

Inflacja w „rozsądnych granicach”

Dziś w centrum uwagi:

- Kalendarium publikacji makroekonomicznych jest dzisiaj ubogie, a jedyną pozycją jest w nim **niemiecki indeks ZEW za luty**. Publikacja pozwoli ocenić, czy epidemia koronawirusa miała wpływ na rodzący się w ostatnim czasie optymizm w oczekiwaniach analityków i inwestorów co do wzrostu gospodarczego Niemiec. Nastroje na rynkach finansowych popsuło dziś ostrzeżenie Apple Inc., że ze względu na koronawirusa spółka nie zrealizuje prognozowanej sprzedaży.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Deficyt budżetu państwa w 2019 wyniósł, wg szacunkowego wykonania, 13,7 mld zł wobec 10,4 mld zł w 2018 i stanowił 47,9% planu z ustawy budżetowej. Dochody budżetu w minionym roku wzrosły o 5,4% do 400,6 mld zł, wydatki zwiększyły się natomiast o 6,1% do 414,5 mld zł. Wydatki stanowiły 99,5% rocznego planu, dochody przekroczyły planowane o 3,3%. W poszczególnych kategoriach dochodowych widać solidne wzrosty wpływów z podatków dochodowych (+15,5% dla CIT oraz 9,9% dla PIT). Wpływy z VAT były o 3,4% wyższe niż w ubiegłym roku, co przy obserwowanej w ubiegłym roku średniej inflacji na poziomie 2,3%, wskazuje na tylko ograniczony wzrost bazy podatkowej. W samym grudniu wpływy z tytułu VAT spadły o ok. 18%, co mogło jednak wynikać z nienaturalnie wysokich wpływów w grudniu 2018. Sytuacja budżetu państwa w ubiegłym roku była bardzo dobra, wspierana przez solidny wzrost dochodów ludności, który umożliwił sfinansowanie dodatkowych świadczeń socjalnych. Perspektywy na 2020 są wciąż pozytywne, jednak dane za ubiegły rok wskazują na ograniczone pole do dalszego uszczelnienia poboru podatku VAT.
- **POL:** J.Kropiwnicki z RPP ocenił, że inflacja jest utrzymywana w rozsądnych granicach, a perspektywa wygaśnięcia wzrostu PKB nie jest wykluczona. Wpis na blogu członka RPP dotyczył jednak w głównej mierze polityki fiskalnej, a autor opisywał w nim korzyści płynące z utrzymywania rozsądnego (w granicach unijnych wymogów) deficytu budżetowego. Wypowiedzi centrowych (neutralnych) członków RPP po publikacji zaskakująco wysokiej inflacji w styczniu (4,4% r/r) wspierają nasz scenariusz bazowy przewidujący (zgodnie z oceną Prezesa NBP A.Głapińskiego) stabilizację stóp w horyzoncie najbliższych kwartałów. Jednocześnie uważamy, że prawdopodobieństwo scenariusza alternatywnego – obniżki stóp będzie rosło z biegiem czasu, w ślad za spowalniającym wzrostem gospodarczym.
- **POL:** Prognoza dochodów budżetu państwa w zakresie wplaty z zysku NBP do

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

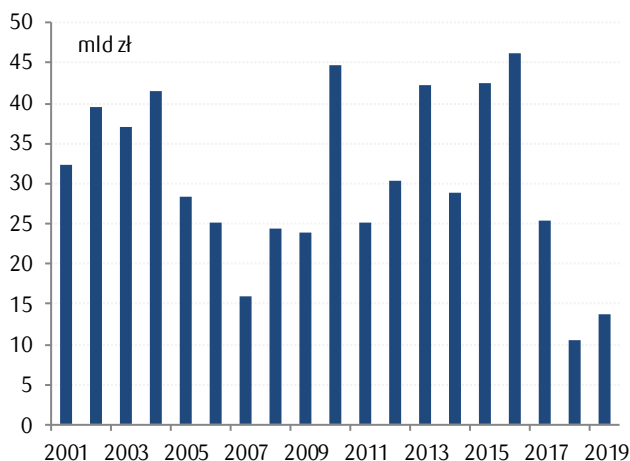
Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

