

## Eksport stabilizuje gospodarkę

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Nastroje inwestycyjne w Europie psuło wczoraj połączenie słabszego od prognoz wzrostu PKB z Niemiec i zaskakująco wysokiej inflacji w Hiszpanii.** Rozczarowujące dane stanęły w kontrze do dominującej w ostatnim czasie narracji na temat „miękkiego lądowania”. Redukcja apetytu na ryzyko była jeszcze bardziej widoczna w trakcie amerykańskiej sesji, z głębszy spadkiem indeksów akcyjnych na Wall Street. Przeważa ostrożność przed posiedzeniem Fed i uczestnicy rynku coraz mniej wierzą w szybki pivot. W takim otoczeniu rentowności obligacji z rynków bazowych rosły, a kurs EURUSD nie pokonał na dłużej 1,09 i zakończył dzień w okolicy 1,085. Złoty w trakcie wczorajszej sesji nieznacznie osłabł – kurs EURPLN w stabilny sposób nieznacznie rósł powyżej 4,71, a USDPLN przy większym przedziale wahań zakończył dzień w pobliżu 4,34. Rentowności krajowych obligacji rosły wzdłuż całej krzywej.
- **Wśród publikowanych dziś danych najwięcej uwagi przyciągnie wstępny szacunek PKB ze strefy euro za 4q22.** Konsensus zakłada utrzymanie solidnego wzrostu r/r oraz spadek PKB o 0,1% q/q. Wbrew obawom sprzed kilku miesięcy, kryzys gazowy nie spowodował głębokiego kryzysu w europejskiej gospodarce. Takie dane wpisałyby się w prezentowany przez Ch.Lagarde scenariusz niewielkiego spadku aktywności, bez głębokiej recesji.
- **Zaplanowana na dziś publikacja styczniowej inflacji z Niemiec została przesunięta na kolejny tydzień, ze względu na „problemy techniczne”.** Musimy więc zadowolić się odczytem z Francji (oczekiwany wzrost HICP do 7% r/r). Rośnie też rynkowe znaczenie kluczowej dla EBC styczniowej publikacji inflacji HICP ze strefy euro - potencjał do zaskoczenia w danych będzie większy niż zazwyczaj, ze względu na brak wcześniejszej publikacji z największej gospodarki bloku oraz kwestie metodyczne związane ze zmianą koszyka, które mogły stać za zaskakująco wysokim wynikiem z Hiszpanii.
- **W środę nad ranem zostanie opublikowany styczniowy PMI (Caixin) dla przemysłu Chin,** które dopiero otwierają się po pandemii. Co prawda konsensus wskazuje, że indeks pozostał jeszcze poniżej progu neutralnego, ale w danych będziemy doszukiwać się wskazówek, że to Chiny staną się źródłem globalnej inflacji w 2023.

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

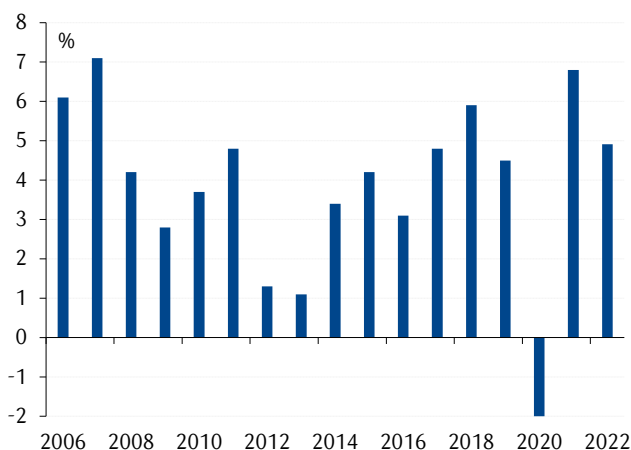
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-01-30	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,7103	0,1
USDPLN	4,3331	-0,2
CHFPLN	4,6945	-0,2
GBPPLN	5,3628	-0,1
EURUSD	1,0871	0,3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	6,00	10
PL5Y	5,90	9
PL10Y	5,92	12
DE10Y	2,31	6
US10Y	3,55	3
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	60 589,2	-1,1
DAX	15 126,1	-0,2
S&P500	4 017,8	-1,3
Nikkei**	27 327,1	-0,4
Shanghai Comp.**	3 254,7	-0,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1924,61	-0,2
Ropa Brent	84,61	-2,4

