

## Niemcy uciekają recesji

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje inwestycyjne były wczoraj wypadkową lepszych perspektyw dla światowej gospodarki oraz obaw, że procesy inflacyjne mogą się okazać bardziej trwałe niż wcześniej sądzono** (taki obraz wskazały m.in. europejskie PMI za styczeń). Rozczarowujące wyniki spółek za oceanem nie poprawiały humorów inwestorom na rynku akcji. Główne indeksy akcyjne w Europie i na Wall Street lekko spadły. Dolar nieznacznie się umocnił – kurs EURUSD podążył w okolice 1,0850. Ceny ropy spadły w okolice 87 USD/b. Na krajowym rynku panował względny spokój. Kurs EURPLN wzrósł na koniec dnia powyżej 4,71 a USDPLN w okolice 4,34. Stawki FRA i IRS oraz rentowności obligacji podlegały niewielkim wahaniom, odzwierciedlając tendencje z rynków bazowych.
- W dość spokojnym pod względem publikacji danych makro dniu uwaga skieruje się głównie w stronę Niemiec.** Indeks Ifo za styczeń zapewne potwierdzi ostrożną poprawę perspektyw największej gospodarki strefy euro, której udało się uniknąć najczarniejszego scenariusza kryzysu gazowego. Wzrost krótkoterminowego optymizmu odzwierciedlą też publikowane dziś po południu rządowe prognozy gospodarcze na 2023. Wczoraj agencja Bloomberg podała nieoficjalnie, że w nowej rundzie prognoz niemiecki rząd spodziewa się wzrostu PKB o 0,2% w 2023 i 1,8% w 2024. W październiku, który był okresem największego pesymizmu w prognozach dla Niemiec (wykres poniżej), rząd w Berlinie oczekiwał odpowiednio spadku PKB o 0,4% oraz wzrostu o 2,3%.
- W kraju opublikowany zostanie Biuletyn Statystyczny GUS, w którym naszym zdaniem warto przyjrzeć się zamówieniom przemysłowym oraz finalnym danym o bezrobociu za grudzień.** Zamówienia pozwolą ocenić relatywną siłę popytu eksportowego, chociaż ich dynamika powinna spowolnić w porównaniu z listopadem, co widać było w danych o produkcji. Stopa bezrobocia na koniec 2022 najpewniej zostanie potwierdzona na szacowanym przez MRiPS poziomie 5,2%, po sezonowym wzroście o 0,1pp w porównaniu z listopadem.

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

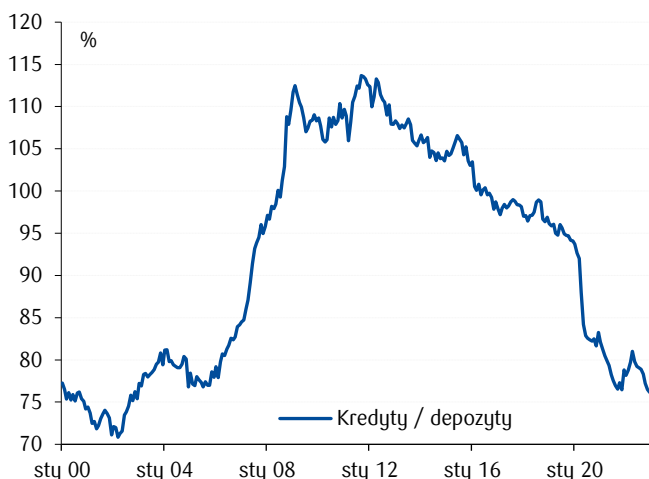
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-01-24	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,7170	0,2
USDPLN	4,3373	0,1
CHFPLN	4,6983	0,1
GBPPLN	5,3387	-0,4
EURUSD	1,0876	0,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	6,15	0
PL5Y	5,95	-6
PL10Y	6,00	-6
DE10Y	2,16	-4
US10Y	3,47	-6
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	61 500,6	-0,2
DAX	15 093,1	-0,1
S&P500	4 017,0	-0,1
Nikkei**	27 395,0	0,4
Shanghai Comp.**	3 264,8	0,0
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1934,80	0,5
Ropa Brent	86,30	-2,2

