

Poprawa nastrojów konsumenckich

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na głównych europejskich rynkach akcji dominowały wczoraj spadki, stanowiące reakcję na najnowsze groźby celne prezydenta D.Trumpa, które ponownie wznieciły obawy przed eskalacją wojny handlowej, zaś amerykański S&P500 nieznacznie wzrósł. Największa przecena dotknęła niemiecki indeks DAX, ponieważ to właśnie gospodarka Niemiec może najbardziej ucierpieć w wyniku potencjalnych nowych ceł. Na rynku walutowym dolar amerykański umacniał się względem głównych walut, a rentowności 10-letnich *Treasuries* obniżyły się. Złoty osłabił się, zarówno wobec EUR, osiągając poziom 4,17, jak i względem USD, do 4,00. Jednocześnie rentowności krajowych obligacji nieco wzrosły na dłuższym końcu krzywej.
- **Dziś w centrum uwagi znajdują się krajowe dane o produkcji przemysłowej i budowlanej oraz z rynku pracy. Z USA napłyną tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych, a ze strefy euro informacje o koniunkturze konsumenckiej w lutym (która prawdopodobnie się pogorszyła) oraz o niemieckim PPI w styczniu.**
- **Krajowe dane z rynku pracy w styczniu mają podwyższony potencjał do zaskoczeń. Zatrudnienie znajdzie się pod wpływem zmiany próby statystycznej przedsiębiorstw objętych badaniem (wpadną do niej nowe firmy, w których zatrudnienie osiągnęło poziom powyżej 9 osób, a wypadną te, które zredukowały liczbę pracowników do poniżej 9). My szacujemy, że efekt ten podniesie dynamikę zatrudnienia, a liczba etatów w styczniu okaże się niższa o 0,4% r/r (wobec spadku o 0,6% r/r w grudniu i konsensusu na poziomie -0,7% r/r). Na wynagrodzenia z kolei w dużym stopniu oddziaływać będzie mniejsza niż przed rokiem skala podwyżki płacy minimalnej (o 8,5% m/m i 10% r/r vs 17,8% m/m i 21,5% r/r w 2024), która najpewniej obniży wzrost płac w br. do poziomów jednocyfrowych. My szacujemy styczniowy wzrost przeciętnego wynagrodzenia na 8,1% r/r wobec konsensusu na poziomie 9,1% r/r.**
- Układ kalendarza w ubiegłym miesiącu nie sprzyjał krajowej produkcji (-1 dzień r/r). **W danych o budownictwie mimo to powinniśmy jednak zobaczyć zdecydowaną poprawę dynamiki (PKOe: -1,1% r/r vs -8,0% r/r w grudniu), a sprzyjać jej będzie niska baza z ub.r. Odwrotnie będzie**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

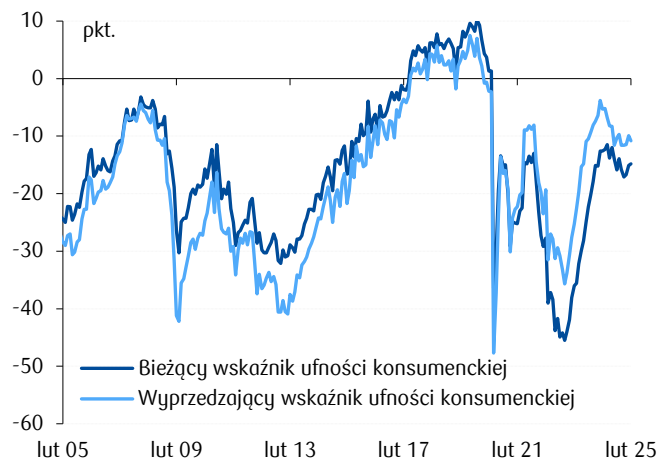
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