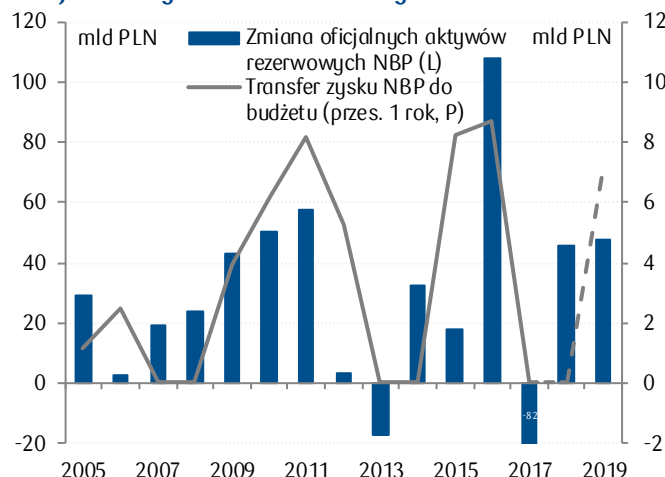
Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Deficyt budżetu państwa



Źródło: NBP, MinFin, PKO Bank Polski.

Oficjalne aktywa rezerwowe vs zysk NBP



budżetu na 2020 została przygotowana w oparciu o informacje NBP dotyczące wykonania wyniku finansowego NBP w 2019 po 11 miesiącach, wynika z odpowiedzi MinFin na interpelację poselską. W grudniowym projekcie budżetu na 2020 rząd założył wpłatę do budżetu z zysku NBP za 2019 w wysokości ok. 7,1 mld zł.

- **ŚWIAT:** Wg WTO, epidemia koronawirusa będzie negatywnie oddziaływać na światową wymianę towarową, która w ostatnim czasie i tak była osłabiona przez niepewność i wzrost protekcjonizmu. Barometr globalnego handlu (Goods Trade Barometer) spadł w 1q20 do 95,5 pkt. z 96,6 pkt. odnotowanych w 4q19. Odczyt poniżej 100 pkt. wskazuje na dynamikę handlu towarami poniżej średnioterminowego trendu.

Znalezione w sieci:

- Szara strefa w Polsce w 2018 jest szacowana na 10,8% PKB (EY): [Szara strefa w Polsce](#).
- Ograniczenie imigracji do USA może być przyczyną (czasowego) przyspieszenia wynagrodzeń (The Economist): [Immigration to America is down. Wages are up](#).
- Wprowadzenie ceł na import do USA ograniczyło wzrost eksportu ze względu na zaburzenia w łańcuchach wartości dodanej (Federal Reserve): [Rising Import Tariffs, Falling Export Growth: When Modern Supply Chains Meet Old-Style Protectionism](#).
- Wpływ transformacji energetycznej na zatrudnienie jest ograniczony, a efekty dla poszczególnych branż się znoszą (IZA): [Employment effects of green energy policies](#).
- 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](#).

