

Odbicie konsumpcji i inwestycji

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Po ogłoszeniu przez D.Trumpa wcześniejszego wejścia w życie 25% ceł na import z Kanady i Meksyku dolar umocnił się a rentowności amerykańskich *Treasuries* wzrosły. Na Wall Street i giełdach europejskich dominowały spadki, będące echem zarówno napięć handlowych, jak i słabszych od oczekiwań wyników Nvidii. Umocnienie dolara przerwało trend aprecjacyjny złotego, EURPLN po umocnieniu do 4,13, pod koniec dnia wzrósł do 4,16, a USDPLN ukształtował się w okolicy 4,00. Rentowności krajowych obligacji spadły.
- Dziś uwagę przyciągną dane z USA (deflator PCE oraz dochody i wydatki Amerykanów w styczniu), a także wstępny szacunek inflacji w Niemczech w lutym. Uwaga skupi się także na podpisaniu umowy między USA a Ukrainą dotyczącej wspólnego rozwoju ukraińskich zasobów naturalnych.
- Po zaskoczeniach w górę w danych o inflacji CPI i PPI, interesujące będzie kształtowanie się deflatora PCE za styczeń. Powszechnie oczekuje się jego spadku (do 2,5% r/r w styczniu z 2,6% r/r w grudniu, a wersji bazowej do 2,6% r/r z 2,8% r/r) - prognozy te wspiera minimalne ograniczenie presji cenowej w usługach (w tym w kategoriach „schronienie”, zdrowie oraz cenach biletów lotniczych). Dane będą istotne dla oceny presji cenowej, ale tylko w połączeniu z kolejnymi napływającymi informacjami. Nie przesądzą natomiast o decyzji FOMC w marcu, która niezależnie od ewentualnego zaskoczenia wskaźnikiem PCE, przyniesie najpewniej pauzę w obniżkach. Przedstawiciele Fed podkreślają bowiem konieczność zachowania ostrożności, preferując obserwowanie tendencji w gospodarce i zwracając uwagę na ryzyka związane z polityką celną.
- Zarówno wydatki jak i dochody Amerykanów w styczniu mogły wzrosnąć nieco słabiej niż w końcu roku, konsensus zakłada +0,3% m/m (w obu przypadkach). Dane zyskują na znaczeniu po ostatnich negatywnych odczytach indeksów koniunktury konsumenckiej, wskazujących na wzrost obaw przed bezrobociem i wysoką inflacją.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

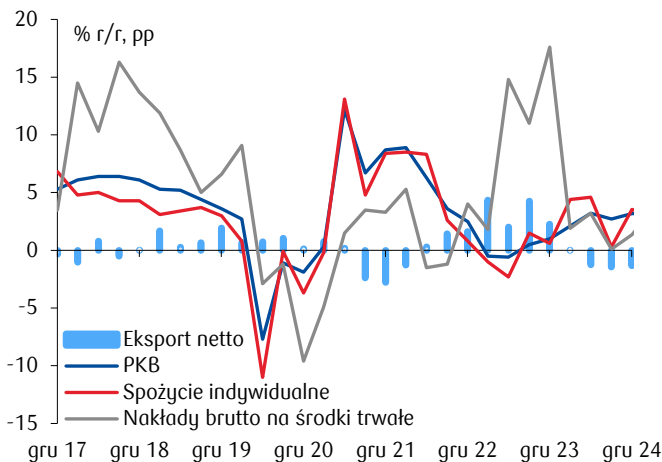
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

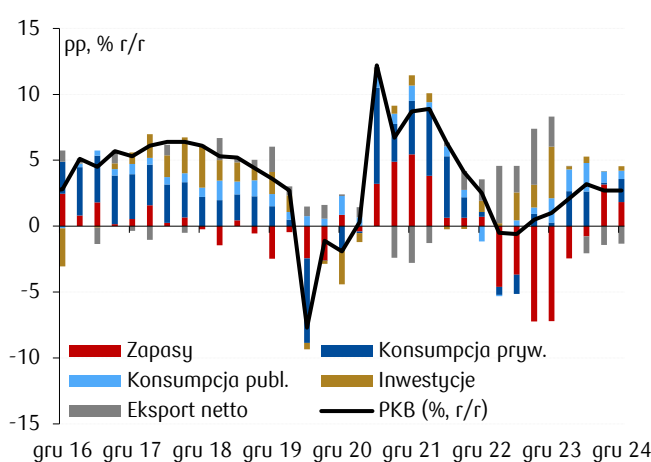
	Wartość 2025-02-27	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,1595	0,6
USDPLN	3,9946	1,5
CHFPLN	4,4416	0,8
GBPPLN	5,0457	0,9
EURUSD	1,0413	-0,9
Obligacje:		
PL2Y	5,23	-3
PL5Y	5,58	-3
PL10Y	5,83	-2
DE10Y	2,41	-3
US10Y	4,28	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	92 380,2	-1,0
DAX	22 550,9	-1,1
S&P500	5 861,6	-1,6
Nikkei**	38 256,2	0,0
Shanghai Comp.**	3 388,1	0,0
Surowce:		
Złoto	2875,43	-1,3
Ropa Brent	74,04	2,1

