

Pozytywne zaskoczenia inflacyjne

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Amerykańscy inwestorzy odetchnęli z ulgą, gdy okazało się, że tempo wzrostu inflacji bazowej spowolniło, pomimo wzrostu inflacji CPI.** Publikacja danych inflacyjnych przyczyniła się do wzrostu cen akcji oraz obniżenia rentowności obligacji, co odzwierciedlało oczekiwania, że Rezerwa Federalna jednak jest na dobrej drodze do dalszego obniżania stóp procentowych w bieżącym roku. Nieoczekiwany spadek inflacji w Wielkiej Brytanii przyczynił się do najsilniejszego od ponad roku spadku rentowności tamtejszych 10-letnich obligacji. Złoty umocnił się zarówno względem EUR, przebijając od góry poziom 4,26, jak i względem USD, do 4,12. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się, głównie na długim końcu.
- **Dziś najważniejsze globalnie wydarzenia to dane z USA o sprzedaży detalicznej i wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych.** W tle znajdują się *minutes* EBC, dane o bilansie płatniczym strefy euro oraz zrewidowany szacunek inflacji CPI i HICP w Niemczech. **W kraju czekamy na decyzję RPP i dane o inflacji bazowej.**
- Oczekiwania co do amerykańskich danych po serii pozytywnych zaskoczeń są spore. **Konsensus zakłada utrzymanie się ubiegłotygodniowej liczby nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA na relatywnie niskim poziomie ok. 210 tys.,** potwierdzającym brak sygnałów co do pogorszenia sytuacji na rynku pracy. **Wzrost sprzedaży detalicznej w grudniu powinien wynieść ok. 0,5% m/m,** sygnalizując utrzymanie wysokiej dynamiki konsumpcji prywatnej w 4q24.
- **Decyzja RPP nie powinna zaskoczyć – stopy NBP pozostaną bez zmian** (w tym stopa referencyjna na poziomie 5,75%). Kluczowym pytaniem jest to, czy nie zmieni się także zaostrzona pod koniec 2024 retoryka Prezesa NBP, który studził oczekiwania na obniżki stóp w 2025. Po wczorajszych danych o inflacji CPI szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii mogła w grudniu obniżyć się do 4,0% r/r z 4,3% w listopadzie (poniżej wcześniejszych prognoz).

Biurowe Analizy Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

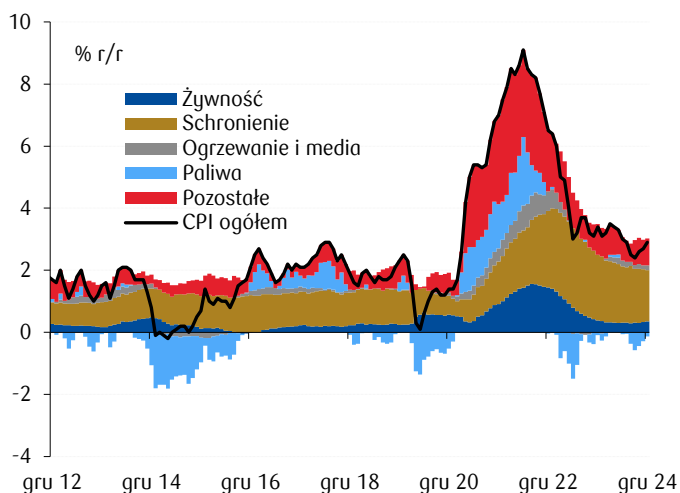
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