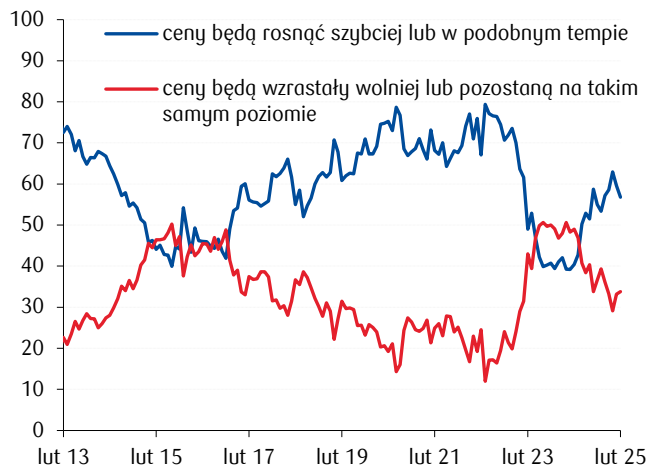
	Wartość 2025-02-19	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1733	0,4
USDPLN	4,0035	0,8
CHFPLN	4,4296	0,6
GBPPLN	5,0427	0,7
EURUSD	1,0424	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,32	0
PL5Y	5,63	1
PL10Y	5,89	2
DE10Y	2,55	6
US10Y	4,54	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	93 461,3	-1,3
DAX	22 433,6	-1,8
S&P500	6 144,2	0,2
Nikkej**	38 616,5	-1,7
Shanghai Comp.**	3 350,1	0,8
Surowce:		
Złoto	2928,12	0,0
Ropa Brent	76,04	0,3

Źródło: Datastram, 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 ufności konsumenckiej w Polsce



Oczekiwania inflacyjne konsumentów na najbliższe 12 miesięcy



w przypadku **produkcji przemysłowej**, która potrzebuje silnego odbicia (m/m sa), aby po trwających niemal nieprzerwanie od maja spadkach (m/m sa) zniwelować efekt wysokiej bazy z ub.r. **Prognozujemy, że w styczniu produkcja przemysłowa była o 1,8% niższa niż przed rokiem** (kons.: -1% r/r).

