

## Niepokój konsumentów w USA

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Największe na świecie spółki technologiczne powróciły wczoraj do wzrostów po poniedziałkowej wyprzedzi wywołanej wstrząsem związanym z zaprezentowaniem nowego modelu AI przez chińską firmę DeepSeek. W przeddzień decyzji Fed dolar lekko się umacniał (EURUSD spadł do ok. 1,04), a rentowności amerykańskich Treasuries marginalnie rosły. Złoty kontynuował aprecjację względem EUR, kurs EURPLN umocnił się pod koniec dnia do 4,20, poziomu najniższego od 2018. Rentowności krajowych papierów wartościowych nieco wzrosły na krótszym końcu krzywej.
- Dziś decyzję w sprawie stóp procentowych ogłosi Fed, który wg nas pozostawi je na niezmiennym poziomie** (przedział docelowy *fed funds* 4,25-4,50%). Przerwę w obniżkach sygnalizowały już grudniowe projekcje członków FOMC, pokazujące mniejszą skalę luzowania w br. (50pb vs 100pb w poprzedniej projekcji), silniejszy wzrost gospodarczy i wyższą inflację. Pojawiające się od grudniowego posiedzenia dane wzmocniły bardziej ostrożną narrację przedstawicieli Fed, którzy podkreślają, że coraz bardziej uzasadnione jest spowolnienie tempa łagodzenia polityki pieniężnej ze względu na lepszą niż oczekiwano kondycję gospodarki, podwyższoną inflację oraz wzrost neutralnego poziomu stóp procentowych. Konferencja Prezesa J.Powella powinna rzucić więcej światła na dalsze ruchy FOMC (my wciąż zakładamy, że cykl obniżek nie dobiegł jeszcze końca).
- W USA interesujące będą dane o bilansie handlowym za grudzień**, co do których oczekiwane jest niewielkie pogłębienie deficytu w handlu zagranicznym. W ostatnich miesiącach było ono spowodowane głównie wzrostem importu związanym z zapobiegawczymi zakupami przed potencjalnym wprowadzeniem ceł przez administrację D.Trumpa.
- W Europie czekamy na decyzję szwedzkiego Riksbanku, który może obniżyć stopy o 25 pb.**, w tym główną stopę do poziomu 2,25%.
- W tle znajdują się dane o **podażu pieniądza ze strefy euro** (kons. zakłada wzrost M3 grudniu o 4,0% r/r wobec 3,8% r/r w listopadzie).

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

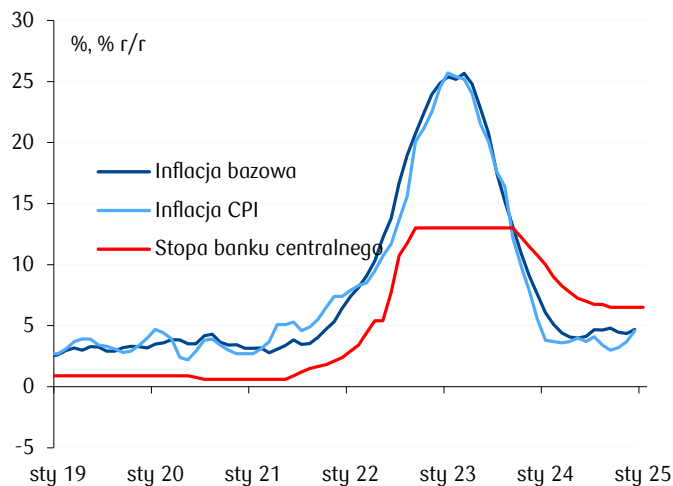
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-01-28	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2020	-0,2
USDPLN	4,0309	0,5
CHFPLN	4,4503	-0,1
GBPPLN	5,0120	-0,1
EURUSD	1,0425	-0,7
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	5,24	3
PL5Y	5,73	0
PL10Y	5,97	0
DE10Y	2,56	6
US10Y	4,54	1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	86 194,5	0,8
DAX	21 430,6	0,7
S&P500	6 067,7	0,9
Nikkej**	39 579,8	1,4
Shanghai Comp.**	3 262,9	0,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	2757,39	0,6
Ropa Brent	77,49	0,5

