

Zimowy atak inflacji

Dziś w centrum uwagi:

- Rano o 10.00 poznamy ważne krajowe dane: **inflacja CPI za styczeń oraz szybki szacunek PKB za 4q19**. Nasze szacunki w obu przypadkach są poniżej konsensusu (szczegóły w kalendarzu). Niezależnie od skali zaskoczeń, poziom inflacji CPI (okolice 4%) i dynamika PKB (okolice 3%) nie wywołają reakcji RPP (nawet zmiany retoryki).
- Jeszcze wcześniejsza publikacja **PKB w Niemczech za 4q19** rozstrzygnie, czy największa gospodarka strefy euro była w recesji.
- Inflacja CPI w Czechach za styczeń** ma potencjał do zaskoczenia *in plus*, w ślad za inflacją na Węgrzech, co wesprze jastrzębie skrzydło CNB, ale kolejnych podwyżek stóp w Czechach (po dotychczasowej serii 9 podwyżek z 0% do 2,25%) już nie oczekujemy.
- Popołudniowa **porcja danych z USA - sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa za styczeń** - będzie pierwszym testem kondycji gospodarki USA na początku 2020. Wstępny **indeks nastrojów konsumentów wg Uniw. Michigan za luty** będzie natomiast wskazówką, na ile obawy o epidemię koronawirusa mogą wpłynąć na zachowania amerykańskich konsumentów.

Przegląd wydarzeń:

- POL:** Rachunek obrotów bieżących (CA) w grudniu zanotował nadwyżkę na poziomie 990 mln EUR (PKO: -192 mln EUR; kons: -521 mln EUR). To pierwsza nadwyżka w samym grudniu od początku historii dostępnych danych (od końca lat 90-tych). W ujęciu 12-miesięcznym salda rachunków obrotów bieżących i towarowych wyniosły odpowiednio 1,1% PKB i 0,5% PKB, co sugeruje, że trend poprawy równowagi zewnętrznej nie tylko utrzymał się, ale nawet przybrał na sile. Co ważne, wiąże się to przede wszystkim z zaskakująco silnym eksportem, a tylko w pewnej mierze z osłabieniem popytu krajowego (więcej w Makro Flashu „[Historyczna nadwyżka w grudniu](#)”).
- EUR:** Komisja Europejska utrzymała prognozy wzrostu PKB w Polsce na 2020-2021 na niezmiennym poziomie (3,3% w obu latach), pomimo kolejnego obniżenia prognoz dla Niemiec (po 0,1pp do 1,0%). Prognozy dla strefy euro nie uległy zmianie (1,2% w obu latach), mimo uwzględnienia negatywnych reperkusji dla globalnej gospodarki ze strony epidemii koronawirusa. Dokument Komisji emanował umiarkowanym optymizmem. Zauważono, że europejska gospodarka prawdopodobnie minęła już dno cyklu, a jednocześnie zaznaczono, że epidemia

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

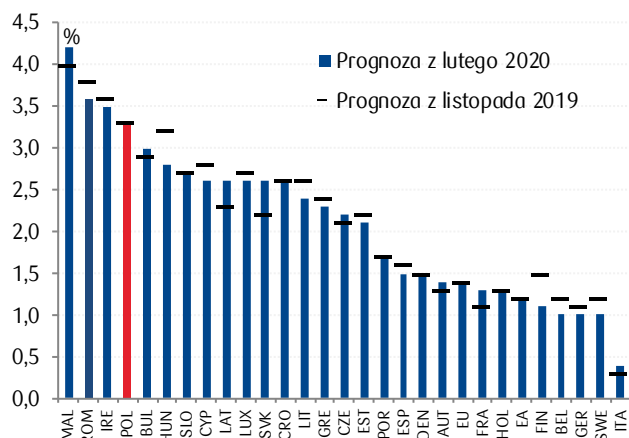
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