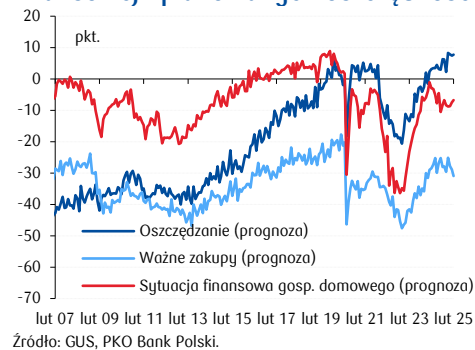
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Luty jest 3. z rzędu miesiącem poprawy bieżącej ufności konsumenckiej - wskaźnik koniunktury wzrósł do -14,8 pkt. (+0,3 pp względem stycznia). Najsilniejsza poprawa ocen dotyczy obecnego dokonywania ważnych zakupów i oszczędzania pieniędzy. Ponownie obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, a przewaga respondentów oczekujących wzrostu inflacji nad tymi oczekującymi spadku powoli topnieje. Jednocześnie wskaźnik wyprzedzający, który można traktować jako podpowiedź co do przyszłych trendów konsumpcyjnych, obniżył się do -10,8 pkt. (o 0,9 pp poniżej poziomu ze stycznia, ale o 5,5 pp powyżej wartości sprzed roku). Spadek m/m wynikał ze wzrostu obaw o poziom bezrobocia i sytuację ekonomiczną kraju, co może mieć związek z nasileniem napięć geopolitycznych (do ponad 55% wzrósł odsetek respondentów deklarujących, że sytuacja w Ukrainie ma wpływ na ich odpowiedzi). Wzrost pesymizmu przełożył się też na zmniejszenie planów zakupowych w horyzoncie rocznym. W lutym odsetek planujących wydać "dużo mniej" na ważne zakupy wzrósł do 33,9% z 30,6%. Jednocześnie odsetek planujących wydać trochę więcej zmalał do 9,1% z 11,6% w styczniu. Z drugiej strony, poprawiły się oceny przyszłej sytuacji finansowej gospodarstwa domowego oraz możliwości przyszłego oszczędzania pieniędzy. **Zakładamy, że niewielkie pogorszenie prognoz konsumpcji formułowanych przez gospodarstwa domowe jest przejściowe i nie przełoży się na spowolnienie wydatków w br., tym bardziej że nie wynika ono z pogorszenia ocen kondycji finansowej konsumentów, a raczej z tymczasowego zwiększenia ostrożności i skłonności do oszczędzania. Choć polskim konsumentom wciąż daleko do optymizmu, to ich nastroje są nadal wyraźnie lepsze niż te obserwowane w strefie euro czy naszym regionie, co pokazuje m.in. subindeks ESI.**
- EUR:** W 4q24 indeks kosztów pracy w strefie euro wzrósł o 3,7% r/r, co oznacza wyraźne spowolnienie w porównaniu do 4,6% r/r w 3q24 i najniższy wzrost od 3q22. Labour Cost Index (LCI) odzwierciedla krótkoterminowe zmiany ponoszonych przez pracodawców kosztów zatrudnienia pracowników, uwzględniając zarówno wynagrodzenia, jak i pozapłacowe koszty pracy. Spadek dynamiki częściowo wynika ze słabego popytu w strefie euro. Stopniowe wyhamowywanie wzrostu kosztów pracy to dobra wiadomość dla EBC, ponieważ wolniejsze tempo wzrostu wynagrodzeń zmniejsza presję inflacyjną i ogranicza ryzyko dalszego wzrostu cen. Otwiera to więc przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych. W całej UE indeks wzrósł o 4,4% r/r, spowalniając względem 5,1% r/r w 3q24.
- USA:** Z minutes Fed po posiedzeniu w styczniu (na którym jednogłośnie pozostawiono stopy procentowe bez zmian na poziomie 4,25-4,50%) wynika, że bank centralny chce zobaczyć dalszy postęp dezinflacji zanim obniży stopy procentowe. Członkowie FOMC stwierdzili, że komitet nie musi spieszyć się z oceną zmieniających się perspektyw aktywności gospodarczej, rynku pracy i inflacji. Odnotowali istotny spadek inflacji w ostatnich 2 latach podkreślając przy tym, że inflacja pozostaje powyżej celu inflacyjnego. Zaznaczyli, że przy odpowiedniej polityce pieniężnej inflacja będzie obniżać się w kierunku celu, jednak proces ten może być nierówny. Ryzyka dla realizacji celu pełnego zatrudnienia i celu inflacyjnego oceniano jako mniej-więcej równe, choć niektórzy uczestnicy posiedzenia zwracali uwagę, że ryzyko dla realizacji celu inflacyjnego jest wyższe, wskazując na skutki potencjalnych zmian w polityce handlowej i migracyjnej USA, potencjalne zakłócenia

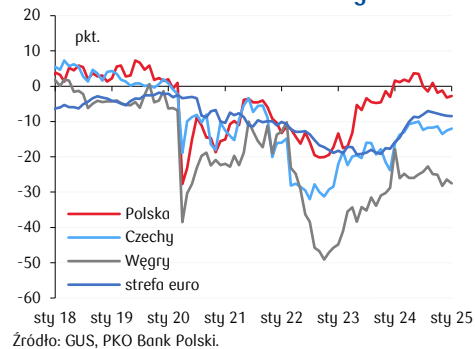
Dokonywanie ważnych zakupów



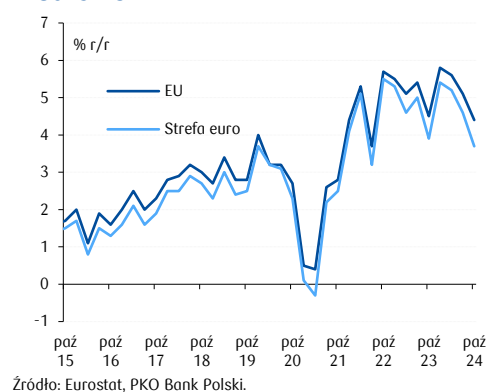
Prognozy zakupów na tle sytuacji finansowej i planowanych oszczędności