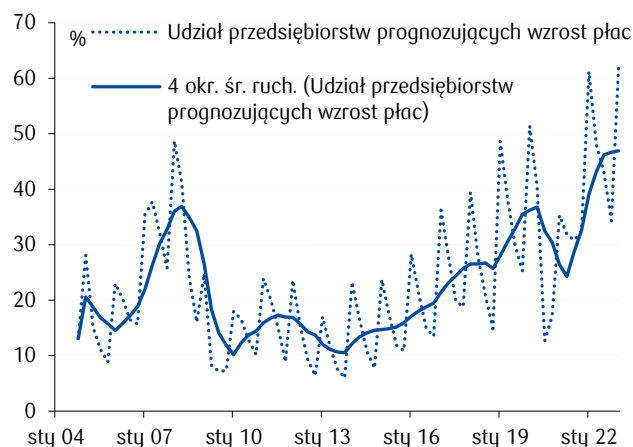
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

### Szybki Monitoring – prognozy wzrostu płać



## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

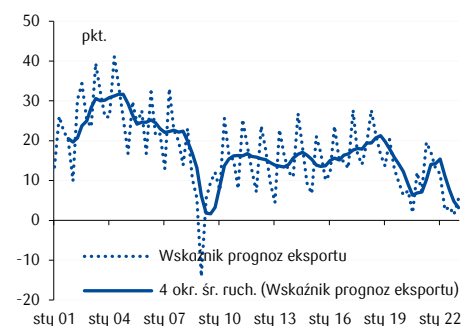
- POL: Wzrost PKB w całym 2022 wyniósł 4,9%** (PKO: 4,5%; kons.: 4,6%), co implikuje (zakładając, że szacunki PKB dla pozostałych kwartałów roku nie uległy zmianie), że w samym 4q22 dynamika PKB wyniosła 2,2% r/r (przedział oszacowań 2,0-2,3% r/r) wobec 3,6% r/r w 3q22. Wstępne dane GUS pokazały więc, że rok 2022 zakończył się mocnym akcentem w realnej gospodarce. Pomimo wyższej od oczekiwań dynamiki PKB ogółem, szczegóły potwierdzają, że struktura wzrostu gospodarczego staje się coraz mniej inflacyjna - w samym 4q22 konsumpcja prywatna spadła o 1,7% r/r, a inwestycje wzrosły o 5,2% r/r. Po publikacji wstępnych danych za 2022 widzimy, że rośnie ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w 2023 (0,1%). Więcej na ten temat w Makro Flash: [Pozytywna niespodzianka inwestycyjno-eksportowa](#).
- POL: Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują, że w 4q22 kwartalne prognozy ogólnej sytuacji firm oraz popytu nieznacznie się poprawiły, choć oba wskaźniki pozostały niskie.** Pesymizm firm uległ ograniczeniu, m.in. dzięki lepszej od obaw sytuacji na europejskim rynku energii. Również roczne prognozy popytu są lepsze niż kwartał temu, jednak poprawa dotyczy tylko popytu zagranicznego. Badanie potwierdza **odporność eksporterów na osłabienie globalnego popytu**. Dane z sektora przedsiębiorstw za 3q22 pokazały rekordowy udział eksportu w sprzedaży, a prognozy formułowane przez eksporterów są zasadniczo optymistyczne, pomimo nadchodzącego spowolnienia/recesji w gospodarkach głównych partnerów handlowych. Negatywnie wyróżnia się tylko sektor trwałych dóbr konsumpcyjnych (tutaj słaby jest zarówno popyt zagraniczny, jak i krajowy). Niemal we wszystkich branżach firmy oceniają, że ich oferta eksportowa jest bardziej konkurencyjna niż przed rokiem, czemu sprzyja korzystne z punktu widzenia eksportu kształtowanie się kursu walutowego. Motorem oczekiwanej przez przedsiębiorstwa wyraźnej poprawy popytu w latach 2024 i 2025 będzie przede wszystkim popyt zagraniczny. Wpisuje się to w obserwowane już wcześniej i zapowiadane zmiany w globalnych łańcuchach dostaw, na których zyskują krajowe przedsiębiorstwa. **Raport wskazuje, że osłabienie popytu na pracę w gospodarce następuje przede wszystkim przez redukcję wakatów** - odsetek firm mających wakaty spadł w 4q22 do 41% i był niższy od długoterminowej średniej. Utrzymały się jednak wysokie prognozy zatrudnienia (głównie wśród dużych i średnich firm). Dane ankietowe wskazują na **ograniczenie presji płacowej**, chociaż pozostaje ona relatywnie mocna. Firmy nadal, w zdecydowanej większości, oceniają, że płace rosną szybciej niż wydajność, a dane historyczne z sektora pokazały, że płace były najwolniej rosnącą kategorią kosztów. **Udział firm prognozujących wzrost wynagrodzeń w kolejnym kwartale nieznacznie wzrósł (do 48,2% sa z 46,2%) i wyrównał historyczne maksimum z prognoz na 3q22.** Skala podwyżek jest relatywnie wysoka (niemal 65% firm podniesie płace o ponad 5%, średnia deklarowana podwyżka wynosi 8,8%). Prognozowany wzrost płac to konsekwencja podwyżki płacy minimalnej, nadal silnej presji ze strony pracowników oraz dostosowywania płac w reakcji na inflację. Podwyżki inflacyjne bardzo rzadko następują jednak poprzez automatyczną indeksację (deklarowało ją 3,4% firm). W naszej ocenie na początku roku tempo wzrostu wynagrodzeń może być jeszcze znaczące, ale w kolejnych miesiącach powinno wyhamować. **Ankietowane firmy prognozują spowolnienie wzrostu cen oferowanych produktów w 1q23**, choć jego tempo pozostanie wysokie. Spadek oczekiwanej inflacji wynika z niższych prognoz wzrostu cen zaopatrzenia w materiały, surowce i energię. Analiza rentowności sprzedaży wskazuje na wciąż relatywnie wysoką, ale słabnącą, zdolność do przenoszenia kosztów działalności na ceny oferowanych dóbr i usług. W danych za 3q22 widać spadek dynamiki inwestycji sektora przedsiębiorstw, ankietowane firmy wykazują także małe zainteresowanie nowymi projektami