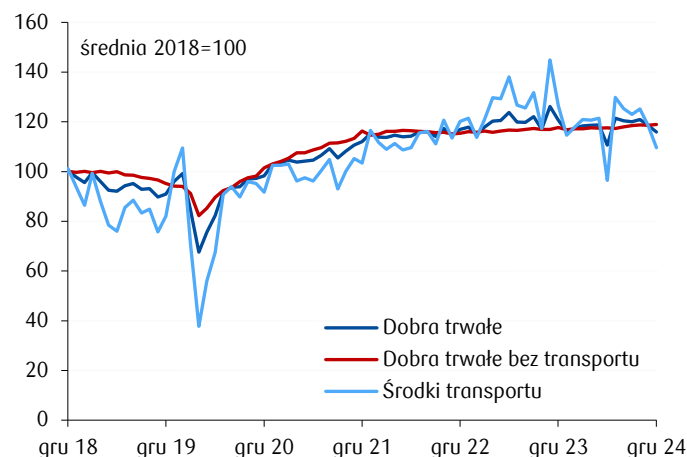
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Inflacja i stopa procentowa na Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

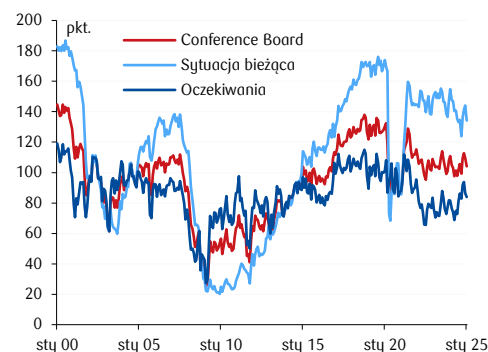
### Zamówienia na dobra trwałe w USA



## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- HUN:** Bank Węgier zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian, w tym główną stopę na poziomie 6,50%. W komunikacie oceniono, że dynamika procesów gospodarczych w 4q24 miała niejednorodny charakter – z jednej strony kontynuowany był wzrost sprzedaży detalicznej, z drugiej obniżała się aktywność w przemyśle i budownictwie. MNB oczekuje, że motorem wzrostu PKB w 2025 (prognoza przedziałowa 2,6-3,6%) pozostanie konsumpcja, a rosnący popyt może ożywić inwestycje przedsiębiorstw. Napływające bezpośrednio inwestycje zagraniczne powinny wspierać też eksport. W odniesieniu do inflacji MNB zwrócił uwagę na jej wzrost w grudniu, napędzany podwyżkami cen żywności przetworzonej oraz paliw. Jednocześnie podkreślono, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych od lipca pozostają w trendzie wzrostowym. W tym kontekście MNB oczekuje, że inflacja w styczniu może jeszcze wzrosnąć, po czym wkroczy na ścieżkę dezinflacji, wspierana zmianą cenników w usługach, podczas gdy podwyżka akcyzy oraz deprecjacja forinta w ostatnich miesiącach będą oddziaływać proinflacyjnie. Obecnie MNB oczekuje, że inflacja może powrócić do górnego przedziału odchyień od celu (4%) nieco później niż oczekiwał jeszcze w grudniu – wówczas oceniano, że przez większość roku dynamika cen konsumpcyjnych będzie się utrzymywać poniżej tego poziomu. Wyraźnie jastrzębim akcentem komunikatu jest stwierdzenie, że napięta sytuacja geopolityczna, zmienność na rynkach finansowych oraz ryzyka dla prognozy inflacji uzasadniają utrzymywanie restrykcyjnych warunków monetarnych – jeszcze miesiąc temu fragment ten odnosił się do uzasadnienia dla „pauzy” w cyklu, co naszym zdaniem może oznaczać, że de facto przerwa w cyklu jeszcze się wydłuży. **Widzimy ryzyko dla naszego scenariusza, który zakłada że do obniżki stóp mogłoby dojść wczesną wiosną.**
- USA:** Indeks zaufania konsumentów Conference Board w styczniu nieoczekiwanie się obniżył, do 104,1 pkt. (poziomu najniższego od 4 miesięcy) z 104,7 pkt. w grudniu. Za spadek odpowiadało głównie pogorszenie nastrojów związanych z rynkiem pracy – zmniejszyła się liczba respondentów wg których nie ma trudności ze znalezieniem pracy. Jednocześnie nieco wzrosły oczekiwania inflacyjne i oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych, co może mieć związek z niepokojem, jaki budzą plany D.Trumpa.
- USA:** Zamówienia na dobra trwałe w grudniu obniżyły się o 2,2% m/m wobec oczekiwanego wzrostu o 0,8% m/m. Był to kolejny miesiąc spadków wywołany redukcją zamówień na środki transportu (w dół zaskoczyły samoloty, co może być echem strajków w fabrykach Boeinga). **Zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem środków transportu w ujęciu miesięcznym wzrosły o 0,3%, zgodnie z konsensusem.** Wzrosty kontynuowały zamówienia biznesowe, sygnalizując największy od niemal roku popyt inwestycyjny firm.
- UE:** Komisja Europejska przyjęła wniosek o nałożenie ceł na te produkty rolne z Rosji i Białorusi, które nie zostały dotychczas objęte podwyższonymi taryfami, a także na niektóre nawozy azotowe. Wniosek Komisji Europejskiej musi być teraz rozpatrzony przez Parlament Europejski i przyjęty przez państwa członkowskie kwalifikowaną większością głosów.