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.

Krajowy PKB i jego główne składowe



Struktura wzrostu krajowego PKB

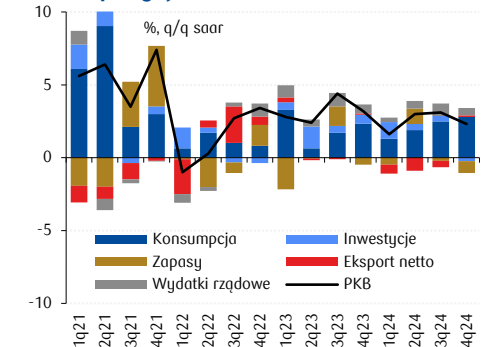


- Inflacja CPI w Niemczech w lutym powinna utrzymać się na grudniowym poziomie 2,3% r/r, a w ujęciu HICP może nieznacznie spaść, do 2,6% r/r.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

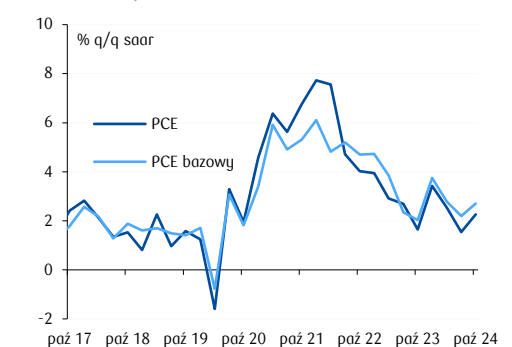
- **POL:** Wzrost PKB w 4q24 przyspieszył do 3,2% r/r z 2,7% r/r w 3q24, a wczorajsze dane były zgodne z wstępnym szacunkiem. Głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, której dynamika wyraźnie przyspieszyła, do 3,5% r/r z zaledwie 0,3% r/r w poprzednim kwartale. Inwestycje wzrosły o 1,3% r/r, co choć nie imponuje, okazało się wynikiem lepszym od prognoz. Więcej w Makro Flashu: [Spożycie, inwestycje i eksport przyspieszają](#).
- **USA:** PKB w 4q24 wzrósł o 2,3% w ujęciu zanualizowanym, spowalniając z 3,1% w poprzednim kwartale, a wynik jest zgodny ze wstępnym odczytem. Wzrost napędzała konsumpcja, rosnąc o 4,2% q/q saar, podczas gdy inwestycje spadły o 5,7% q/q saar, głównie za sprawą mniejszych zakupów sprzętu trwałego (-9,0%). Wydatki rządowe rosły wolniej niż przed kwartałem (2,9% vs. 5,1% w 3q24), a zapasy obniżyły dynamikę PKB o blisko 1 pp. W porównaniu z wstępnymi danymi istotnie zmieniło się saldo handlowe – eksport spadł o 0,5% q/q saar, a import silniej, bo o 1,2% q/q saar, co oznacza, że eksport netto miał lekko pozytywny wkład we wzrost PKB. Rewizja danych przyniosła także istotne zmiany w szacunkach inflacji – okazała się ona bardziej uporczywa, niż wcześniej zakładano. Inflacja bazowa PCE, kluczowy wskaźnik dla Fed, wyniosła w 4q24 2,7% q/q saar wobec 2,5% q/q saar we wstępnym odczycie i 2,2% q/q saar w 3q24. Wygasanie efektów wysokiej bazy i pojawiające się nowe czynniki proinflacyjne, w tym cła, sprawiają, że inflacja w 2025 nie spadnie istotnie, co powoduje, że Fed będzie musiał utrzymać restrykcyjną politykę monetarną, by równoważyć czynniki podbijające inflację. Prognozy na bieżący rok wskazują na spowolnienie dynamiki PKB, wynikające z ograniczonego potencjału dalszej poprawy konsumpcji, słabych perspektyw inwestycyjnych oraz napięć w globalnym handlu, dodatkowo nasilanych przez wojnę handlową.