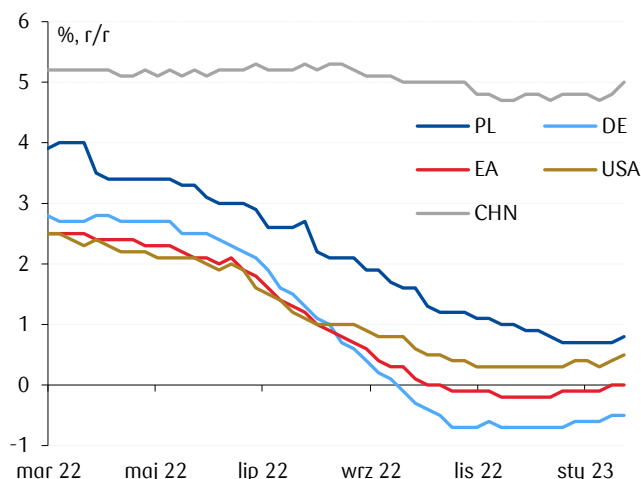
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Relacja kredytów do depozytów w krajowej gospodarce



Źródło: NBP, Bloomberg, PKO Bank Polski.

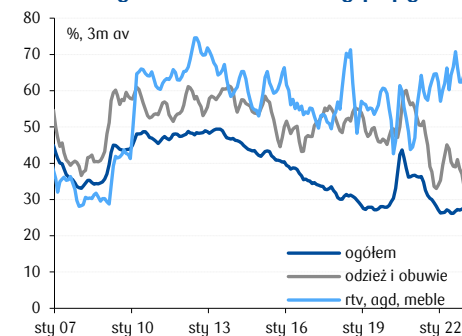
### Konsensus prognoz PKB na 2023 (ankieta Bloomberg)



## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

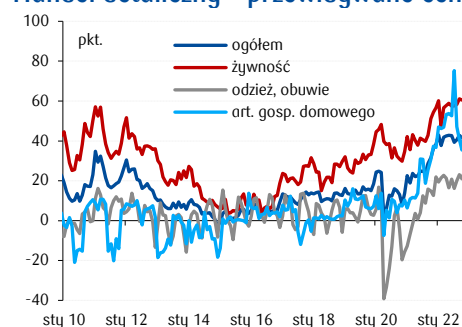
- POL: Podaż pieniądza M3 w grudniu nieoczekiwanie spowolniła** do 5,4% r/r z 5,6% r/r w listopadzie. Choć kredyty ogółem wzrosły o 1,7% r/r (spowolnienie z 2,8% r/r w listopadzie), to akcja kredytowa dla osób prywatnych była w grudniu nadal „pod kreską”. Depozyty ogółem wzrosły o 5,6% r/r (wobec 2,8% r/r w listopadzie). **Relacja kredytów do depozytów obniżyła się do 76,2%** (z 76,5% w listopadzie), co jest najniższym poziomem od grudnia 2002, czyli w zasadzie od momentu, gdy w Polsce rozpoczynał się boom kredytowy związany z przejściem na nowy model rozwoju gospodarczego (integracja europejska oraz włączenie w globalne łańcuchy produkcyjne). Więcej na ten temat w Makro Flash: [Bilion złotych depozytów](#).
- EUR: Indeksy PMI za styczeń wzrosły silniej od oczekiwań.** Szczególnie dobrze wyglądają dane z sektora usługowego, gdzie wskaźnik aktywności przekroczył neutralną granicę i na poziomie 50,7 pkt. jest najwyższy od pół roku. Powyżej poziomu neutralnego wzrósł też indeks *composite*, który agreguje tempo wzrostu sprzedaży w sektorze przemysłowym i usługowym. Poprawa nastrojów w gospodarce była związana ze znacznie lepszymi oczekiwaniami na najbliższy rok, które wynikały ze złagodzenia kryzysu energetycznego i spodziewanego ożywienia gospodarczego w Chinach. Reakcją firm na oczekiwaną poprawę koniunktury było zwiększenie zatrudnienia. Koszty półproduktów i komponentów rosły w styczniu wolniej niż przed miesiącem i najwolniej od kwietnia 2021, ich wzrost przekraczał przedpandemiczną średnią w przypadku usług i powrócił do „normy” w sektorze przetwórczym. **W obu sektorach wzrósł wskaźnik inflacji produktów gotowych, co odzwierciedla wysoką presję kosztową i płacową oraz próby odbudowania marż.** Taka mieszanka czynników jest nie po myśli władz monetarnych, ponieważ wskazuje na nasilenie inflacyjnych efektów drugiej rundy w gospodarce. Styczniowy odczyt PMI wspiera oczekiwania na kontynuację podwyżek stóp w strefie euro.
- GER: PMI za styczeń** pokazał pierwszy od 7 miesięcy wzrost aktywności w sektorze usługowym (indeks na poziomie 50,4 pkt.) oraz stabilizację poniżej wartości neutralnych w przetwórstwie (zarówno w przypadku wielkości produkcji, jaki ogólnego wskaźnika PMI). Koniunktura w niemieckim sektorze przemysłowym jest gorsza niż ogółem w strefie euro, co może wynikać z obserwowanego w styczniu spadku zapasów oraz większej ostrożności niemieckich przetwórców.
- USA: PMI w styczniu wzrosły, ale utrzymały się poniżej neutralnego poziomu.** Wskaźnik dla sektora wytwórczego wzrósł nieco słabiej od oczekiwań, do 46,8 pkt. z 46,2 pkt. w grudniu. Indeks aktywności w sektorze usługowym wzrósł natomiast do 46,6 pkt. z 44,7 pkt. Amerykańskie firmy zwracały uwagę na słaby popyt konsumpcyjny oraz negatywny wpływ podwyższonej inflacji na wydatki klientów. Tempo wzrostu kosztów czynników produkcji przyspieszyło w porównaniu z grudniem, ale jest znacznie słabsze niż w poprzednich 2 latach. Wzrost kosztów wynikał z wyższych płac oraz cen żądanych przez dostawców. **Firmy starały się jednak utrzymać konkurencyjność i proponowały upusty dla klientów, dlatego tempo wzrostu cen wyrobów gotowych nie zmieniło się w porównaniu z grudniem i było najniższe od października 2020.** Chociaż firmy doświadczają cyklicznego spowolnienia popytu, w styczniu nadal rosło zatrudnienie, a optymizm prognoz lekko się poprawił.
- POL: Szczegóły badania koniunktury gospodarczej GUS** pozwoliły dokładnie przyjrzeć się sytuacji krajowego sektora przedsiębiorstw. W styczniu 2023 aż 38% firm przemysłowych zgłaszało, że niedostateczny popyt ogranicza ich rozwój. W ciągu roku problemy ze zbyt niskim popytem nasiliły się najbardziej w przemyśle drzewnym, meblarstwie i poligrafii. **Pomimo wzrostu powszechności bariery niedostatecznego popytu, pozostaje ona na**