## Wskaźniki ufności konsumennej w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 24 stycznia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	9:30	pkt.	42,5	42,8	--	44,1
GER: PMI w usługach (sty., wst.)	9:30	pkt.	51,5	51,0	--	52,5
EUR: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	10:00	pkt.	45,1	45,5	--	46,1
EUR: PMI w usługach (sty., wst.)	10:00	pkt.	51,6	51,5	--	51,4
<b>POL: Podaż pieniądza M3 (gru.)</b>	<b>14:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>
USA: PMI w przetwórstwie (sty., wst.)	15:45	pkt.	49,4	49,9	--	50,1
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty., rew.)	16:00	pkt.	74,0	73,2	--	71,1
<b>Poniedziałek, 27 stycznia</b>						
<b>POL: Stopa bezrobocia (gru.)</b>	<b>10:00</b>	<b>%</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>
GER: Indeks Ifo (sty.)	10:00	pkt.	84,7	84,7	--	85,1
USA: Sprzedaż nowych domów (gru.)	16:00	tys	674	670	--	698
USA: Pozwolenia na budowę (gru., rew.)	--	mln	1,49	1,48	--	1,48
<b>Wtorek, 28 stycznia</b>						
HUN: Posiedzenie MNB (sty.)	14:00	%	6,5	6,5	--	6,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru., wst.)	14:30	% m/m	-2,0	0,8	--	-2,2
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty.)	16:00	pkt.	104,7	105,6	--	104,1
<b>Środa, 29 stycznia</b>						
SE: Posiedzenie Riksbanku (sty.)	9:30	%	2,5	2,25	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru.)	10:00	% r/r	3,8	4,0	--	--
USA: Bilans handlowy (gru.)	14:30	mln USD	-102,9	-105,5	--	--
USA: Posiedzenie Fed (sty.)	20:00	%	4,5	4,5	--	--
<b>Czwartek, 30 stycznia</b>						
HUN: Wzrost PKB (4q)	8:30	% r/r	-0,8	0,1	--	--
<b>POL: Wzrost PKB (2024)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>--</b>
GER: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	-0,3	-0,1	--	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	0,9	1,0	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty.)	11:00	pkt.	93,7	93,9	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (sty.)	14:15	%	3	2,75	--	--
EUR: Stopa refinansowa EBC (sty.)	14:15	%	3,15	2,9	--	--
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	%k/k saar	3,1	2,6	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	%k/k saar	3,7	3,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (sty.)	14:30	tys	223	225	--	--
<b>Piątek, 31 stycznia</b>						
CZE: Wzrost PKB (4q)	9:00	% r/r	1,4	1,6	--	--
GER: Stopa bezrobocia (sty.)	9:55	%	6,1	6,2	--	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (gru.)	10:00	% r/r	5,3	--	--	--
GER: Inflacja HICP (sty., wst.)	14:00	% r/r	2,8	2,7	--	--
USA: Dochody Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (gru.)	14:30	% m/m	0,4	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,4	2,5	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (gru.)	14:30	% r/r	2,8	2,8	--	--