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 14 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	1,0% r/r	0,2% r/r	--	0,3% r/r	Po raz kolejny w ubiegłym roku niemiecka gospodarka uniknęła recesji.
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	3,9% r/r	3,0% r/r	2,9% r/r	3,1% 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	4,4% r/r	Stabsze dane o PKB oznaczają, że nie można wykluczyć dalszego luzowania polityki EBC.
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,2% r/r	1,0% r/r	--	0,9% r/r	
USA: Sprzedaż detaliczna (sty)	14:30	0,2% m/m	0,3% m/m	--	0,3% m/m	Dane wskazują na solidny popyt konsumpcyjny i kontynuację słabej koniunktury w przetwórstwie na początku roku.
USA: Produkcja przemysłowa (sty)	15:15	-0,4% m/m	-0,3% m/m	--	-0,3% m/m	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, wst.)	16:00	99,8 pkt.	99,0 pkt.	--	100,9 pkt.	
Wtorek, 18 lutego						
GER: Indeks instytutu ZEW (lut)	11:00	26,7 pkt.	20,0 pkt.	--	--	Indeks pokaże, w jaki sposób epidemia koronawirusa wpłynęła na oczekiwania niemieckich inwestorów instytucjonalnych.
Środa, 19 lutego						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	6,2% r/r	6,8% r/r	7,8% r/r	--	Istotny wpływ na dane z rynku pracy za styczeń miała podwyżka płacy minimalnej.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	2,6% r/r	2,2% r/r	1,2% r/r	--	
UK: Inflacja CPI (sty)	10:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	--	Dane inflacyjne wspierają gołębi ruch ze strony BoE.
UK: Inflacja bazowa (sty)	10:30	1,4% r/r	1,5% r/r	--	--	
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty)	14:30	1,608 mln	1,4 mln	--	--	Amerykańska gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, ale słaba presja inflacyjna oraz sygnały wyhamowywania aktywności oznaczają, że Fed nie może ostatecznie zamknąć kwestii obniżek stóp.
USA: Inflacja PPI (sty)	14:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	--	
USA: Minutes Fed (sty)	20:00	--	--	--	--	
Czwartek, 20 lutego						
POL: Produkcja przemysłowa (sty)	10:00	3,8% r/r	0,3% r/r	-2,5% r/r	--	Efekty kalendarzowe (i słabnący trend) zaowocują wg nas kolejnym słabym odczytem z przemysłu.
POL: Inflacja PPI (sty)	10:00	1,0% r/r	1,0% r/r	0,7% r/r	--	Sektor gospodarstw domowych pozostaje kluczowym czynnikiem wspierającym wzrost w strefie euro.
EUR: Koniunktura konsumencka (lut)	16:00	-8,1 pkt.	-8,0 pkt.	--	--	
Piątek, 21 lutego						
GER: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	9:30	45,3 pkt.	44,8 pkt.	--	--	Dane o nastrojach mogą odzwierciedlać wybuch epidemii koronawirusa w Chinach. Kluczowe będzie, czy obawy o koniunkturę w globalnej gospodarce przebiją nadzieję na odwrócenie trendu spadkowego, jaka płynęła z podpisania wstępnej umowy handlowej Chiny - USA.
GER: PMI w usługach (lut, wst.)	9:30	54,2pkt.	53,6pkt.	--	--	
EUR: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	10:00	47,9 pkt.	47,5 pkt.	--	--	
EUR: PMI w usługach (lut, wst.)	10:00	52,5 pkt.	52,3 pkt.	--	--	
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty)	10:00	-3,3% r/r	-2,1% r/r	-7,7% r/r	--	Negatywne efekty kalendarzowe zaważą o słabości styczniowych odczytów z gospodarki realnej.
POL: Sprzedaż detaliczna (sty)	10:00	5,7% r/r	4,4% r/r	4,4% r/r	--	Niska presja inflacyjna oznacza, że EBC musi rozważyć kolejne działania stymulujące gospodarkę.
EUR: Inflacja HICP (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (sty, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,1% r/r	--	--	
USA: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	15:45	51,9 pkt.	51,5 pkt.	--	--	Pomimo poprawy nastrojów w przemyśle twarde dane nie pokazują jeszcze odbicia koniunktury.
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty)	16:00	5,54 mln	5,48 mln	--	--	

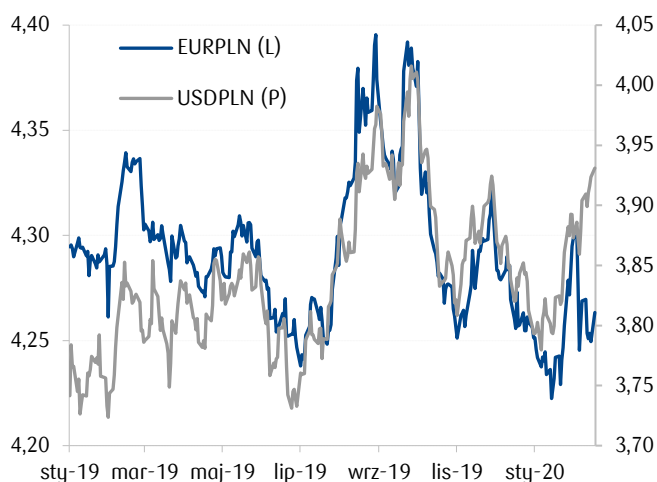
Zródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. *sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

