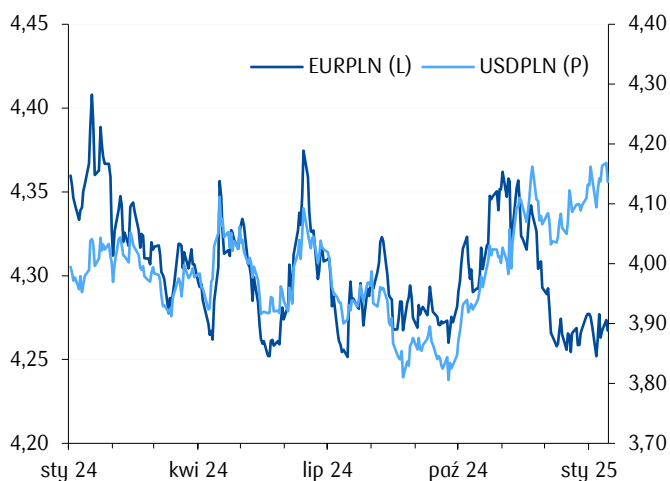
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

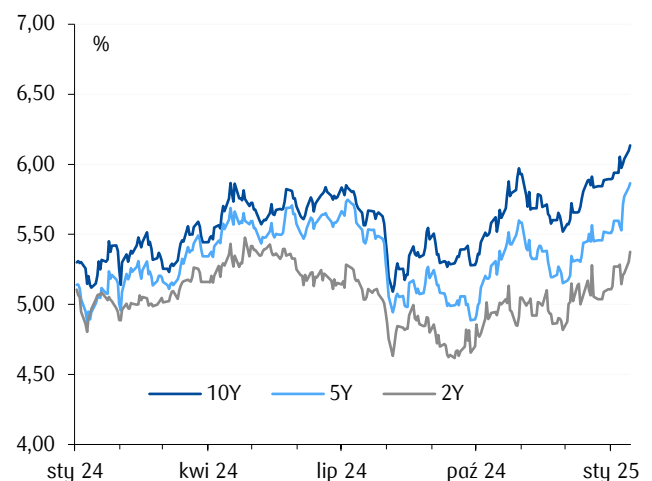
		Wartość 2025-01-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2673	-0,1	0,1	0,0	-2,8	-6,0
	USDPLN	4,1452	-1,1	0,9	2,0	2,7	3,6
	CHFPLN	4,5328	-0,5	0,2	-0,2	-3,4	4,8
	GBPPLN	5,0529	-0,7	-1,7	-2,3	-1,0	-7,2
	EURUSD	1,0295	1,0	-0,8	-1,9	-5,4	-9,2
	EURCHF	0,9415	0,4	-0,1	0,2	0,7	-10,3
	GBPUSD	1,2201	0,4	-2,4	-4,0	-3,6	-10,3
	USDJPY	157,95	0,3	0,0	2,9	7,5	36,8
	EURCZK	25,27	0,1	0,6	0,7	2,2	3,4
	EURHUF	411,88	-0,3	-0,9	0,5	8,5	15,3
Obligacje	PL2Y	5,38	7	9	28	31	189
	PL5Y	5,87	3	30	36	82	179
	PL10Y	6,14	4	8	25	93	213
	DE2Y	2,32	2	11	26	-28	290
	DE5Y	2,43	3	14	36	28	278
	DE10Y	2,62	3	14	39	41	266
	US2Y	4,37	-3	8	12	14	347
	US5Y	4,60	-2	13	34	65	309
	US10Y	4,79	0	10	39	72	304
Akcje	WIG	81 464,3	0,6	-0,9	2,1	8,7	13,6
	WIG20	2 238,0	0,8	-0,9	1,2	1,3	-4,5
	S&P500	5 842,9	0,1	-1,1	-3,4	22,6	24,0
	NASDAQ100	20 757,4	-0,1	-2,0	-5,7	23,3	31,0
	Shanghai Composite**	3 153,6	-0,2	-2,4	-6,2	9,0	-11,6
	Nikkei**	39 190,4	0,0	-2,2	-0,4	10,0	38,9
	DAX	20 271,3	0,7	-0,3	0,1	22,3	27,2
	VIX	18,55	-1,9	1,6	9,4	23,8	-11,6
Surowce	Ropa Brent	79,9	-1,3	3,7	9,2	2,1	-4,5
	Ropa WTI	78,2	-1,7	4,3	11,2	7,7	-3,7
	Złoto	2672,8	0,3	0,9	1,3	31,3	47,4