Koniunktura konsumencka wg ESI



Indeks LCI



łańcuchów dostaw spowodowane wydarzeniami geopolitycznymi lub wyższe niż oczekiwano wydatki gospodarstw domowych. Kilku uczestników posiedzenia zauważyło, że w nadchodzącym okresie może być szczególnie trudno odróżnić stosunkowo trwałe zmiany inflacji od ruchów przejściowych, które mogą być związane z wprowadzeniem nowej polityki rządowej. **Większość członków FOMC oceniła, że obecny wysoki poziom niepewności uzasadnia ostrożne podejście do zmian w parametrach polityki pieniężnej.** Niektórzy uczestnicy zauważyli, że w obliczu dużej niepewności co do kształtowania się potrzeb pożyczkowych rządu i jego wydatków, także w kontekście limitu długu, zasadne może być przejściowe wstrzymanie lub spowolnienie procesu redukcji bilansu (QT).

- **EUR:** I.Schnabel (Zarząd EBC) oceniła, że EBC będzie wkrótce musiał przedyskutować przerwę lub całkowite zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych. I.Schnabel dodała, że na marcowym posiedzeniu trzeba będzie rozważyć, czy z komunikatu po decyzji usunąć sformułowania, mówiące, że polityka monetarna ogranicza aktywność w gospodarce strefy euro, gdyż nie jest już przekonana, czy polityka nadal będzie restrykcyjna (dzieje się to wtedy, gdy stopy są wyższe od poziomu naturalnego). **Bardziej gołąbią wymowę miała wypowiedź F.Panetty (EBC, Bank Włoch)** który stwierdził, że spowolnienie gospodarcze w strefie euro trwa dłużej niż oczekiwano, co oznacza, że jak dotąd odporny rynek pracy może się załamać. Głos I.Schnabel może studzić rosnące w ostatnim czasie rynkowe oczekiwania co do skali i tempa obniżek stóp EBC, ale wg nas obecnie nie odzwierciedla konsensusu w Radzie Prezesów. Podtrzymujemy prognozę, że w tym roku bank obniży stopy procentowe jeszcze co najmniej trzykrotnie, każdorazowo o 25pb.
- **USA:** Liczba rozpoczętych budów domów w styczniu spadła do 1,37 mln z 1,52 mln w grudniu, mocniej niż przewidywano. Po dobrych danych za wcześniejszy miesiąc ponownie obserwujemy ograniczenie aktywności, choć wciąż liczba rozpoczętych budów jest wyższa niż w 2h24. Sugeruje to, że częściowe złagodzenie restrykcyjnej polityki monetarnej Fed wspiera sektor nieruchomości poprzez obniżenie kosztów kredytów hipotecznych. **Dodatkowym pozytywnym sygnałem jest niewielki wzrost liczby pozwoleń na budowę, do 1,48 mln, co przewyższa średni poziom z 2024.** Bieżący rok dla sektora nieruchomości zapowiada się jednak jedynie nieznacznie lepiej niż ostatnie trzy lata.
- **CHN:** Bank Centralny Chin na posiedzeniu utrzymał stopy procentowe bez zmian, w tym 5-letnią stopę referencyjną dla kredytów hipotecznych na poziomie 3,60% oraz 1-roczną stopę kredytów dla firm na poziomie 3,10%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 14 lutego						
ROM: Inflacja CPI (sty.)	8:00	% r/r	5,14	4,89	--	5,0
ROM: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	1,2	0,7	--	0,8
POL: Inflacja CPI (sty.)	10:00	% r/r	4,7	5,1	5,2	5,3
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	0,9	0,9	--	0,9
EUR: Zatrudnienie (4q)	11:00	% r/r	1,0	--	--	0,6
USA: Sprzedaż detaliczna (sty.)	14:30	% m/m	0,7	0,0	--	-0,9
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sty.)	14:30	%, m/m	0,7	0,3	--	-0,4
USA: Produkcja przemysłowa (sty.)	15:15	% m/m	1,0	0,3	--	0,5
ROM: Posiedzenie banku centralnego (lut.)	--	%	6,5	6,5	--	6,50
Poniedziałek, 17 lutego						
EUR: Bilans handlowy (gru.)	11:00	mld EUR	13,3	14,5	--	14,6
Wtorek, 18 lutego						
GER: Indeks instytutu ZEW (lut.)	11:00	pkt.	10,3	20,0	--	26
Środa, 19 lutego						
POL: Koniunktura konsumencka (lut.)	10:00	pkt.	-15,1	-14,9	--	-14,8
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty.)	14:30	mln	1,515	1,397	--	1,366
USA: Pozwolenia na budowę (sty., wst.)	14:30	mln	1,482	1,460	--	1,483
USA: Minutes Fed (sty.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 20 lutego						
GER: Inflacja PPI (sty.)	8:00	% r/r	0,8	1,3	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty.)	10:00	% r/r	9,8	9,3	8,1	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty.)	10:00	% r/r	-0,6	-0,6	-0,4	--
POL: Produkcja przemysłowa (sty.)	10:00	% r/r	0,2	-1,0	-1,8	--
POL: Inflacja PPI (sty.)	10:00	% r/r	-2,6	-0,4	-0,4	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty.)	10:00	% r/r	-8,0	0,3	-1,1	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut.)	14:30	tys.	213	215	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lut., wst.)	16:00	pkt.	-14,2	-19,9	--	--
Piątek, 21 lutego						
GER: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	9:30	pkt.	45,0	45,5	--	--
GER: PMI w usługach (lut., wst.)	9:30	pkt.	52,5	52,5	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	10:00	pkt.	46,6	47,0	--	--
EUR: PMI w usługach (lut., wst.)	10:00	pkt.	51,3	51,6	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	15:45	pkt.	51,2	51,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., rew.)	16:00	pkt.	71,1	67,8	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty.)	16:00	mln	4,24	4,13	--	--