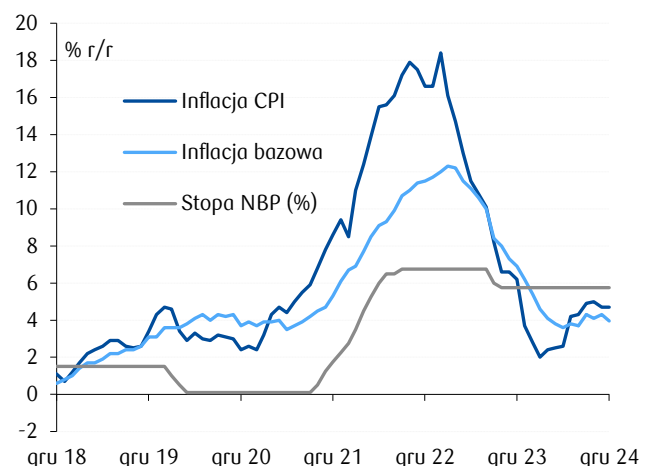
	Wartość 2025-01-15	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2555	-0,3
USDPLN	4,1294	-0,4
CHFPLN	4,5296	-0,1
GBPPLN	5,0666	0,3
EURUSD	1,0306	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,24	-14
PL5Y	5,77	-10
PL10Y	6,02	-11
DE10Y	2,53	-9
US10Y	4,65	-14
Indeksy akcyjne:		
WIG	82 883,7	1,7
DAX	20 574,7	1,5
S&P500	5 949,9	1,8
Nikkej**	38 460,3	0,0
Shanghai	3 229,2	0,1
Comp.**		
Surowce:		
Złoto	2681,89	0,3
Ropa Brent	82,03	2,6

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.