## Szacunek możliwych wartości PKB i jego głównych składowych w 4q22

r/r	1q	2q	3q	4q		
				min	śred.	max
PKB (%)	8,6	5,8	3,6	2,0	2,2	2,3
Popyt krajowy (%)	12,0	6,9	3,1	1,2	1,4	1,6
Kons.prywatna (%)	6,7	6,4	0,9	-1,9	-1,7	-1,5
Inwestycje (%)	4,7	6,6	2,0	5,1	5,2	5,3
Zapasy (pp)	6,7	1,8	2,2	1,2	1,4	1,5
Eksport netto (pp)	-2,7	-0,7	0,6	0,6	0,8	1,0

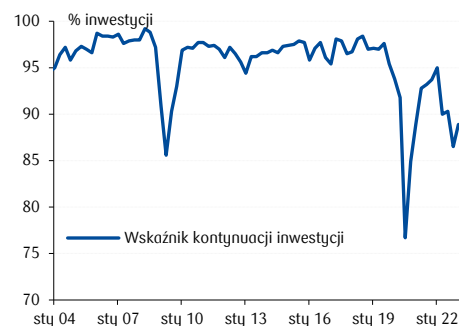
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Szybki Monitoring – prognozy eksportu



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

## Szybki Monitoring – wskaźnik kontynuacji inwestycji

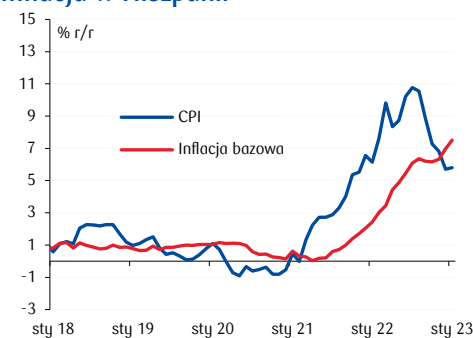


Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

inwestycyjnymi oraz kontynuacją już realizowanych inwestycji (11% firm nie kontynuuje inwestycji, więcej notowano tylko w pandemii i w okresie GFC). Badanie stoi w pewniej sprzeczności z pozytywną niespodzianką inwestycyjną w 4q22 w danych o PKB – raportowany przez GUS wzrost inwestycji mógł więc dotyczyć podmiotów publicznych. **Według NBP w 1q23 należy oczekiwać osłabienia aktywności inwestycyjnej, a optymizm inwestycyjny przedsiębiorstw, mierzony wskaźnikiem OPITN, słabnie od 5 kwartałów.**

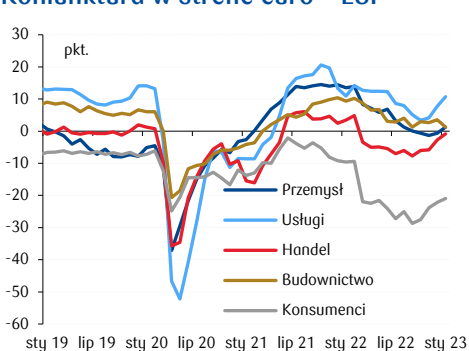
- **ESP:** Inflacja CPI w Hiszpanii wzrosła w styczniu do 5,8% r/r z 5,7% w grudniu, podczas gdy oczekiwano kolejnego spadku. Inflacja HICP wzrosła z kolei do 5,8% r/r z 5,5%. Dalsze schłodzenie cen gazu i energii elektrycznej było całkowicie niwelowane przez wzrost inflacji bazowej CPI do nowego rekordu 7,5% r/r, z 7,0% miesiąc wcześniej. Niepokojący wzrost inflacji bazowej sugeruje utrzymywanie się silnej presji na wzrost cen. Styczeniowe dane mogą być również zaburzone przez aktualizację wag koszyka inflacyjnego oraz inne zmiany metodyczne.
- **EUR:** Indeks ESI wzrósł w styczniu do 99,9 pkt. z 97,1 pkt. w poprzednim miesiącu i zbliżył się do swojej długookresowej średniej (100 pkt.). W tym samym czasie opracowywany przez Komisję Europejską indeks zaufania konsumentów wzrósł do -20,9 pkt. wobec -22,1 pkt. Poprawę nastrojów w strefie euro odnotowano we wszystkich sektorach, poza budownictwem, przy czym największy wzrost dotyczył usług. Oczekiwania co do cen sprzedaży obniżyły się w przemyśle, handlu detalicznym i budownictwie, podczas gdy nieznacznie wzrosły w usługach. Oczekiwania inflacyjne konsumentów uległy dalszemu obniżeniu.