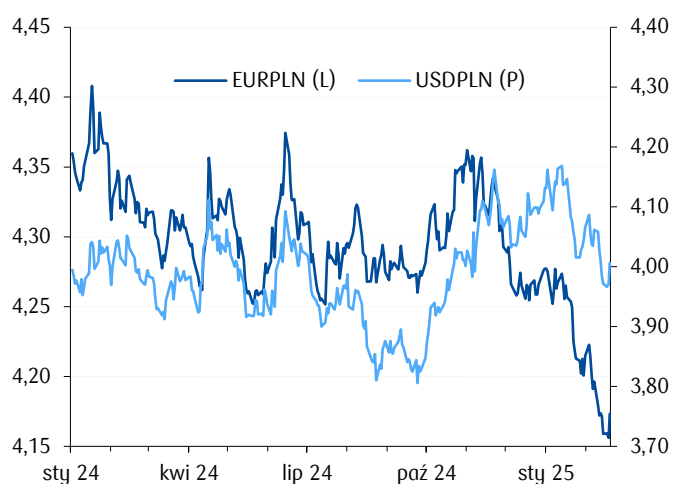
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

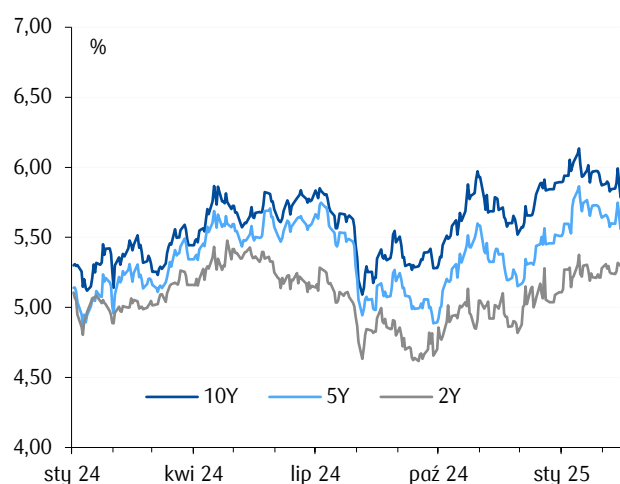
		Wartość 2025-02-19	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1733	0,4	0,0	-1,2	-3,5	-7,1
	USDPLN	4,0035	0,8	-0,5	-1,3	0,0	1,3
	CHFPLN	4,4296	0,6	0,6	-0,9	-2,5	3,4
	GBPPLN	5,0427	0,7	1,1	0,9	0,0	-6,1
	EURUSD	1,0424	-0,4	0,5	0,0	-3,5	-8,3
	EURCHF	0,9421	-0,2	-0,6	-0,3	-1,0	-10,2
	GBPUSD	1,2591	-0,2	1,3	2,2	-0,2	-7,3
	USDJPY	151,40	-0,2	-2,0	-3,2	0,8	31,2
	EURCZK	25,09	0,1	0,1	-0,2	-0,9	3,0
	EURHUF	402,05	0,3	-0,4	-2,0	3,8	13,0
Obligacje	PL2Y	5,32	0	0	13	32	165
	PL5Y	5,63	1	-12	-2	40	168
	PL10Y	5,89	2	-10	0	44	195
	DE2Y	2,17	4	4	-6	-69	254
	DE5Y	2,32	6	6	2	-9	229
	DE10Y	2,55	6	7	5	11	228