Dekompozycja inflacji CPI w USA



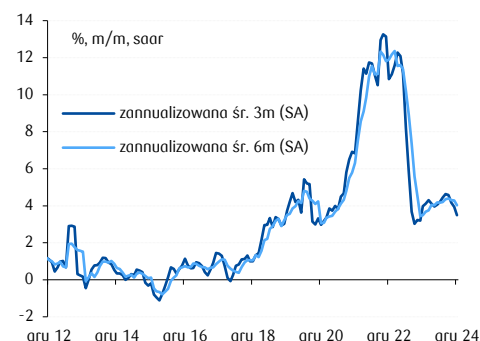
Inflacja CPI i stopy NBP



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

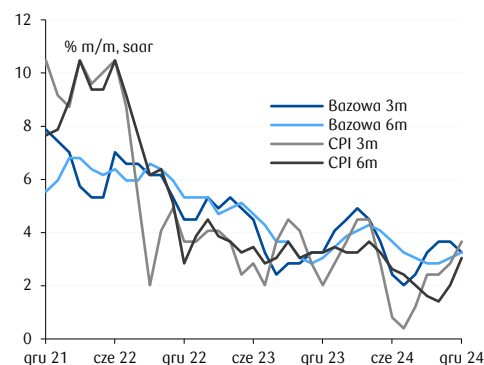
- POL:** W grudniu inflacja CPI wyniosła 4,7% r/r, utrzymując poziom z listopada, przy czym ostateczne dane okazały się o 0,1pp niższe od szacunku flash. W grudniu ceny pozostały na takim samym poziomie jak w listopadzie. Rewizja w stosunku do wstępnych danych dotyczyła kategorii bazowych – szacujemy, że inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) spadła w grudniu do 3,9%-4,0% r/r z poziomu 4,3% r/r w listopadzie. Dane **wskazują na wyraźne wyhamowanie procesów inflacyjnych**, co sugeruje, że w 1h25 mogą zaistnieć warunki do obniżenia stóp procentowych. Więcej w Makro Flash: [Pozytywna niespodzianka inflacyjna](#).
- USA:** Inflacja CPI w USA w grudniu wzrosła do 2,9% r/r z 2,7% r/r w listopadzie i była zgodna z oczekiwaniami. Wzrost wynikał głównie z **wyższej inflacji cen żywności** (wzrost do 2,4% r/r z 2,3% r/r) oraz z **efektów bazy w cenach paliw**, gdzie deflacja r/r zmniejszyła się do 3,8% z 8,4%. Inflacja bazowa spadła do 3,2% r/r z 3,3% r/r miesiąc wcześniej. **Impet inflacji (m/m, sa) wzrósł do 0,4% z 0,3% w listopadzie**, osiągając najwyższy poziom od 10 miesięcy. **W ujęciu zanualizowanym (śr. 3m) inflacja wyniosła 3,7% m/m saar**, co nie tylko pozostaje znacząco powyżej celu Fed (2%), ale dodatkowo oznacza, że gospodarka oddala się od niego – w listopadzie wskaźnik ten wynosił 2,8% m/m saar. **Lepszych wiadomości dostarcza inflacja bazowa (bez cen energii i żywności), której impet spadł w grudniu do 0,2% m/m**, wobec 0,3% m/m notowanych w poprzednich czterech miesiącach. To sygnał wspierający potencjalne obniżki stóp procentowych, chociaż rosnąca inflacja ogółem generuje ryzyko, że skala luzowania polityki pieniężnej w 2025 może być mniejsza niż wcześniej zakładano. Głównym zagrożeniem dla ścieżki inflacyjnej pozostają plany gospodarcze administracji prezydenta D.Trumpa.
- ROM:** NBR zgodnie z oczekiwaniami utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Obecnie stopa banku centralnego wynosi 6,50% i pozostaje niezmienną od 6 miesięcy. Decyzja została podjęta w otoczeniu utrzymującej się wysokiej presji inflacyjnej oraz napięć politycznych, które wywołują niestabilność na rynkach finansowych. Inflacja CPI na koniec roku wyniosła 5,1% r/r, przewyższając prognozy NBR, które zakładały 4,9% r/r. **Bank centralny oczekuje spadku inflacji w 1q25**, choć jej ścieżka może być wyższa od wcześniejszych założeń. Rządowe plany reform budżetowych, w tym poszerzenie bazy podatkowej, nie są wystarczające do osiągnięcia celów uzgodnionych z Komisją Europejską, co dodatkowo komplikuje perspektywę polityki monetarnej. **Niestabilność polityczna, w tym anulowanie wyborów prezydenckich, zwiększa ryzyko gospodarcze**. NBR najprawdopodobniej wstrzyma się z obniżkami stóp procentowych do późnej wiosny, kiedy wygaśnie część działań osłonowych związanych z cenami energii i żywności.
- GER:** Według wstępnych szacunków, PKB Niemiec w całym 2024 spadł o 0,2%, co oznacza drugi rok z rzędu recesji po spadku o 0,3% w 2023. Oficjalne dane za 4q24 nie zostały jeszcze opublikowane, jednak szacujemy, że PKB w tym okresie zmniejszył się o 0,1% r/r. Po stronie podażowej kluczowym **czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy pozostaje przemysł**, który zmaga się z konsekwencjami niewystarczających inwestycji w transformację energetyczną po latach uzależnienia od tanich surowców z Rosji. **Sytuacji nie sprzyjała również nadmierna dyscyplina fiskalna**, która przyczyniła się do obecnego kryzysu politycznego w Niemczech. Od strony popytowej **recesję napędzały spadające inwestycje oraz konsumpcja prywatna**, które były niższe niż w 2024. Prognozy na 2025 zakładają jedynie **umiarkowaną poprawę sytuacji gospodarczej Niemiec**. Ożywienie wspierać będzie stabilizacja sytuacji energetycznej oraz poprawa popytu wewnętrznego i zewnętrznego w otoczeniu niższych stóp procentowych. Jednak odbudowa

Zanualizowany impet inflacji bazowej* w Polsce



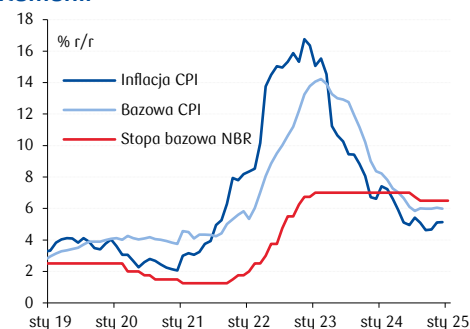
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *dane za grudzień wg szacunku PKO BP.

Zanualizowany impet inflacji w USA



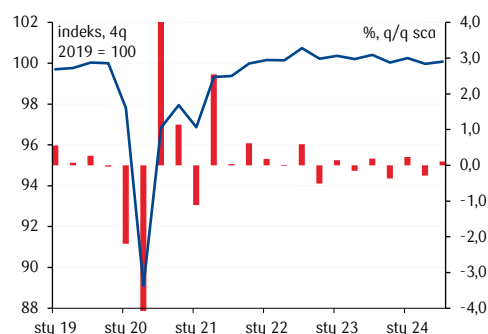
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja i stopa procentowa banku Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PKB Niemiec