- **POL:** Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych w styczniu spadł do 31,2 pkt. z 37,0 pkt. w grudniu 2022. Opracowywany przez Komisję Europejską wskaźnik nie uwzględnia frakcji respondentów oczekujących wzrostu cen, ale wolniejszego niż obecnie postrzegany. Jego obecne wskazania są zbliżone do miary publikowanej przez GUS.
- **POL:** Decyzje w sprawie wakacji kredytowych będą zależne od sytuacji inflacyjnej w dalszej części roku, powiedział premier M. Morawiecki. Podczas tego samego briefingu premier poinformował, że w 2023 Polska może przeznaczyć 4% PKB na wojsko, ponieważ wojna na Ukrainie powoduje, że musimy zbroić się jeszcze szybciej.
- **ŚWIAT:** MFW oczekuje, że globalny wzrost gospodarczy w 2023 spowolni do 2,9% z 3,4% w 2022. Zgodnie z zapowiedzią szefowej MFW tegoroczne prognozy zostały zrewidowane w górę, o 0,2pp w porównaniu do rundy październikowej, jednak wzrost w 2023 będzie kształtował się poniżej długookresowej średniej (3,8%). Globalna walka z inflacją i wojna Rosji z Ukrainą nadal mają negatywny wpływ na gospodarkę, chociaż obniżyło się ryzyko recesji. Światowy wzrost gospodarczy w 2022 był ograniczany przez szybkie rozprzestrzenianie się covid-19 w Chinach, ale niedawne ponowne otwarcie gospodarki utorowało drogę do szybszego ożywienia. Dodatkowo zmiana prognozy dla świata była możliwa dzięki zaskakująco odpornemu popytowi w USA i Europie oraz złagodzeniu szoku kosztów energii. Zdaniem Funduszu wzrost w gospodarkach rozwijających się minął już punkt zwrotny, a Chiny i Indie będą odpowiadały za połowę wzrostu globalnego PKB w 2023, podczas gdy wkład USA i strefy euro wyniesie tylko 10%. MFW oczekuje, że globalna inflacja spadnie z 8,8% w 2022 do 6,6% w 2023 oraz 4,3% w 2024, kiedy nadal będzie wyższa niż przeciętny poziom notowany przed pandemią (3,5%). Fundusz rekomenduje dalszą walkę z inflacją, a w miejscach gdzie presja inflacyjna jest podwyższona, stopy procentowe powinny wzrosnąć powyżej poziomu neutralnego. Przestrzega też przed zbyt szybkim luzowaniem, które może zniweczyć dotychczasowe osiągnięcia w walce z inflacją. W kwestii polityki fiskalnej i niwelowania kryzysu kosztów życia MFW zachęca