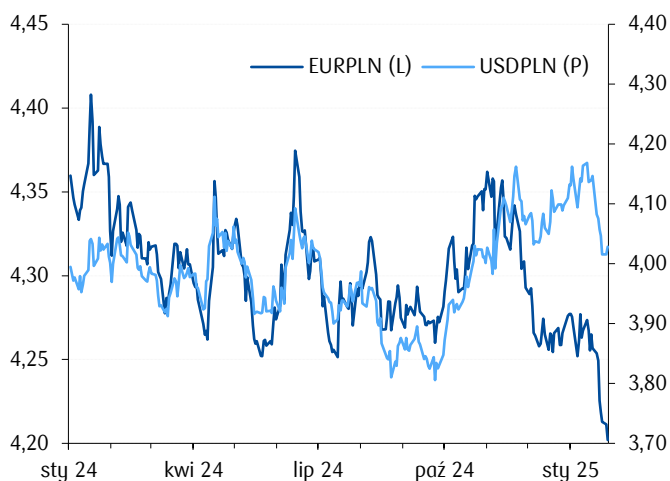
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

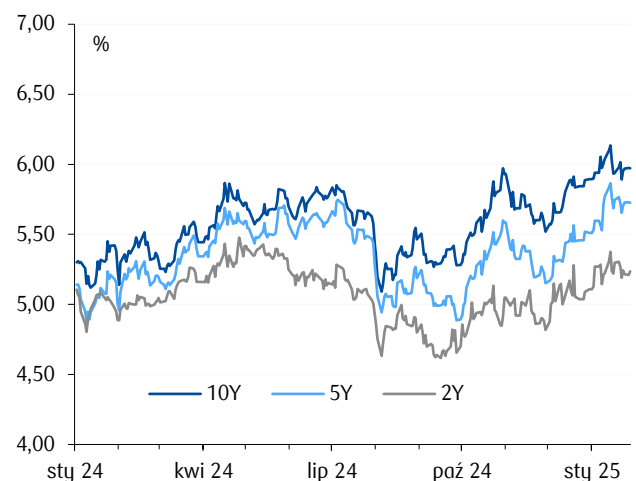
		Wartość 2025-01-28	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2020	-0,2	-1,1	-1,8	-3,6	-8,4
	USDPLN	4,0309	0,5	-1,3	-2,4	0,2	-0,9
	CHFPLN	4,4503	-0,1	-1,1	-2,4	-4,5	0,6
	GBPPLN	5,0120	-0,1	-0,5	-3,1	-1,6	-8,5
	EURUSD	1,0425	-0,7	0,2	0,7	-3,8	-7,5
	EURCHF	0,9442	-0,2	0,0	0,6	0,9	-8,9
	GBPUSD	1,2433	-0,3	1,1	-0,7	-1,8	-7,8
	USDJPY	155,73	0,9	0,3	-0,9	5,3	36,7
	EURCZK	25,09	0,0	-0,2	-0,3	1,3	2,3
	EURHUF	407,75	-0,3	-0,9	-0,9	5,6	13,7
<b>Obligacje</b>	PL2Y	5,24	3	-3	13	29	212
	PL5Y	5,73	0	1	22	57	185
	PL10Y	5,97	0	-4	8	59	203
	DE2Y	2,27	2	5	18	-26	292
	DE5Y	2,37	5	8	21	20	278
	DE10Y	2,56	6	8	20	29	264
	US2Y	4,20	0	-8	-4	-16	317
	US5Y	4,33	0	-5	-5	34	276
	US10Y	4,54	1	-2	-4	49	275
<b>Akcje</b>	WIG	86 194,5	0,8	2,1	8,3	13,3	28,6
	WIG20	2 399,0	1,0	2,8	9,4	7,3	9,1
	S&P500	6 067,7	0,9	0,3	3,2	23,2	39,3
	NASDAQ100	21 463,0	1,6	-0,5	2,1	22,8	51,7
	Shanghai Composite**	3 262,9	0,4	0,6	-2,7	15,3	-5,0
	Nikkei**	39 579,8	1,4	1,4	-0,8	9,7	45,9
	DAX	21 430,6	0,7	1,8	7,6	26,3	41,7
	VIX	16,94	-3,8	2,4	-3,3	21,1	-39,9
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	77,5	0,5	-2,3	3,8	-6,5	-12,1
	Ropa WTI	74,2	0,9	-3,4	2,4	-5,3	-14,3
	Złoto	2757,4	0,6	0,6	5,0	35,6	49,3