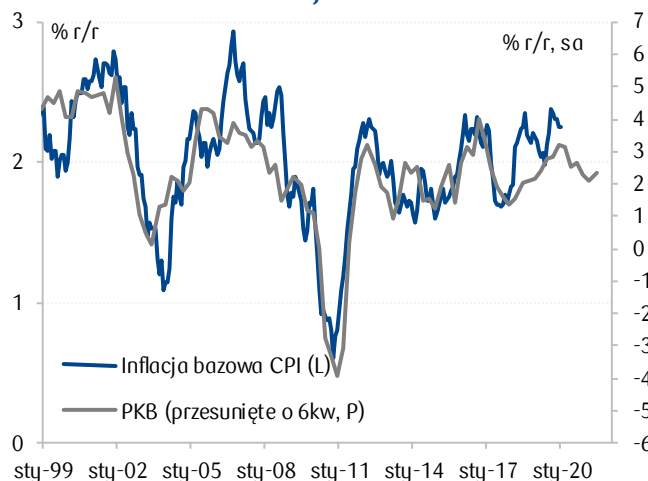
Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Wzrost PKB – prognozy KE



Źródło: KE, Macrobond, PKO Bank Polski.

Wzrost PKB w USA a inflacja bazowa



koronawirusa może mieć na nią jedynie niewielki wpływ pod warunkiem jej zatrzymania jeszcze w lutym. Wskazano na solidne fundamenty wzrostu gospodarczego w Polsce w postaci solidnego popytu wewnętrznego, w tym szczególnie konsumpcji. Oznacza to, że w najbliższych latach utrzymamy się (wg Komisji) w gronie krajów UE o najwyższym tempie wzrostu.

- **HUN: Inflacja CPI w styczniu wzrosła silnie do 4,7% r/r** (z 4,0% r/r w grudniu; kons.: 4,4%), przy silnym wzroście cen żywności (6,9% r/r wobec 5,9% r/r w grudniu) oraz paliw (13,5% wobec 7,7% r/r w grudniu). Nadal mocno rosły ceny wieprzowiny (27,6% r/r). Inflacja bazowa wzrosła do 4,0% r/r z 3,9% r/r w grudniu. Podwyższony poziom inflacji wywołał werbalną reakcję banku centralnego. Wiceprezes MNB M.Nagy powiedział, że bank ustabilizuje inflację w horyzoncie 5-8 kwartałów. Działania banku będą zdeterminowane wynikami marcowej projekcji inflacyjnej. Do tego czasu będzie wpływał on na gospodarkę poprzez zmiany wolumenu FX swapów.
- **GER: Inflacja CPI w styczniu wzrosła do 1,7% r/r** (vs 1,5% r/r w grudniu). Szczegóły odczytu pokazały, że dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, podobnie jak na Węgrzech, wyraźnie wzrosła (do 2,4% r/r wobec 1,9% r/r w grudniu). Potwierdza to nasze założenia dla krajowych cen żywności w styczniu.
- **USA: Inflacja CPI w styczniu przyspieszyła do 2,5% r/r** z 2,3% r/r w grudniu przy stabilizacji inflacji bazowej (2,3% r/r). W ramach inflacji bazowej wciąż wysokie pozostaje tempo wzrostu cen usług (podbijane przez koszty najmu, a także inne składowe odzwierciedlające wzrost wynagrodzeń), podczas gdy część towarowa znajduje się na granicy deflacji. Kolejne miesiące przyniosą zapewne osłabienie presji inflacyjnej związane z umocnieniem dolara oraz spadkiem cen surowców i energii. Będzie to wspierało gołębie skrzydło FOMC, tym bardziej, że podstawowa miara inflacji – bazowa PCE znajduje się poniżej celu Fed.
- **USA: Przesłuchanie J.Shelton, kandydatki do Zarządu Fed, nie rozwiało wątpliwości senatorów co do jej poglądów** (m.in. w kwestii osłabiania waluty) oraz tego, czy będzie gwarantem niezależności banku centralnego. Komentarze po przesłuchaniu wskazują, że mogła ona nie przekonać większości członków Komisji Bankowej Senatu, co może oznaczać, że nie udzieli ona zgody na jej powołanie.