## Inflacja w Hiszpanii



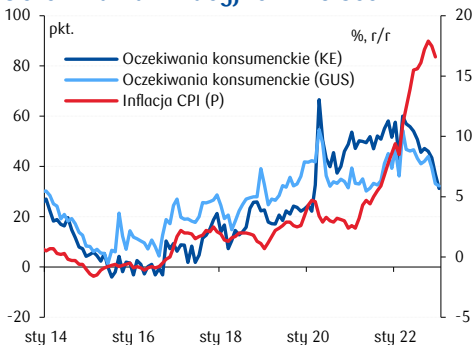
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Koniunktura w strefie euro - ESI



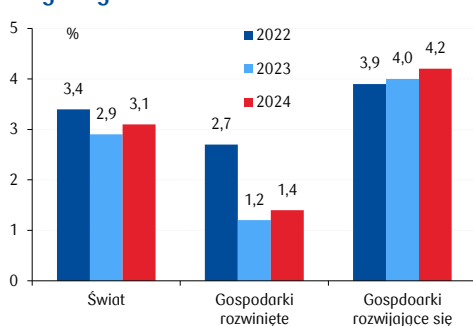
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Oczekiwania inflacyjne w Polsce



Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

## Prognozy wzrostu PKB



Źródło: MFW, PKO Bank Polski.

do stosowania środków celowanych, które nie obciążają nadmiernie finansów publicznych i wspierają redukcję popytu na energię.