	US2Y	4,28	-3	-8	-2	-39	275
	US5Y	4,37	-3	-11	-6	6	245
	US10Y	4,54	-2	-10	-7	21	249
Akcje	WIG	93 461,3	-1,3	1,8	9,6	14,8	38,2
	WIG20	2 634,9	-1,4	2,6	11,5	9,3	19,1
	S&P500	6 144,2	0,2	1,5	0,9	23,3	37,3
	NASDAQ100	22 175,6	0,0	2,1	1,5	26,9	51,8
	Shanghai Composite**	3 351,2	0,8	0,1	4,3	13,6	-3,3
	Nikkei**	38 632,5	-1,6	-0,8	-2,6	1,0	40,7
	DAX	22 433,6	-1,8	1,3	5,5	31,1	46,0
	VIX	16,91	-1,3	-3,3	1,0	10,1	-30,9
Surowce	Ropa Brent	76,0	0,3	1,1	-3,7	-8,4	-19,8
	Ropa WTI	72,6	0,5	1,2	-4,7	-8,0	-22,5
	Złoto	2928,1	0,0	1,2	6,2	44,6	57,3

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

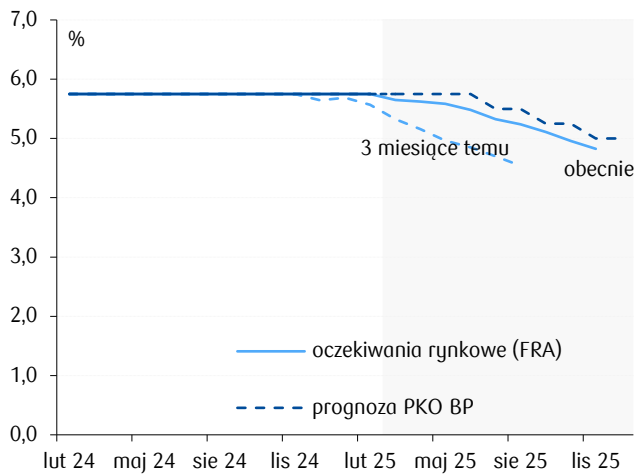
Notowania złotego wobec głównych walut



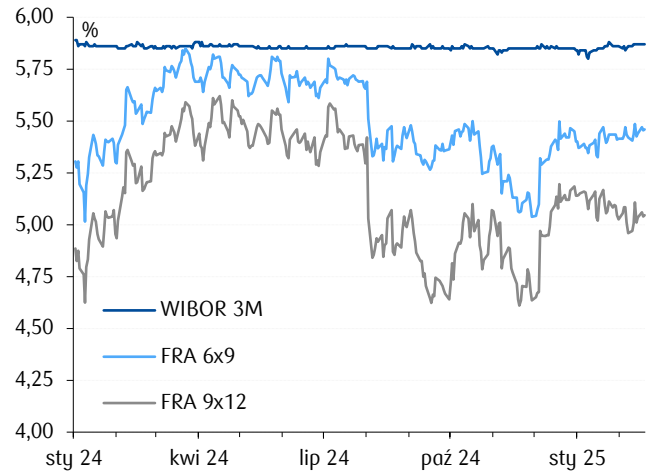
Rentowności polskich obligacji skarbowych