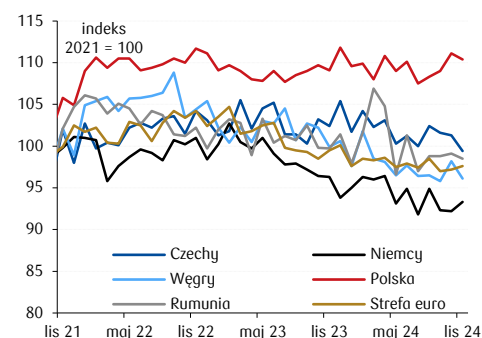


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

będzie powolna ze względu na potrzebę inwestycji w cyfryzację i dekarbonizację oraz ryzyka geopolityczne.

- **USA:** W najnowszej [Beżowej Księdze](#) Fed oceniono, że aktywność gospodarcza pod koniec listopada i w grudniu wzrosła nieznacznie. W większości dystryktów odnotowano dobry wynik sprzedaży w okresie przedświątecznym, przekraczający oczekiwania. Aktywność w budownictwie oraz w przemyśle obniżyła się, choć w tym drugim przypadku raportowano wzrost zapasów w związku z obawami o podwyżki ceł. Agencje non-profit oferujące usługi socjalne odnotowały wzrost popytu, motywowany niepewnością dot. przyszłego poziomu finansowania ich działalności. Na rynku pracy odnotowano niewielki wzrost zatrudnienia, przede wszystkim w usługach zdrowotnych. Wzrost liczby etatów dotyczył również budownictwa, przy stagnacji w przemyśle. Raportowane wzrosty cen miały ograniczony charakter. W niektórych odpowiedziach zwracano jednak uwagę, że wyższe taryfy mogą przyczynić się do przyspieszenia wzrostu cen w 2025.
- **EUR:** **Produkcja przemysłowa w strefie euro w listopadzie wzrosła o 0,2% m/m (sa)**, zgodnie z oczekiwaniami, po analogicznym wzroście w październiku, głównie dzięki wyższej produkcji energii i dóbr trwałego użytku. **W ujęciu r/r produkcja spadła jednak o 1,9%** i pozostaje poniżej poziomów sprzed pandemii. Sektor przemysłowy nadal zmaga się z recesją, na którą wpływ mają wysokie koszty energii, słaby popyt z Azji, silna konkurencja cenowa oraz problemy niemieckiego sektora motoryzacyjnego. Słabe dane o zamówieniach, szczególnie w Niemczech, sugerują brak perspektyw na istotne ożywienie.
- **ROM:** **Produkcja przemysłowa w listopadzie spadła o 1,3% r/r (sa) względem spadku o 0,9% r/r miesiąc wcześniej.** Produkcja w przetwórstwie obniżyła się o 1,2% r/r, pogłębiając spadek o 0,7% r/r z października. Produkcja przetwórstwa jest o 5,4% niższa niż przed pandemią. Perspektywy pozostają pesymistyczne ze względu na spadek zamówień zagranicznych oraz wysokie koszty produkcji.
- **UK:** **Inflacja CPI w grudniu nieoczekiwanie spadła do 2,5% r/r z 2,6% r/r** przed miesiącem, do czego przyczyniły się ceny w hotelach i restauracjach. Inflacja cen usług, którą BoE traktuje jako istotny wskaźnik presji inflacyjnej, obniżyła się do 4,4% r/r z 5,0% r/r w listopadzie. Dane wzmocniły oczekiwania na kontynuację cyklu obniżek stóp procentowych w Wielkiej Brytanii.
- **ŚWIAT:** Rząd Izraela i palestyńska organizacja terrorystyczna Hamas osiągnęły porozumienie w sprawie zawieszenia broni w Strefie Gazy. Biuro premiera Izraela B.Netanjahu poinformowało, że ostateczne szczegóły umowy o zawieszeniu broni są jeszcze dopracowywane.
- **USA:** Po publikacji danych inflacyjnych **J.Williams (New York Fed)** ocenił, że proces dezinflacji postępuje, chociaż sprowadzenie dynamiki cen trwale do 2% zajmie jeszcze trochę czasu. **T.Barkin (Richmond Fed)** stwierdził, że ostatnie dane wspierają narrację Fedu o stopniowym powrocie inflacji do celu. **A.Goolsbee (Chicago Fed)** wyraził wiarę w scenariusz sprowadzenia inflacji do celu, przy „miękkim lądowaniu” gospodarki. Przedstawiciele Fed nie odnieśli się do tego, kiedy mogłoby dojść do kolejnej obniżki, jednak ich wypowiedzi wpisują się w nasze oczekiwanie dot. kontynuacji luzowania polityki pieniężnej w USA.
- **JPN:** Według doniesień medialnych władze monetarne BoJ widzą duże szanse podwyżki stóp w styczniu, o ile początek prezydentury D.Trumpa nie przyniesie zbyt wielu niespodzianek, które mogłyby wpłynąć na rynki finansowe lub perspektywy gospodarcze.