Znalezione w sieci:

- Dyskusja o wpływie ujemnych stóp na banki (Euromoney): [Did the banks cry wolf on negative rates?](#)
- Faza pierwsza umowy handlowej to nie koniec napięć geopolitycznych (bruegel.org): [The US-China trade agreement will not put an end to geopolitical risks.](#)
- Mechanizm transmisji polityki pieniężnej a stabilność finansowa (Bundesbank): [Does the lack of financial stability impair the transmission of monetary policy?](#)
- Bankowość centralna i stabilność finansowa w erze zmian klimatycznych (BIS): [The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change.](#)
- Stagnacja płacy realnej a wzrost standardów życia w Wlk. Brytanii (voxeu.org): [The paradox of stagnant real wages yet rising 'living standards' in the UK.](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 7 lutego						
GER: Produkcja przemysłowa (gru)	8:00	-2,5% r/r	-3,7% r/r	--	-6,8% r/r	Wyhamowanie spadków produkcji z listopada było przejściowe, firmy sygnalizują, że to jeszcze nie koniec kłopotów.
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sty)	14:30	145 tys.	160 tys.	--	225 tys.	Dane sugerują, że amerykański rynek pracy pozostaje bardzo mocny i nie daje podstaw do niepokoju dla FOMC. Rynek pracy wciąż wspiera konsumpcję, ale jednocześnie jest brak sygnałów narastającej presji inflacyjnej.
USA: Stopa bezrobocia (sty)	14:30	3,5%	3,5%	--	3,6%	Bank spodziewa się, że słabszy wzrost gospodarczy przyczyni się do powrotu inflacji do celu.
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty)	14:30	2,9% r/r	3,0% r/r	--	3,1% r/r	
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
Poniedziałek, 10 lutego						
CHN: Inflacja CPI (sty)	2:30	4,5% r/r	4,9% r/r	--	5,4% r/r	Inflację podniosły rosnące ceny wieprzowiny (w obliczu wzrostu zapotrzebowania w czasie obchodów chińskiego nowego roku), a także wybuch epidemii koronawirusa.
SWI: Inflacja CPI (sty)	8:30	0,2% r/r	0,1% r/r	--	0,2% r/r	Spadek inflacji bazowej wspiera gołębie nastawienie SNB.
EUR: Indeks Sentix (lut)	10:30	7,6 pkt.	4,1 pkt.	--	5,2 pkt.	Nastroje europejskich inwestorów instytucjonalnych póki co pozostają mało wrażliwe na wybuch epidemii koronawirusa.
Wtorek, 11 lutego						
UK: Wzrost PKB (4q)	10:30	1,1% r/r	0,8% r/r	--	1,1% r/r	Słaby wzrost może skłonić BoE do obniżania stóp procentowych w tym roku.
USA: Raport JOLTS (gru)	16:00	6787 tys.	6925 tys.	--	6423 tys.	Szczegółowy raport sugeruje, że trend wzrostowy zatrudnienia może się wkrótce osłabić.
Środa, 12 lutego						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Po internalizacji koncepcji <i>reversal interest rate</i> Riksbank czeka na rozwój wydarzeń.
EUR: Produkcja przemysłowa (gru)	11:00	-1,7% r/r	-0,7% r/r	--	-4,1% r/r	Spadek produkcji przemysłowej wzmacnia oczekiwania na reakcję ze strony EBC.
Czwartek, 13 lutego						
GER: Inflacja CPI (sty, rew.)	8:00	1,6% r/r	1,7% r/r	--	1,7% r/r	Dane potwierdziły lekki wzrost presji inflacyjnej.
HUN: Inflacja CPI (sty)	9:00	4,0% r/r	4,4% r/r	--	4,7% r/r	Skokowy wzrost inflacji odzwierciedla m.in. efekty słabszego forinta.
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru)	14:00	1457 mln EUR	-521 mln EUR	-192 mln EUR	990 mln EUR	W ujęciu 12-miesięcznym salda rachunków obrotów bieżących i towarowych wyniosły odpowiednio 1,1% PKB i 0,5% PKB, co sugeruje, że trend poprawy równowagi zewnętrznej obserwowany od początku ubiegłego roku nie tylko utrzymał się, ale nawet przyspieszył.
POL: Eksport (gru)	14:00	-1,0% r/r	8,2% r/r	11,2% r/r	10,6% r/r	Inflacja bazowa pozostaje wciąż umiarkowana (w szczególności bazowa PCE).
POL: Import (gru)	14:00	-4,1% r/r	4,9% r/r	5,4% r/r	0,8% r/r	
USA: Inflacja CPI (sty)	14:30	2,3% r/r	2,5% r/r	--	2,5% r/r	
Piątek, 14 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	1,0% r/r	0,3% r/r	--	--	Niemcy mogły uniknąć recesji w 4q.
CZE: Inflacja CPI (sty)	9:00	3,2% r/r	3,2% r/r	--	--	Podwyższona inflacja stymuluje jastrzębie skrzydło w CNB.
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	3,9% r/r	3,0% r/r	2,9% r/r	--	Kombinacja „quasi-stagflacyjna” wzrostu i inflacji nie powinna wpłynąć istotnie na poglądy większości członków RPP.
POL: Inflacja CPI (sty)	10:00	3,4% r/r	4,2% r/r	4,0% r/r	--	Spodziewane tempo wzrostu nie powinno być na tyle wysokie, aby skłonić EBC do myślenia o końcu QE.
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,0% r/r	1,0% r/r	--	--	
USA: Sprzedaż detaliczna (sty)	14:30	0,3% m/m	0,3% m/m	--	--	Dane będą pierwszym testem kondycji gospodarki USA na początku 2020, a także pokażą czy konsumenci w USA nie przestraszyli się WuFlu.
USA: Produkcja przemysłowa (sty)	15:15	-0,3% m/m	-0,3% m/m	--	--	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, wst.)	16:00	99,8 pkt.	99,0 pkt.	--	--	