- **POL: Ceny zbóż na krajowym rynku pozostają w trendzie spadkowym,** podała Izba Zbożowo-Paszowa w newsletterze. Ograniczone zakupy ziarna dokonywane przez przetwórców powodują, iż nie ma zbyt wiele transakcji. Wytwórcie pasz posiadają zapasy ziarna i nie widać presji z ich strony na wzmożone zakupy surowca, głęboki spadek pogłowia trzody chlewnej w kraju, a także ogniska ptasiej grypy przełożą się na spadek produkcji pasz w bieżącym sezonie. Informacja ta wpisuje się w oczekiwany przez nas scenariusz dezinflacji cen żywności.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 27 stycznia</b>						
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	% r/r	4,8	4,6	--	4,1
USA: Dochody Amerykanów (gru)	14:30	% m/m	0,4	0,2	--	0,2
USA: Wydatki Amerykanów (gru)	14:30	% m/m	0,1	-0,1	--	-0,2
USA: Inflacja PCE (gru)	14:30	% r/r	5,5	5,0	--	5,0
USA: Inflacja bazowa PCE (gru)	14:30	% r/r	4,7	4,4	--	4,4
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, rew.)	16:00	pkt.	59,7	64,6	--	64,9
<b>Poniedziałek, 30 stycznia</b>						
POL: Wzrost PKB (2022)	10:00	%	6,8	4,6	4,5	4,9
GER: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	1,3	0,8	--	0,5
EUR: Koniunktura konsumencka (sty, rew.)	11:00	pkt.	-22,2	-20,0	--	-20,9
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty)	11:00	pkt.	97,1	97,0	--	99,9
<b>Wtorek, 31 stycznia</b>						
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	2,3	1,7	--	--
USA: Ceny nieruchomości (lis)	15:00	% r/r	8,6	--	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty)	16:00	pkt.	108,3	109,0	--	--
<b>Środa, 1 lutego</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (sty)	2:45	pkt.	49,0	49,5	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (sty)	9:00	pkt.	45,6	46,0	46,7	--
GER: PMI w przetwórstwie (sty, rew.)	9:55	pkt.	47,1	47,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, rew.)	10:00	pkt.	47,8	48,8	--	--
EUR: Inflacja HICP (sty)	11:00	% r/r	9,2	9,1	--	--
USA: Raport ADP (sty)	14:15	% r/r	235	170	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (sty, rew.)	15:45	pkt.	46,2	46,8	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (sty)	16:00	pkt.	48,4	48,3	--	--
USA: Raport JOLTS (gru)	16:00	tys.	10458	10000	--	--
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	4,50	4,75	4,75	--
<b>Czwartek, 2 lutego</b>						
GER: Eksport (gru)	8:00	% m/m	-0,3	-3,5	--	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,50	4,00	4,00	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,50	3,00	3,00	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,00	2,50	2,50	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	7,00	7,00	7,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	186	200	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (gru)	16:00	% m/m	-1,8	1,3	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, rew.)	16:00	% m/m	-1,7	5,6	--	--
<b>Piątek, 3 lutego</b>						
EUR: PMI w usługach (sty, rew.)	10:00	pkt.		50,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (gru)	11:00	% r/r	27,1	22,6	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sty)	14:30	tys.	223	185	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sty)	14:30	%	3,5	3,6	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sty)	14:30	% r/r	4,6	4,3	--	--

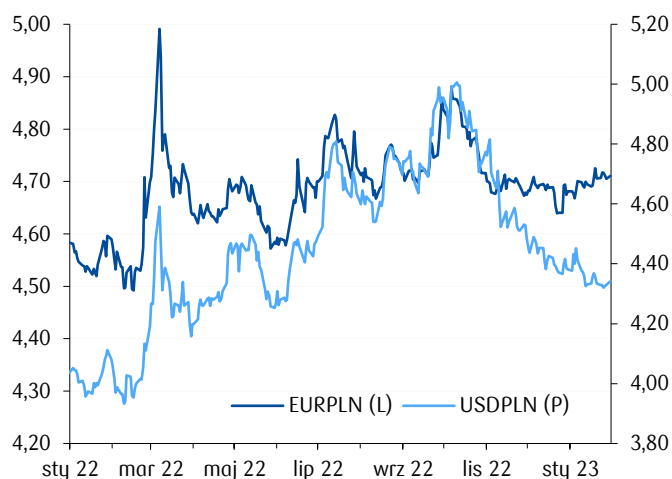
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