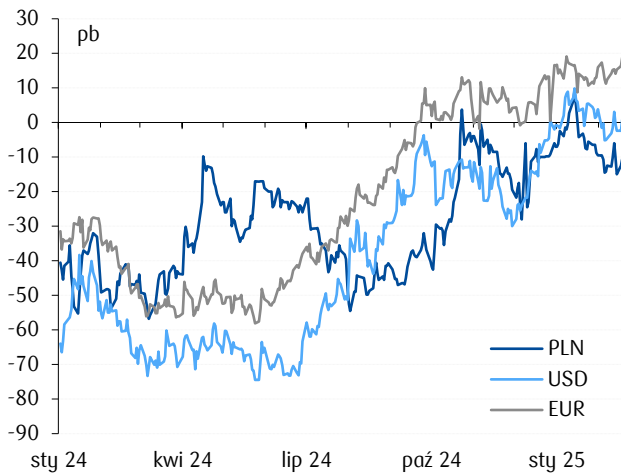
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



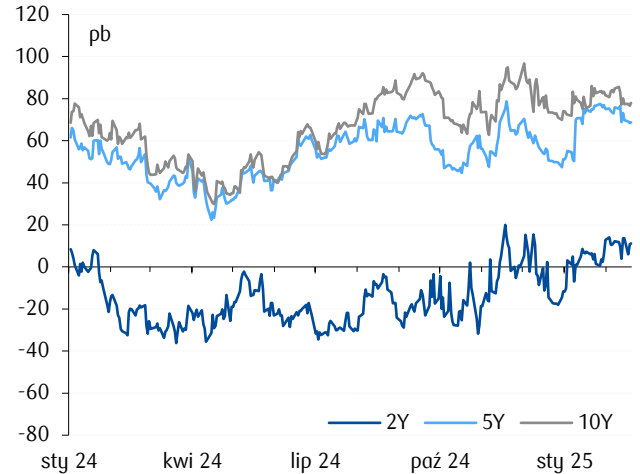
Krótkoterminowe stopy procentowe



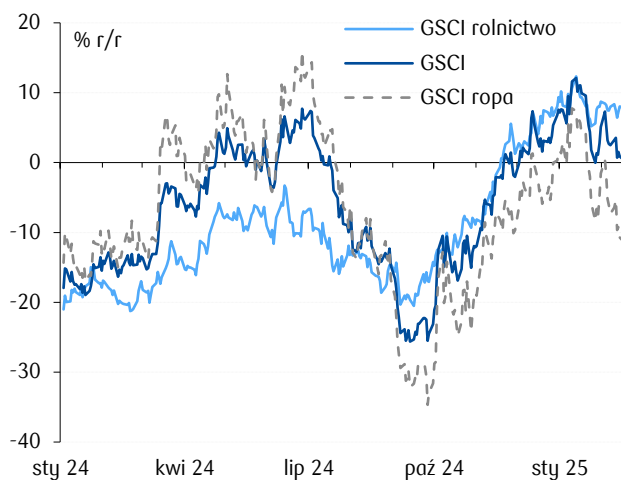
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



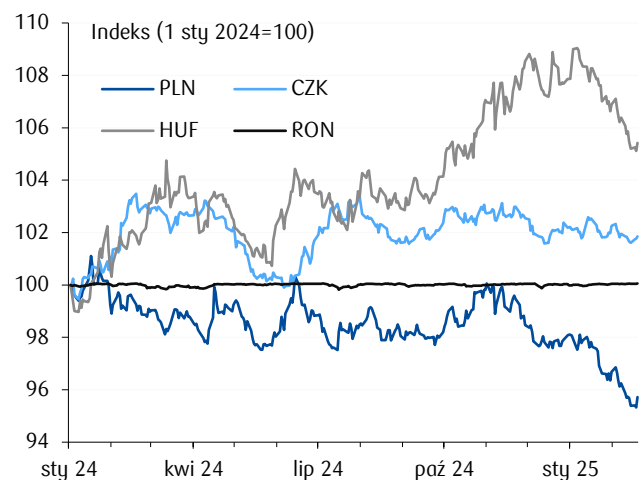
Spread asset swap dla PLN



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

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.