- **EUR:** Indeks nastrojów w gospodarce w lutym wzrósł do 96,3 pkt. wobec 95,3 pkt. w styczniu. Skala poprawy przewyższyła oczekiwania (kons.: 96 pkt.). To zasługa przede wszystkim ograniczenia pesymizmu w przemyśle, gdzie wskaźnik nastrojów wzrósł do -11,4 pkt. wobec -12,7 pkt. w styczniu. Koniunktura w usługach wciąż oceniana jest wyraźnie lepiej, choć tu poziom optymizmu trochę rozczarował, a indeks spadł do 6,2 pkt. z 6,7 pkt. w styczniu. Koniunktura konsumencka poprawiła się w skali zgodnej z wstępnymi danymi. Sprzyjały temu spadająca inflacja, obniżki stóp procentowych EBC, stabilizujące się warunki polityczne w UE oraz zapowiedziane reformy, mające na celu poprawę perspektyw gospodarczych.
- **USA:** Prezydent D.Trump zapowiedział, że zawieszone 25% cła na import z Meksyku i Kanady zaczną obowiązywać 4 marca, oraz że nałoży dodatkowe cła 10% na produkty z Chin. Jeszcze w środę D.Trump zapowiadał, że cła wobec krajów sąsiadujących z USA zostaną wprowadzone 2 kwietnia, wraz z innymi cłami na szereg państw, w tym UE. Zmianę zdania uzasadnił dalszym napływem fentanylu przez granicę.
- **USA:** Zamówienia na środki trwałe w styczniu wzrosły o 3,1% m/m (sa), co stanowi solidny wynik – rzadko zdarza się, by miesięczny wzrost przekraczał 3%. Najpewniej było to efektem pojedynczych dużych zamówień, głównie w sektorze transportowym, ponieważ bez uwzględnienia tego segmentu zamówienia pozostały na niezmiennym poziomie m/m. Silny wzrost w motoryzacji wynikał prawdopodobnie z przyspieszonej realizacji zakupów przed planowanym wprowadzeniem ceł na import z Meksyku, Kanady oraz UE, które odgrywają kluczową rolę w łańcuchach dostaw tego sektora.

Dekompozycja PKB w USA



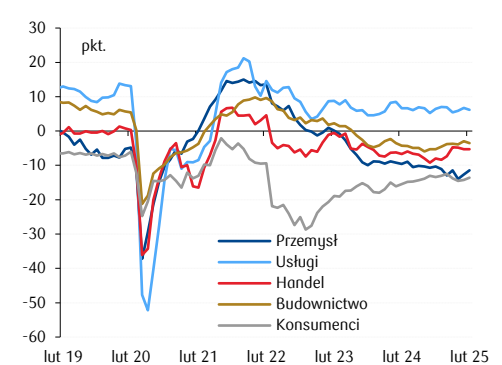
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Inflacja bazowa PCE w USA (dane kwartalne)



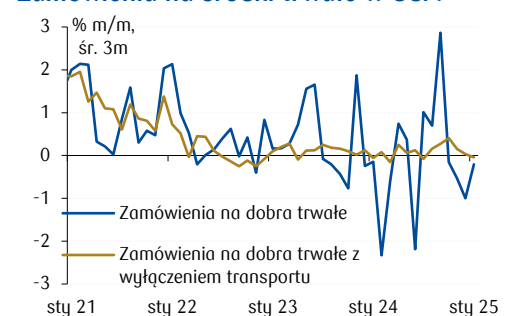
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Składowe wskaźniki ESI w strefie euro



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Zamówienia na środki trwałe w USA

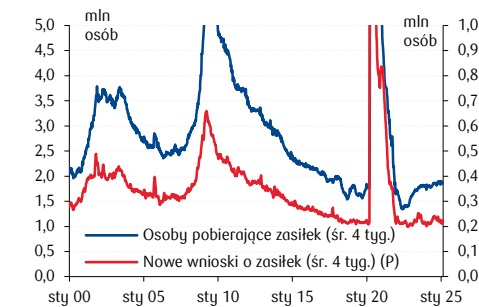


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

W kolejnych miesiącach dynamika zamówień i importu może pozostać wysoka, napędzana obawami przed skutkami „wojen celnych”.

- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła do 242 tys. (z 220 tys. poprzednio), powyżej prognoz (kons.: 221 tys.). Jednocześnie liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku spadła do 1,862 mln z 1,867 mln tydzień wcześniej. Wysoki przyrost liczby nowych bezrobotnych może być jednorazowy i nie świadczy jeszcze o pogorszeniu sytuacji na rynku pracy. Warto jednak mieć na uwadze, że wskaźniki koniunktury pokazują silny wzrost obaw przed bezrobociem.
- **EUR:** *Minutes* z ostatniego posiedzenia EBC potwierdzają, że decyzja o obniżce stóp o 25 pb. była jednorodna i uzasadniona oceną perspektyw inflacyjnych i siłą transmisji polityki pieniężnej. Decydenci zwracali uwagę, że proces dezinflacyjny postępował zgodnie z oczekiwaniami, mimo że inflacja wciąż była powyżej celu. Podkreślono jednak wysoką niepewność, m.in. ryzyko wzrostu cen energii i żywności oraz presję płacową. Ryzyka dla wzrostu gospodarczego koncentrują się w ocenie EBC po stronie negatywnej. **Mimo obniżki stóp procentowych, polityka pieniężna nadal była oceniana jako restrykcyjna.** Rada Prezesów postanowiła kontynuować podejście oparte na danych, unikając wcześniejszych deklaracji dotyczących przyszłych ruchów stóp procentowych. Podczas dyskusji pojawiły się głosy, że naturalna stopa procentowa jest najpewniej wyższa niż przed pandemią. Oznacza to, że wraz z obniżką stóp zbliża się moment, kiedy stopa EBC nie będzie już wyższa od neutralnej, a polityka pieniężna przestanie być restrykcyjna. **Kolejna obniżka stóp o 25 pb na posiedzeniu w przyszłym tygodniu jest powszechnie oczekiwana i zgodna z naszą prognozą zakładającą obniżki w tym roku łącznie o 100 pb.**
- **USA:** J.Schmid (Kansas City Fed, z prawem głosu w FOMC) zwrócił uwagę, że Fed może stanąć przed koniecznością równoważenia ryzyka inflacji z obawami o spowolnienie gospodarki. Przedstawiciel Fed oczekuje spadku inflacji do celu 2%, ale niepokoją go rosnące oczekiwania inflacyjne, które są wprawdzie podatne na zakłócenia, ale w jego ocenie, przy niedawnej inflacji na najwyższym poziomie od 40 lat, nie można sobie pozwolić na ignorowanie takich sygnałów. Jego komentarz pojawił się w kontekście rosnących obaw o stagflację, czyli sytuację, w której wysoka inflacja utrzymuje się przy słabnącym wzroście gospodarczym. **Podtrzymujemy zdanie, że na najbliższym posiedzeniu w marcu Fed nie zmieni stóp procentowych.**
- **EUR:** Wzrost podaży pieniądza w styczniu marginalnie przyspieszył do 3,6% r/r z 3,5% r/r w grudniu. Wzrostowi podaży pieniądza sprzyja zwiększona akcja kredytowa dla gospodarstw domowych i firm. To efekt obniżek stóp procentowych i pozytywny sygnał dla przyszłej konsumpcji i inwestycji.