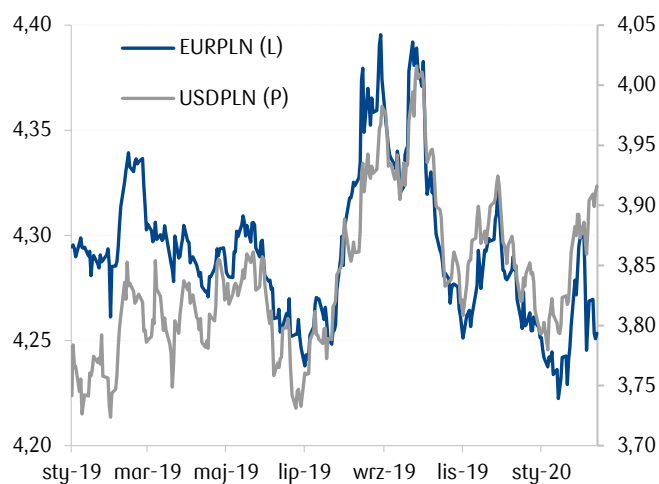
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

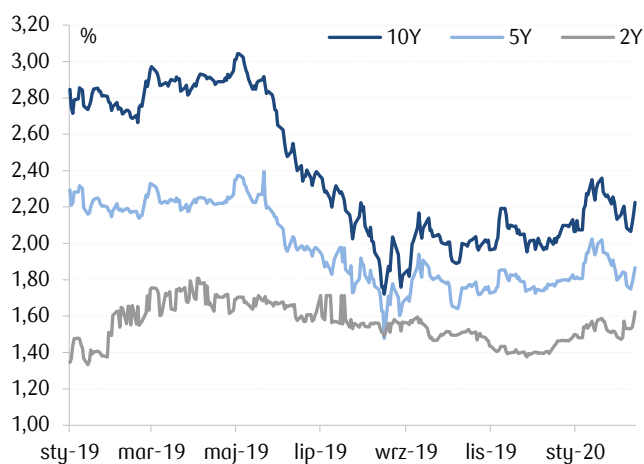
		Wartość 2020-02-13	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2534	0,06%	-0,10%	0,51%
	USDPLN	3,9207	0,49%	1,09%	3,22%
	CHFPLN	4,0076	0,32%	0,72%	1,72%
	GBPPLN	5,1091	0,81%	1,89%	2,81%
	EURUSD	1,0849	-0,43%	-1,18%	-2,63%
	EURCHF	1,0614	-0,25%	-0,81%	-1,20%
	GBPUSD	1,3054	0,60%	0,96%	-0,09%
	USDJPY	109,82	-0,18%	-0,15%	-0,29%
	EURCZK	24,89	0,16%	-0,48%	-1,08%
	EURHUF	337,74	-0,66%	-0,03%	0,97%
Obligacje	PL2Y	1,62	5	9	7
	PL5Y	1,87	4	3	-9
	PL10Y	2,23	6	8	-7
	DE2Y	-0,65	-1	-1	-5
	DE5Y	-0,60	-1	-1	-8
	DE10Y	-0,39	-1	-2	-17
	US2Y	1,44	0	-1	-13
	US5Y	1,44	-1	-2	-19
	US10Y	1,62	-1	-3	-19
Akcje	WIG20	2120,1	-0,3%	0,4%	-2,5%
	S&P500	3373,9	-0,2%	0,8%	1,7%
	Nikkei**	23661,5	-0,7%	-0,9%	-1,1%
	DAX	13745,4	0,0%	1,3%	2,4%
	VIX	14,15	3,0%	-5,4%	14,9%
Surowce	Ropa Brent	55,7	0,0%	1,1%	-14,1%
	Złoto	1575,7	0,6%	0,8%	1,6%