Produkcja przemysłowa w strefie euro na tle wybranych państw



Źródło: Macrobond, 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	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	--	--	-1,3
POL: Inflacja CPI (gru., rew.)	10:00	% r/r	4,7	4,8	4,8	4,7
GER: Wzrost PKB (2024)	10:00	% r/r	-0,3	-0,2	--	-0,2
EUR: Produkcja przemysłowa (lis.)	11:00	% r/r	-1,1	-1,8	--	-1,9
ROM: Posiedzenie banku centralnego (sty.)	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: Inflacja CPI (gru.)	14:30	% r/r	2,7	2,9	2,9	2,9
USA: Inflacja bazowa (gru.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	3,2
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	mld	1,289	1,315	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (gru.)	15:15	% m/m	-0,1	0,3	--	--

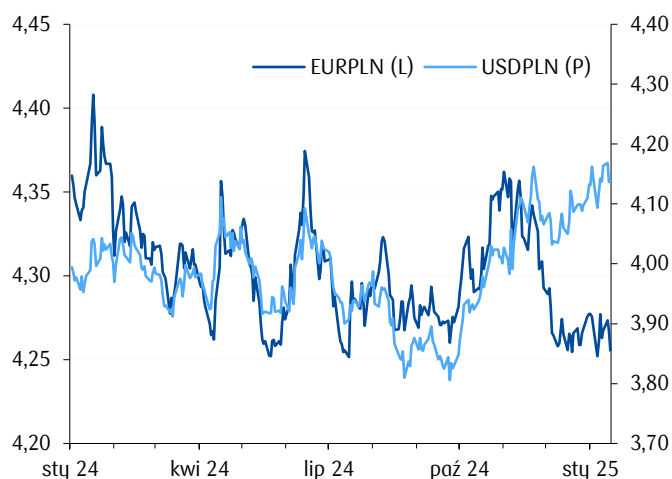
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