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

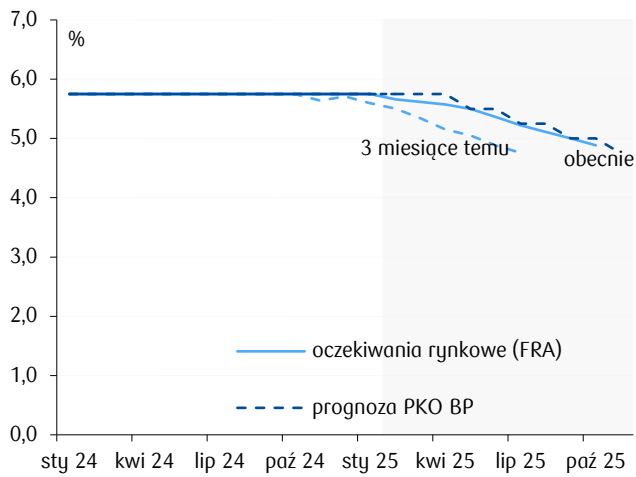
### Notowania złotego wobec głównych walut



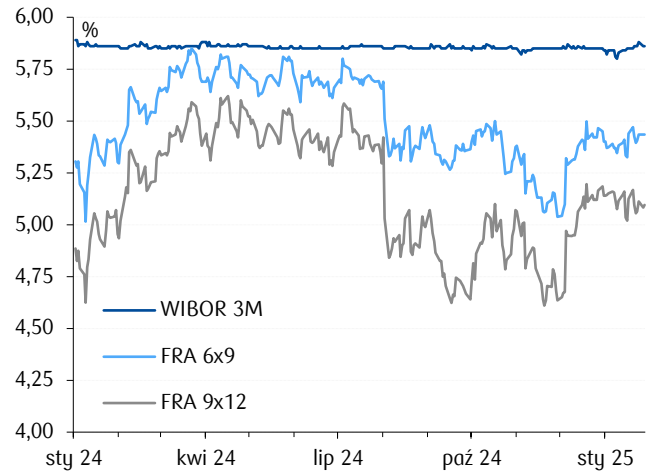
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