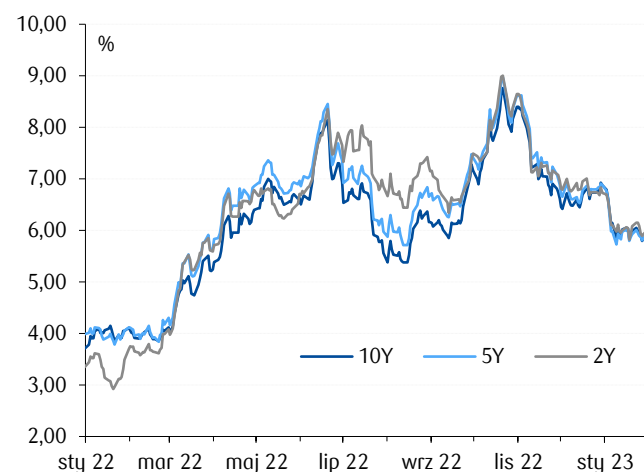
		Wartość 2023-01-30	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,7103	0,1	0,1	0,6	2,6	10,1
	USDPLN	4,3331	-0,2	0,0	-1,2	5,8	11,5
	CHFPLN	4,6945	-0,2	0,0	-1,0	6,8	17,2
	GBPPLN	5,3628	-0,1	0,1	1,7	-2,3	5,8
	EURUSD	1,0871	0,3	0,1	1,9	-3,0	-1,3
	EURCHF	1,0034	0,3	0,1	1,6	-3,9	-6,0
	GBPUSD	1,2381	0,2	0,1	2,9	-7,7	-5,2
	USDJPY	130,35	0,3	-0,2	-1,2	13,1	19,7
	EURCZK	23,85	0,2	0,0	-1,3	-1,9	-5,5
	EURHUF	389,60	-0,1	-1,6	-2,7	9,5	15,4
<b>Obligacje</b>	PL2Y	6,00	10	-15	-70	229	449
	PL5Y	5,90	9	-10	-86	179	402
	PL10Y	5,92	12	-13	-87	181	370
	DE2Y	2,68	9	8	-1	321	331
	DE5Y	2,34	8	11	-13	262	297
	DE10Y	2,31	6	11	-14	229	269
	US2Y	4,26	5	2	-14	310	282
	US5Y	3,68	6	6	-28	207	225
	US10Y	3,55	3	3	-28	177	195
<b>Akcje</b>	WIG	60 589,2	-1,1	-1,7	5,0	-10,1	6,2
	WIG20	1 889,8	-1,1	-1,7	5,5	-14,5	-9,3
	S&P500	4 017,8	-1,3	-0,1	4,6	-11,0	23,9
	NASDAQ100	11 912,4	-2,1	0,3	8,9	-20,2	33,1
	Shanghai Composite**	3 254,4	-0,5	-0,3	5,3	-3,2	9,3
	Nikkei**	27 327,1	-0,4	1,6	4,7	1,2	17,1
	DAX	15 126,1	-0,2	0,2	7,5	-2,2	14,6
	VIX	19,94	7,7	0,7	-8,0	-19,7	9,4
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	84,6	-2,4	-4,1	-0,4	-7,4	43,1
	Ropa WTI	77,9	-2,2	-4,1	-2,9	-11,6	46,8
	Złoto	1924,6	-0,2	0,0	5,5	7,1	21,6