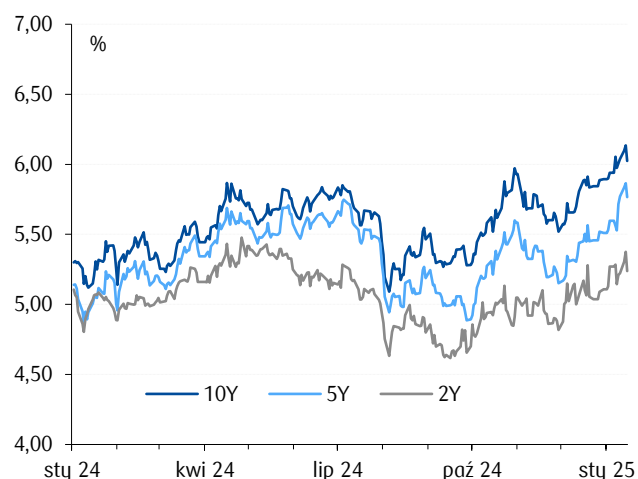
		Wartość 2025-01-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2555	-0,3	-0,5	-0,2	-3,5	-6,0
	USDPLN	4,1294	-0,4	-0,6	1,4	1,6	4,2
	CHFPLN	4,5296	-0,1	-0,6	-0,7	-3,2	4,6
	GBPPLN	5,0666	0,3	-1,1	-2,2	-1,1	-6,5
	EURUSD	1,0306	0,1	0,0	-1,6	-5,0	-9,8
	EURCHF	0,9395	-0,2	0,1	0,5	-0,3	-10,1
	GBPUSD	1,2259	0,5	-0,7	-3,4	-3,2	-10,4
	USDJPY	156,32	-1,0	-1,3	1,5	5,3	36,1
	EURCZK	25,25	-0,1	0,5	0,5	2,1	3,6
	EURHUF	410,98	-0,2	-0,8	-0,3	7,7	15,6
Obligacje	PL2Y	5,24	-14	9	17	17	189
	PL5Y	5,77	-10	24	32	71	181
	PL10Y	6,02	-11	5	17	72	200
	DE2Y	2,26	-6	5	22	-43	285
	DE5Y	2,33	-10	3	26	10	271
	DE10Y	2,53	-9	0	29	26	258
	US2Y	4,27	-10	-1	-8	-8	336
	US5Y	4,45	-15	0	5	42	295
	US10Y	4,65	-14	-2	15	55	292
Akcje	WIG	82 883,7	1,7	2,0	3,3	12,6	13,0
	WIG20	2 285,5	2,1	2,5	2,6	5,4	-5,2
	S&P500	5 949,9	1,8	0,5	1,3	25,5	25,9
	NASDAQ100	21 237,9	2,3	0,3	0,1	26,9	33,5
	Shanghai Composite**	3 229,1	0,1	0,0	-4,5	14,0	-10,2
	Nikkei**	38 471,2	0,1	-3,8	-1,6	8,4	33,7
	DAX	20 574,7	1,5	1,2	1,6	25,2	28,5
	VIX	17,06	-8,0	-6,0	-13,7	10,0	-18,6
Surowce	Ropa Brent	82,0	2,6	7,7	11,8	5,3	-3,1
	Ropa WTI	80,7	3,2	9,1	14,0	10,9	-2,3
	Złoto	2681,9	0,3	0,6	1,6	33,4	47,2

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

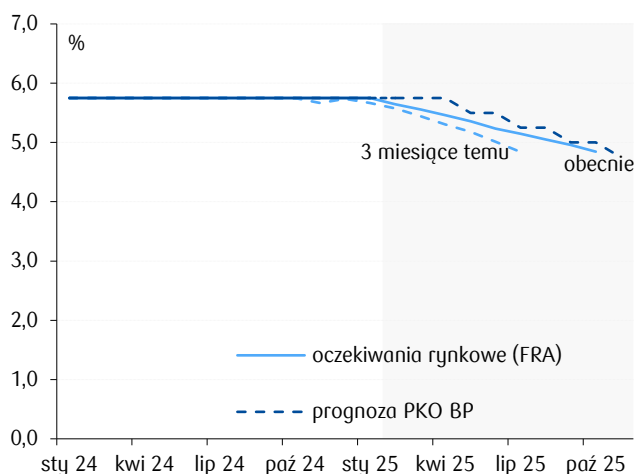
Notowania złotego wobec głównych walut



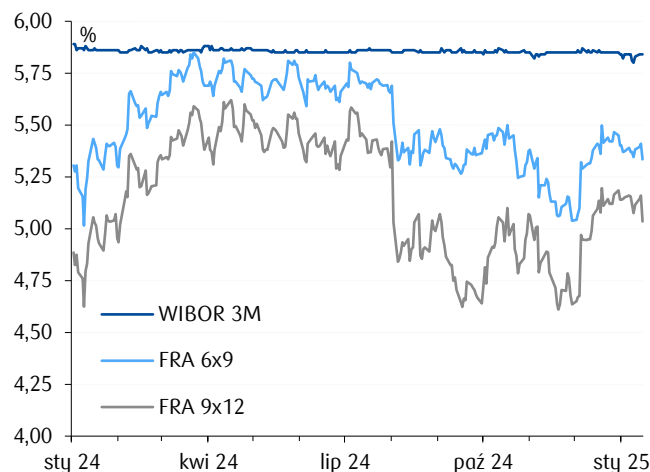
Rentowności polskich obligacji skarbowych