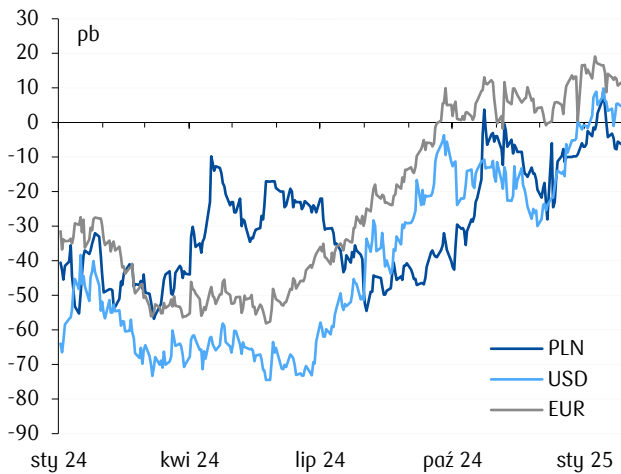
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



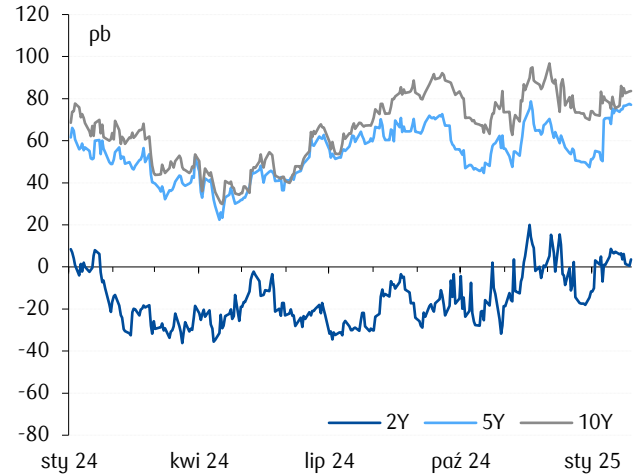
### Krótkoterminowe stopy procentowe



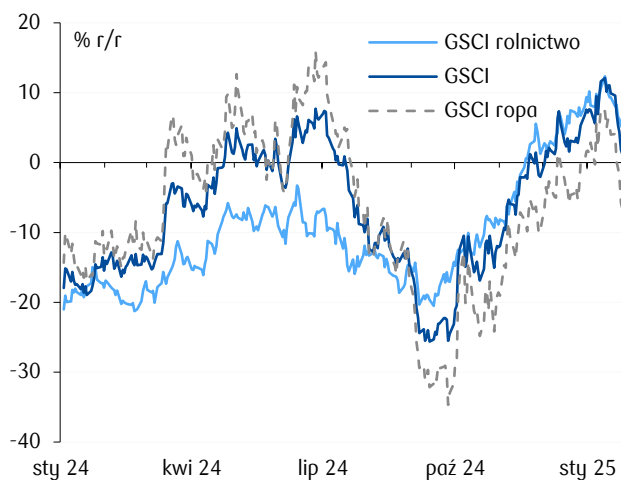
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



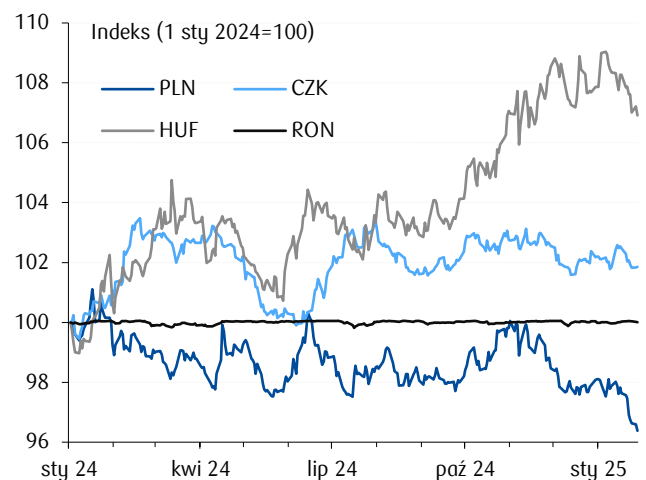
### Spread asset swap dla PLN



### 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](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

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