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

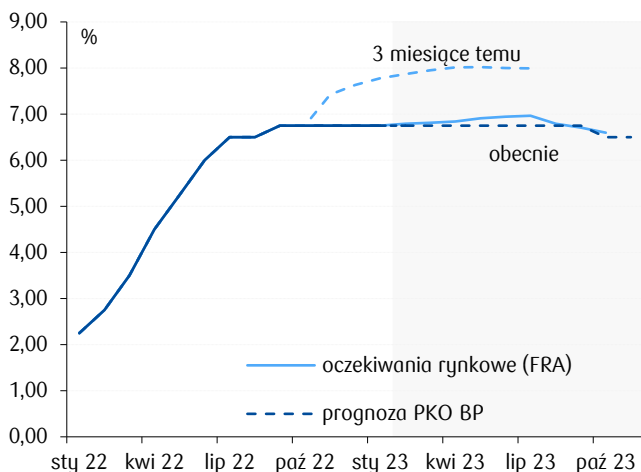


## Rentowności polskich obligacji skarbowych

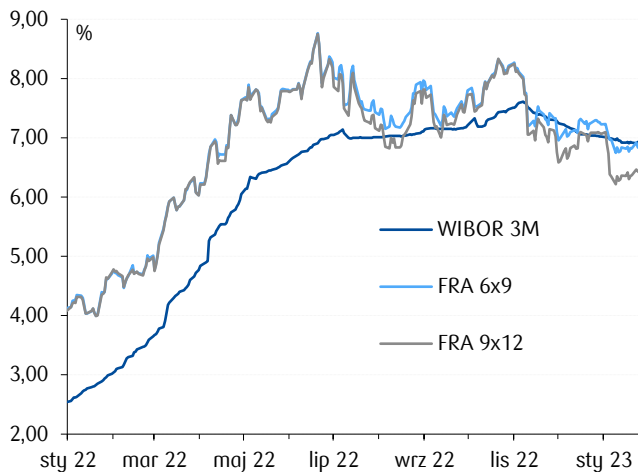




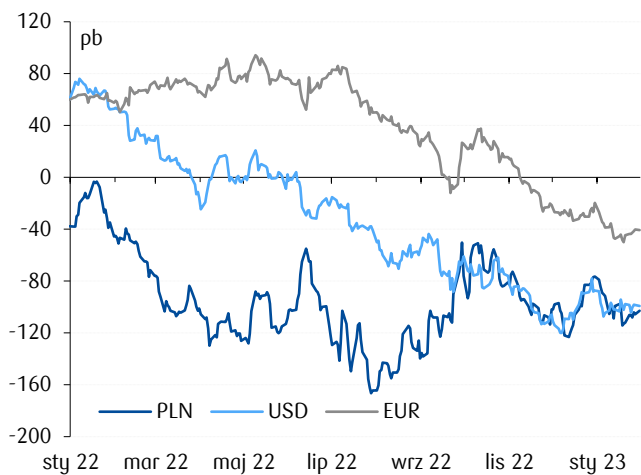
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



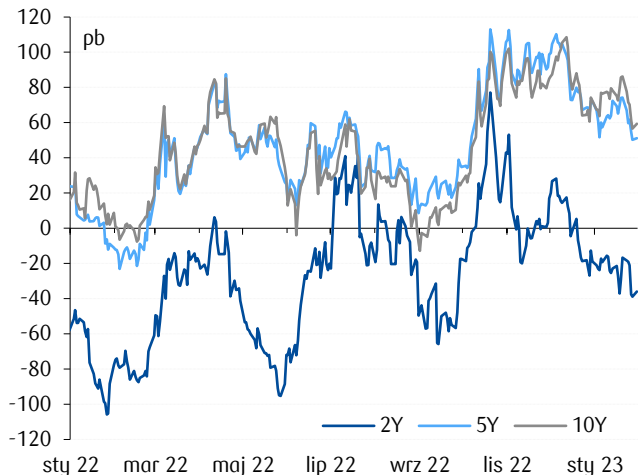
### Krótkoterminowe stopy procentowe



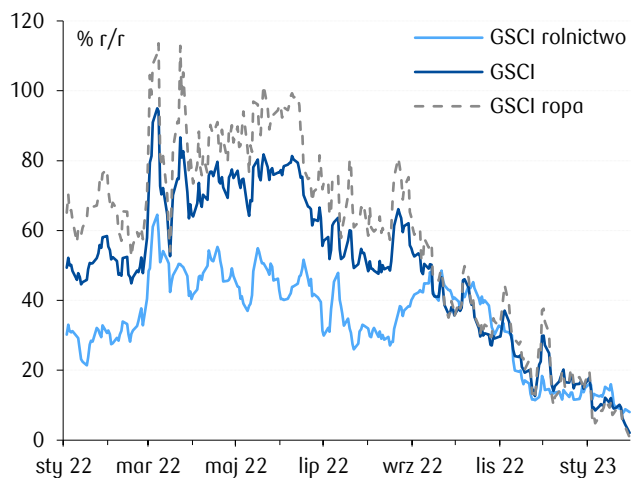
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



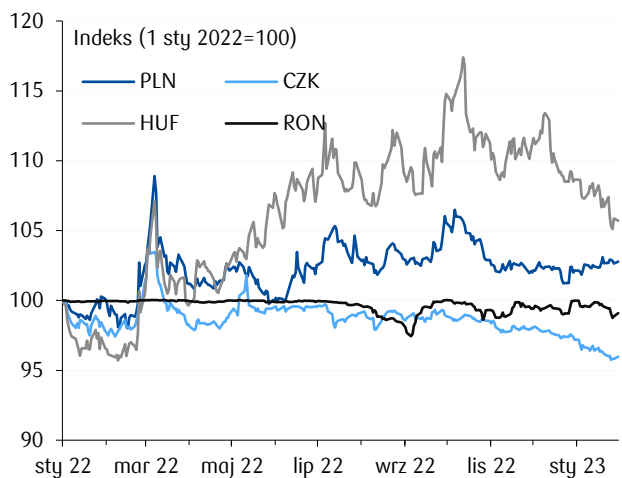
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