Zasiłki dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 21 lutego						
GER: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	09:30	pkt.	45,0	45,5	--	46,1
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	10:00	pkt.	46,6	47,0	--	47,3
USA: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	15:45	pkt.	51,2	51,2	--	51,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., rew.)	16:00	pkt.	71,1	67,8	--	64,7
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty.)	16:00	mln	4,29	4,13	--	4,08
Poniedziałek, 24 lutego						
GER: Indeks Ifo (lut.)	10:00	pkt.	85,2	85,8	--	85,2
POL: Sprzedaż detaliczna (sty.)	10:00	% r/r	1,9	1,7	2,0	4,8
EUR: Inflacja HICP (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,5
EUR: Inflacja bazowa (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,7	--	2,7
POL: Podaż pieniądza M3 (sty.)	14:00	% r/r	9,3	9,3	9,1	9,4
Wtorek, 25 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	-0,3	-0,2	--	-0,2
POL: Stopa bezrobocia (sty.)	10:00	%	5,1	5,4	5,4	5,4
HUN: Posiedzenie MNB (lut.)	14:00	%	6,50	6,50	--	6,50
USA: Ceny nieruchomości (gru.)	15:00	% r/r	4,3	4,4	--	4,5
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lut.)	16:00	pkt.	105,3	103,2	--	98,3
Środa, 26 lutego						
USA: Sprzedaż nowych domów (sty.)	16:00	tys.	734	680	--	657
USA: Pozwolenia na budowę (sty., rew.)	--	tys.	1,482	1,483	--	1,473
Czwartek, 27 lutego						
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	2,7	3,2	3,2	3,2
EUR: Podaż pieniądza M3 (sty.)	10:00	% r/r	3,5	3,8	--	3,6
EUR: Koniunktura konsumencka (lut., rew.)	11:00	pkt.	-14,2	-13,6	--	-13,6
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lut.)	11:00	pkt.	95,2	96,0	--	96,3
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	%q/q saar	3,1	2,3	--	2,3
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	% q/q saar	3,7	4,1	--	4,2
USA: Zamówienia na dobra trwałe (sty., wst.)	14:30	% m/m	-2,2	2,2	--	3,1
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut.)	14:30	tys.	220	221	--	242
Piątek, 28 lutego						
CZE: Wzrost PKB (4q)	9:00	% r/r	1,4	1,6	--	--
GER: Stopa bezrobocia (lut.)	9:55	%	6,2	6,2	--	--
GER: Inflacja CPI (lut., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (lut., wst.)	14:00	% r/r	2,8	2,6	--	--
USA: Dochody Amerykanów (sty.)	14:30	% m/m	0,4	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (sty.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	--
USA: Deflator PCE (sty.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (sty.)	14:30	% r/r	2,8	2,6	--	--

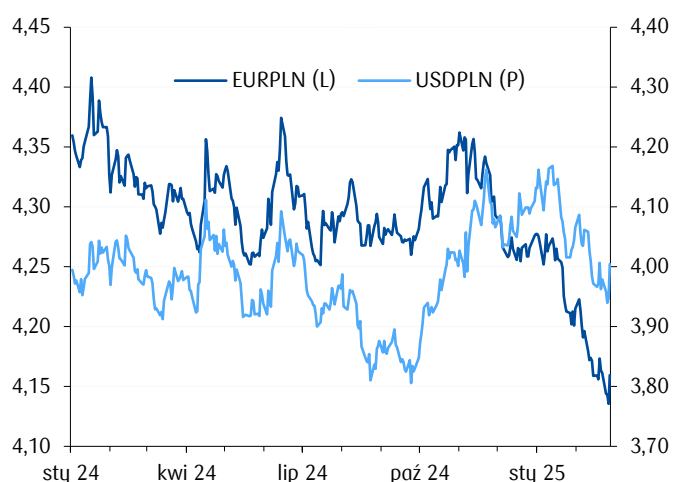
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