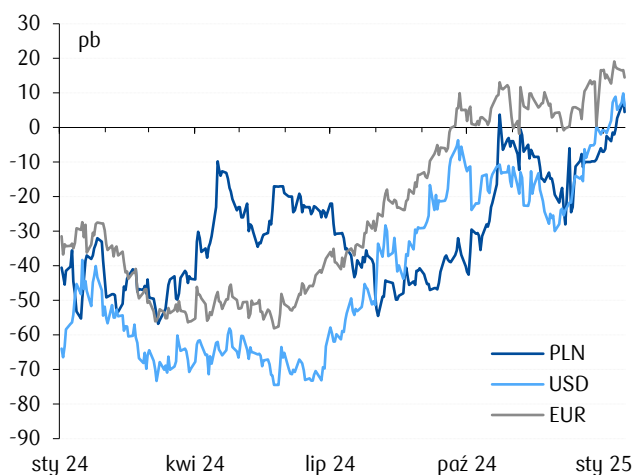
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



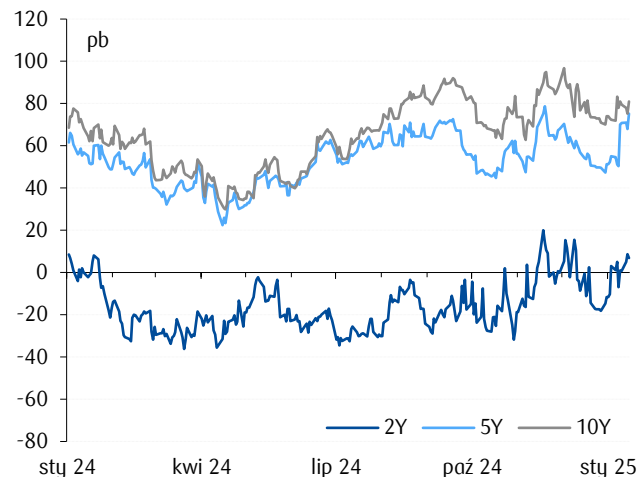
Krótkoterminowe stopy procentowe



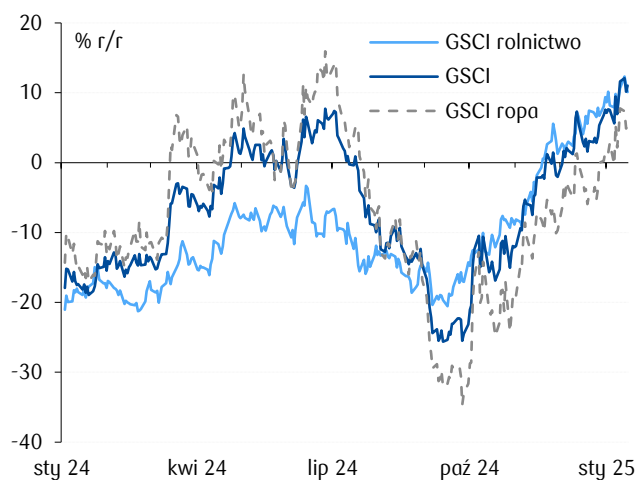
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



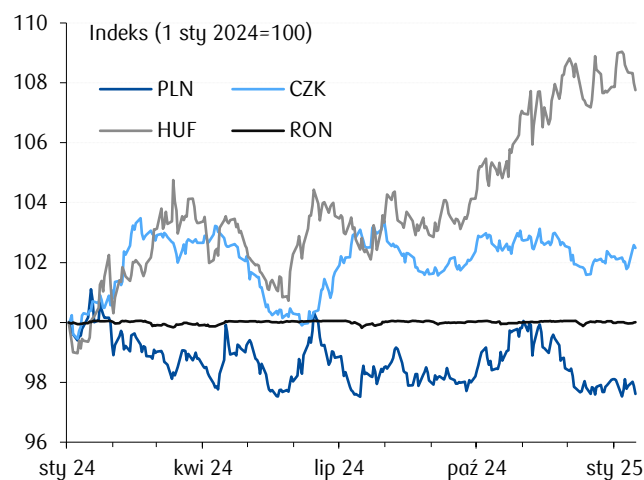
Spread asset swap dla PLN



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.