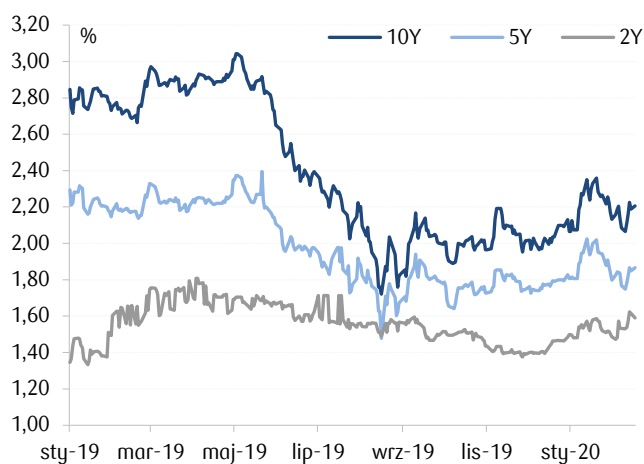
		Wartość 2020-02-17	Δ 1D	Δ (%; pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2634	0,33%	-0,14%	0,49%
	USDPLN	3,9365	0,47%	0,72%	2,83%
	CHFPLN	4,0094	0,43%	0,23%	1,55%
	GBPPLN	5,1136	-0,12%	1,28%	2,76%
	EURUSD	1,0831	-0,14%	-0,86%	-2,27%
	EURCHF	1,0634	-0,10%	-0,37%	-1,04%
	GBPUSD	1,3007	-0,06%	0,65%	0,07%
	USDJPY	109,96	0,18%	0,21%	-0,19%
	EURCZK	24,82	-0,17%	-0,82%	-1,10%
EURHUF	335,51	-0,13%	-0,74%	0,28%	
Obligacje	PL2Y	1,59	-2	6	0
	PL5Y	1,87	2	12	-15
	PL10Y	2,21	2	14	-15
	DE2Y	-0,65	1	-1	-6
	DE5Y	-0,62	0	0	-10
	DE10Y	-0,40	0	1	-18
	US2Y	1,42	0	5	-15
	US5Y	1,41	0	5	-22
US10Y	1,59	0	4	-25	
Akcje	WIG20	2121,1	0,3%	1,3%	-2,6%
	S&P500	3380,2	0,0%	0,8%	1,5%
	Nikkei**	23193,8	-1,4%	-2,1%	-3,7%
	DAX	13783,9	0,3%	2,1%	1,7%
	VIX	13,68	0,0%	-9,0%	13,1%
Surowce	Ropa Brent	57,3	0,0%	6,5%	-12,3%
	Złoto	1582,2	0,0%	0,5%	1,4%

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

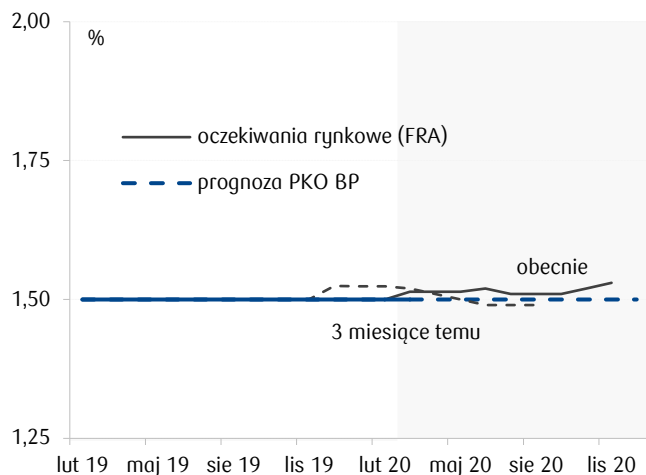
Notowania złotego wobec głównych walut



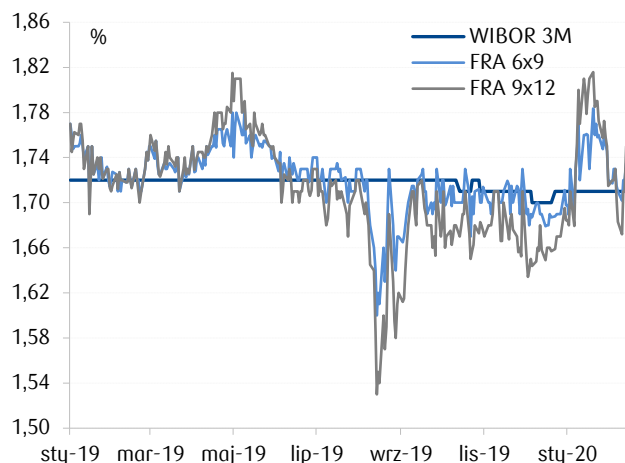
Rentowności polskich obligacji skarbowych