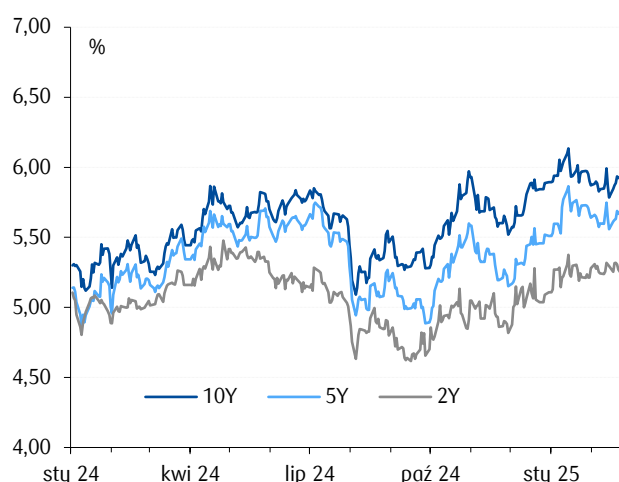
		Wartość 2025-02-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,1595	0,6	-0,1	-1,0	-3,6	-11,7
	USDPLN	3,9946	1,5	0,5	-0,8	0,2	-5,7
	CHFPLN	4,4416	0,8	0,5	0,1	-1,9	-2,7
	GBPPLN	5,0457	0,9	0,5	0,5	0,1	-8,7
	EURUSD	1,0413	-0,9	-0,6	-0,2	-3,8	-6,3
	EURCHF	0,9365	-0,3	-0,6	-1,1	-1,7	-9,2
	GBPUSD	1,2628	-0,5	-0,1	1,3	-0,2	-4,9
	USDJPY	149,97	0,3	0,3	-2,7	0,2	29,7
	EURCZK	25,00	0,3	-0,2	-0,5	-1,2	0,4
Obligacje	EURHUF	400,98	0,4	-0,4	-1,4	2,0	8,1
	PL2Y	5,23	-3	-7	2	19	124
	PL5Y	5,58	-3	-11	-9	38	132
	PL10Y	5,83	-2	-10	-7	52	176
	DE2Y	2,04	-3	-12	-16	-85	246
	DE5Y	2,17	-4	-14	-15	-26	223
	DE10Y	2,41	-3	-12	-10	1	225
	US2Y	4,06	-2	-21	-15	-57	251
	US5Y	4,08	0	-26	-24	-16	223
Akcje	US10Y	4,28	2	-23	-25	3	230
	WIG	92 380,2	-1,0	-0,6	5,4	12,7	64,7
	WIG20	2 590,1	-1,2	-0,9	6,1	7,1	42,5
	S&P500	5 861,6	-1,6	-4,2	-3,5	15,0	36,7
	NASDAQ100	20 551,0	-2,8	-6,9	-4,5	13,9	47,1
	Shanghai Composite**	3 388,1	0,0	1,1	4,2	12,4	-1,2
	Nikkei**	38 256,2	0,0	-1,1	-3,2	-2,3	47,3
	DAX	22 550,9	-1,1	1,1	3,8	27,6	60,5
Surowce	VIX	19,31	6,5	13,3	15,5	37,8	-32,4
	Ropa Brent	74,0	2,1	-3,2	-3,7	-11,5	-25,3
	Ropa WTI	70,6	2,5	-3,1	-3,4	-10,9	-23,9
	Złoto	2875,4	-1,3	-2,1	2,9	40,6	49,4

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

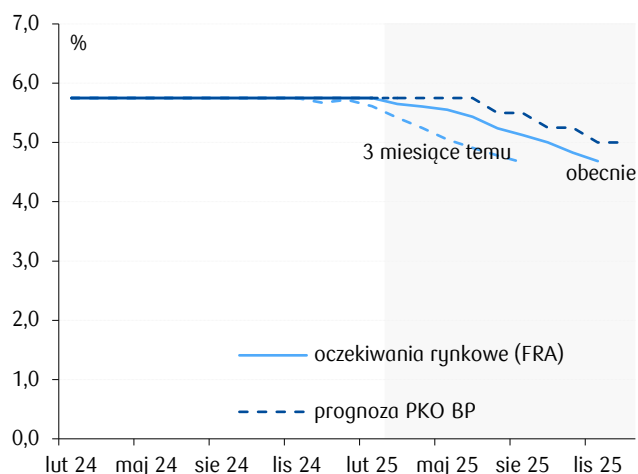
Notowania złotego wobec głównych walut



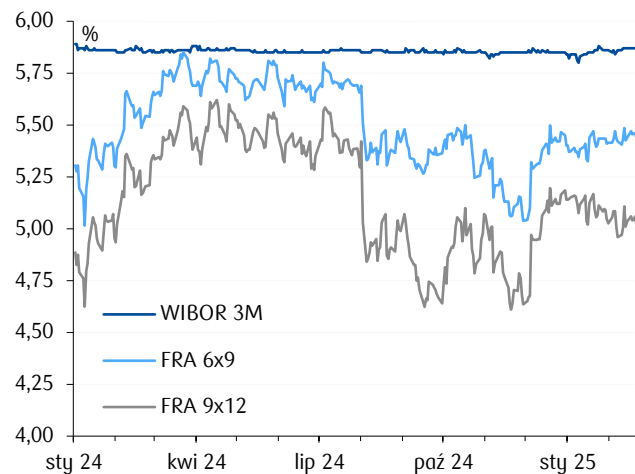
Rentowności polskich obligacji skarbowych