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

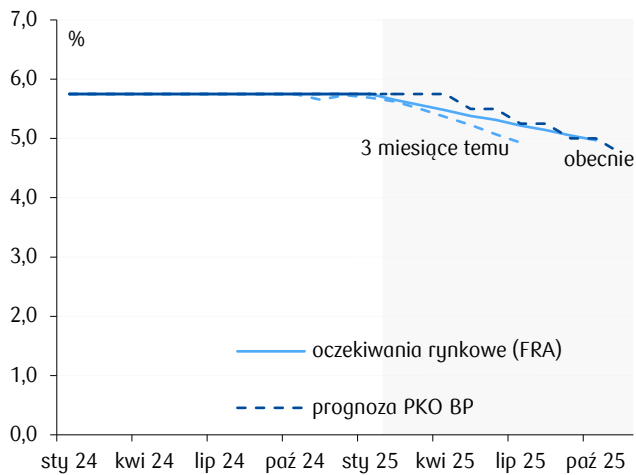
Notowania złotego wobec głównych walut



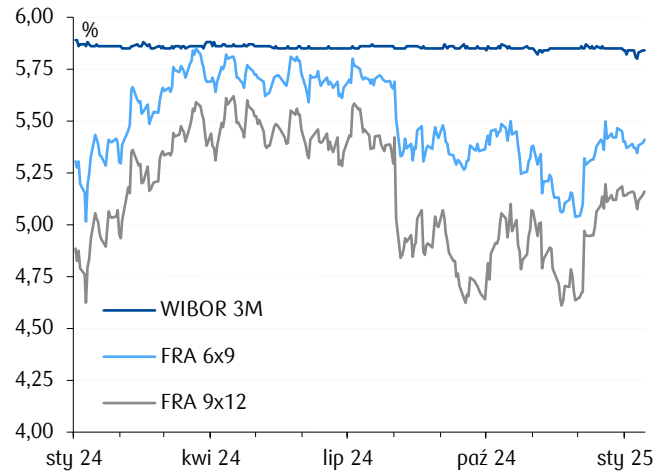
Rentowności polskich obligacji skarbowych



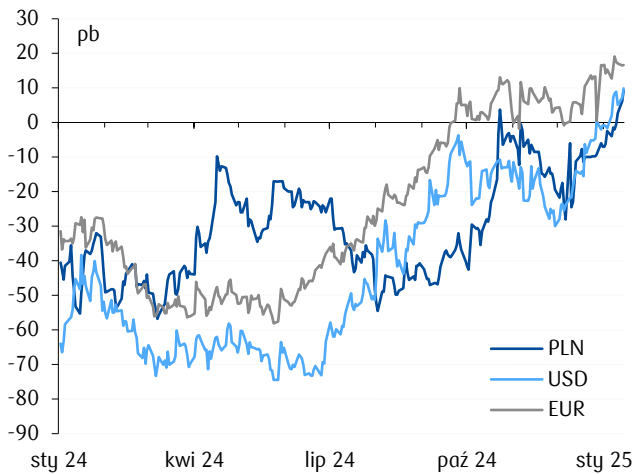
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



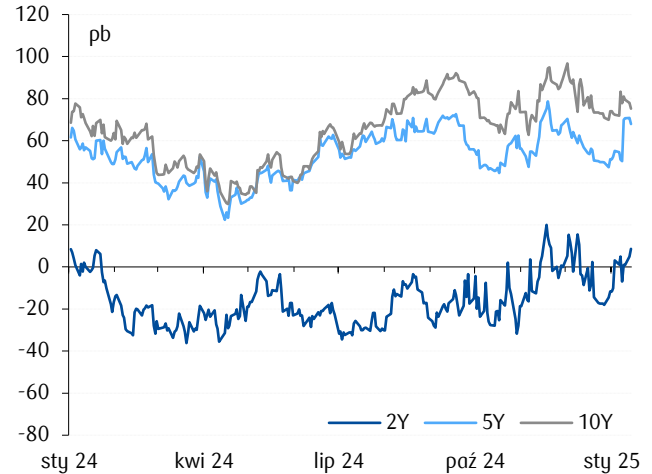
Krótkoterminowe stopy procentowe



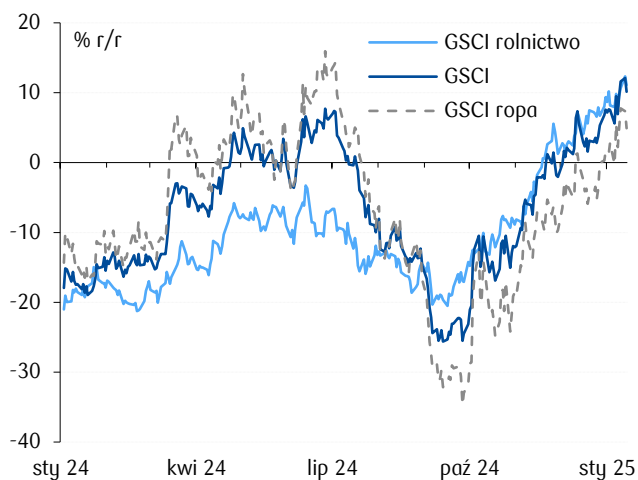
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



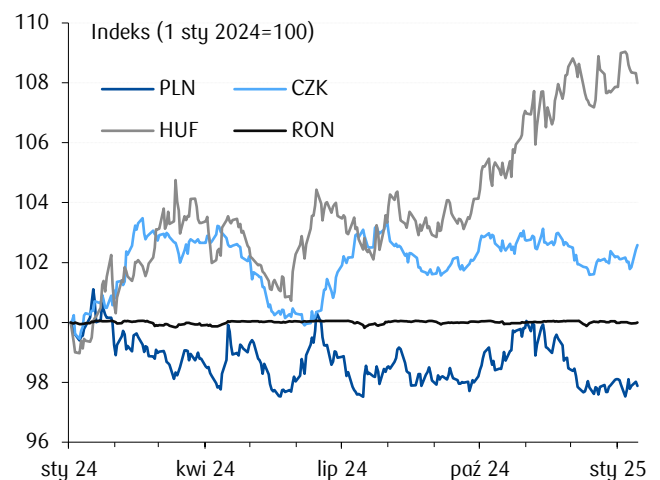
Spread asset swap dla PLN



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.