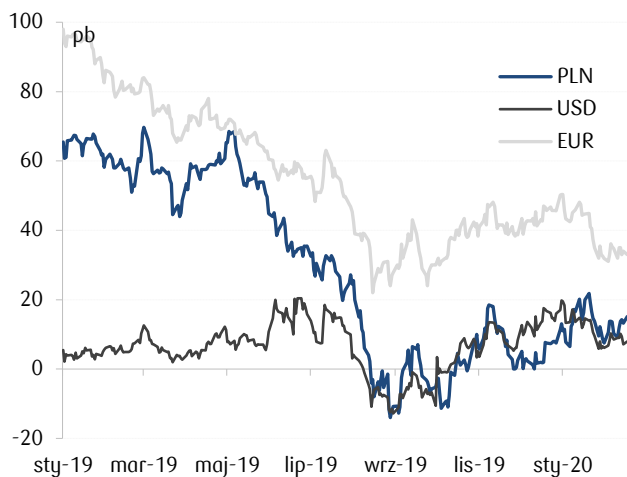
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



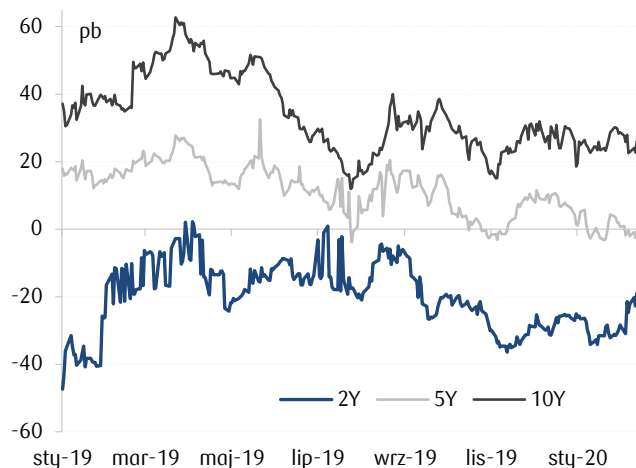
Krótkoterminowe stopy procentowe



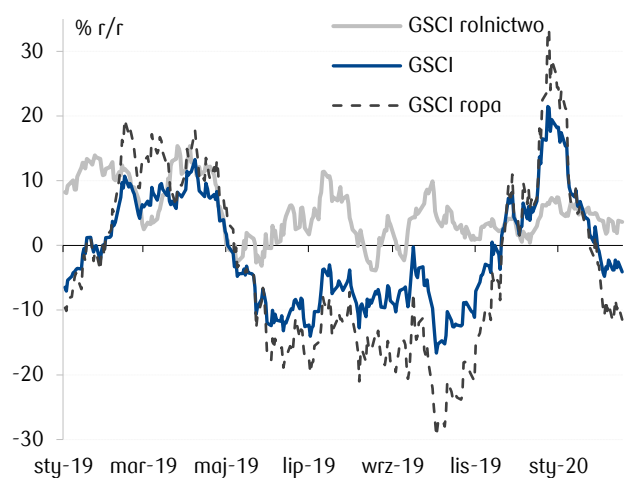
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



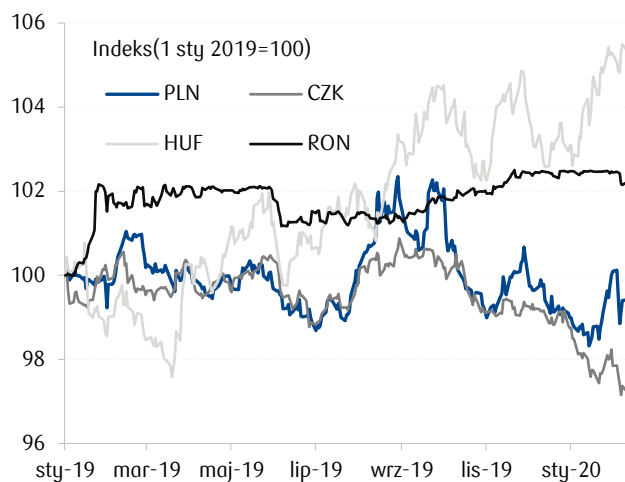
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



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): 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.