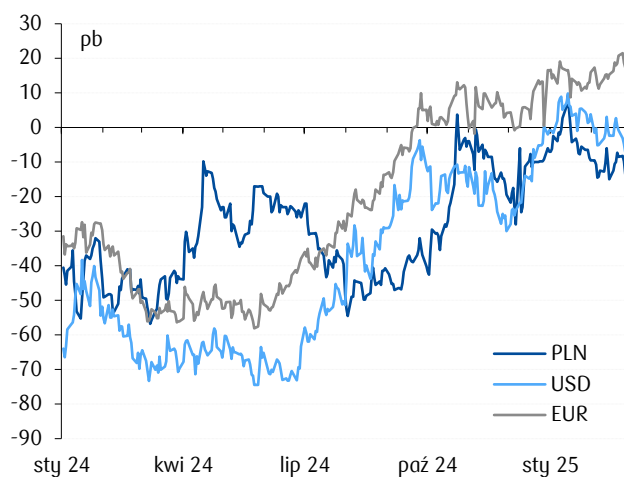
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs, oczekiwania rynkowe



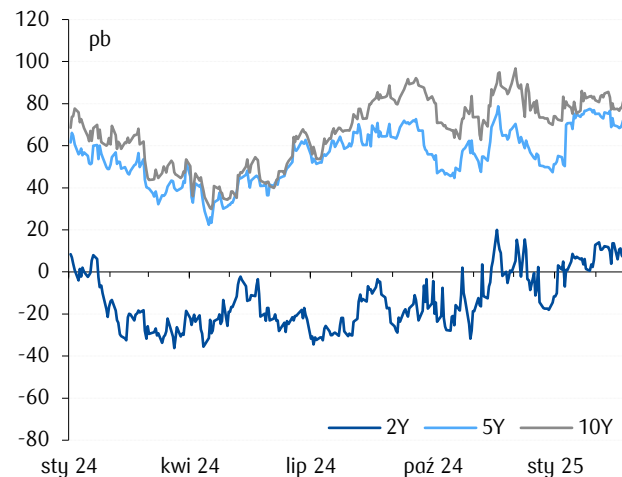
Krótkoterminowe stopy procentowe



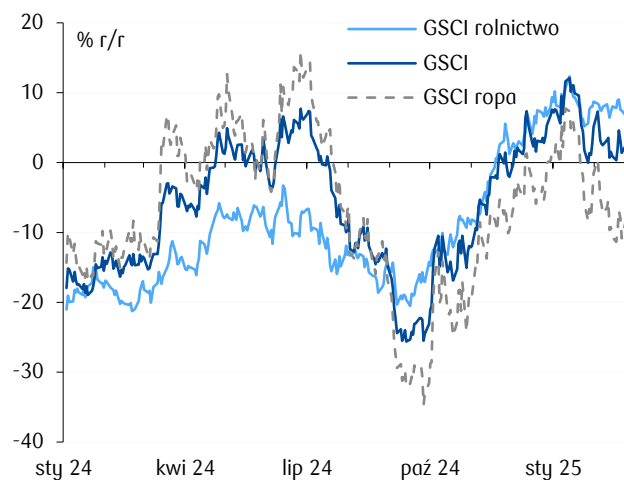
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



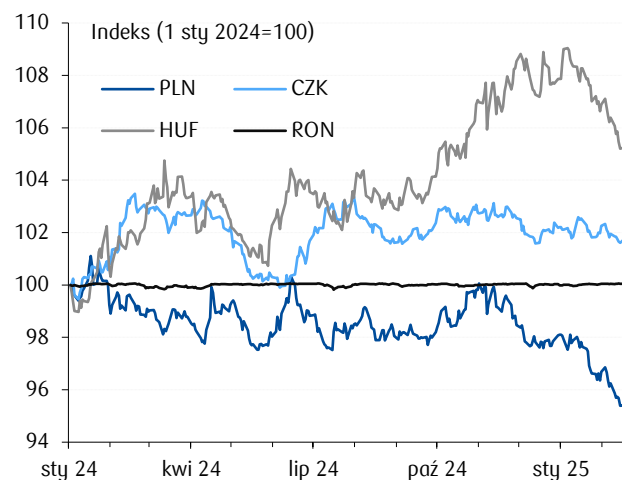
Spread asset swap dla PLN



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.