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

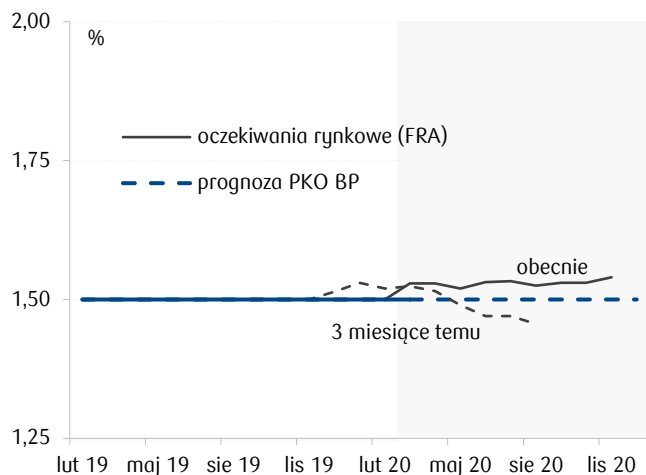
Notowania złotego wobec głównych walut



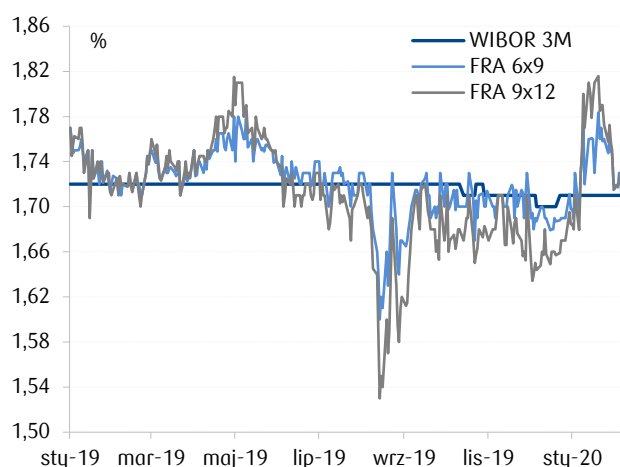
Rentowności polskich obligacji skarbowych



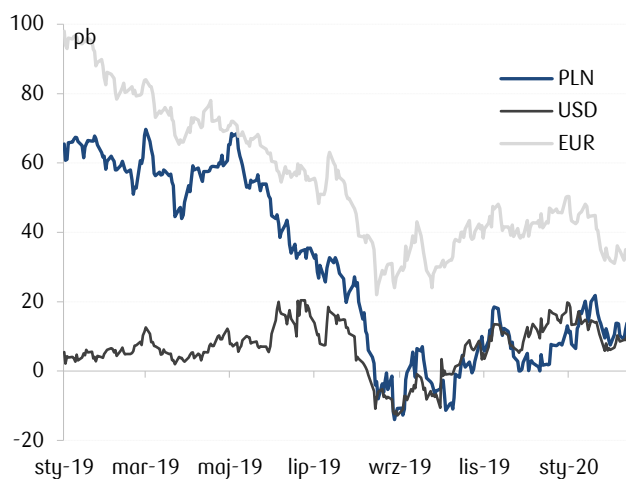
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



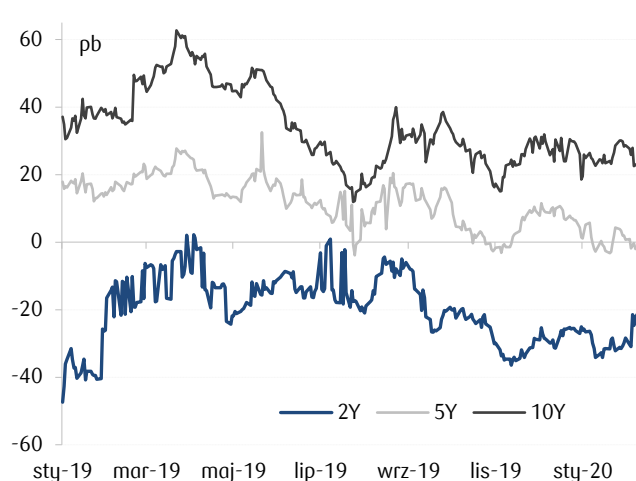
Krótkoterminowe stopy procentowe



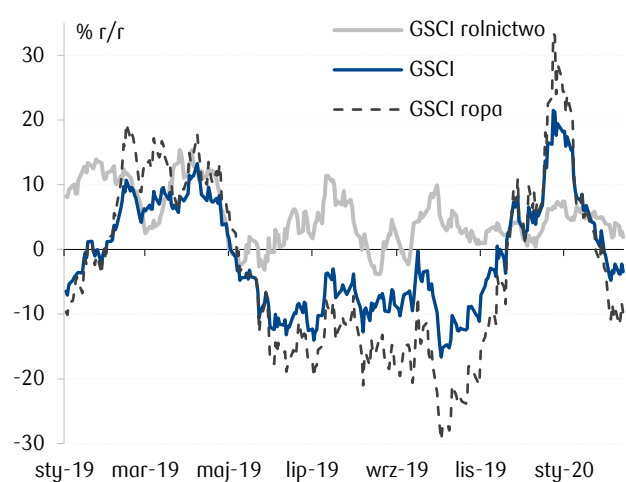
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



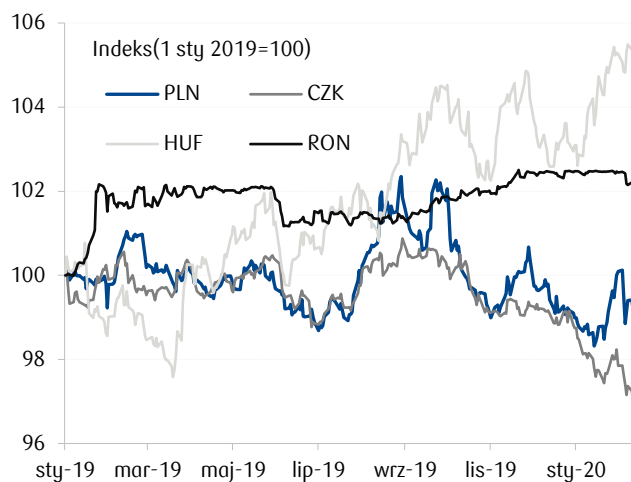
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czaplicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

	analizy.sektorowe@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Mariusz Dziwulski	mariusz.dziwulski@pkobp.pl	22 521 81 88
Michał Koleśnikow	michal.kolesnikow@pkobp.pl	22 521 81 23
Piotr Krzysztofik	piotr.krzysztofik@pkobp.pl	22 521 81 25
Wojciech Matysiak	wojciech.matysiak@pkobp.pl	22 521 51 80
Katarzyna Piętka-Kosińska	katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl	22 521 65 15
Filip Romanowski	filip.romanowski@pkobp.pl	22 521 87 39
Anna Senderowicz	anna.senderowicz@pkobp.pl	22 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki	marcin.morawiecki@pkobp.pl	22 521 72 24
-------------------	--	--------------

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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.