### Barierzy działalności w handlu detalicznym - niedostateczny popyt



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Handel detaliczny - przewidywane ceny



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Barierzy działalności w przetwórstwie przemysłowym - niedobór surowców oraz materiałów



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Barierzy działalności w przetwórstwie przemysłowym - konkurencyjny import



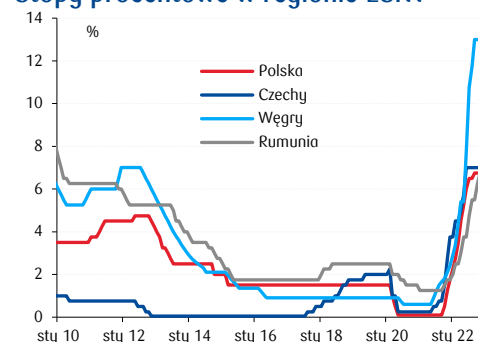
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

**historycznie niskich poziomach** – zdecydowanie poniżej szczytów z początku wieku, kiedy nawet 80% firm narzekało, że słaby popyt ogranicza ich rozwój. **Również w handlu detalicznym bariera niedostatecznego popytu utrzymuje się blisko historycznych minimów, co stoi w pewnej sprzeczności z początkami recesji konsumenckiej widocznej w „twardych” danych GUS.** Brak popytu jest dużym wyzwaniem tylko dla sprzedawców artykułów gospodarstwa domowego (mebli, rtv, agd). Są oni także tą grupą, która w ostatnim czasie najmocniej rewiduje w dół swoje prognozy dotyczące zmian cen. Dane z sektora handlowego sugerują, że na deflacyjne efekty 2. rundy przyjdzie nam jeszcze trochę poczekać.

Ograniczenia podaży i wysokie ceny były bolączką przedsiębiorstw z przetwórstwa przemysłowego na początku 2022. Pomimo sporej poprawy w ostatnich miesiącach, ciężko mówić o powrocie do normy – nadal ponad 20% firm odczuwa braki surowców i materiałów, a oczekiwania cenowe w styczniu ponownie wzrosły. Ciekawie wygląda też kształtowanie się dotkliwości bariery „konkurencyjny import”, która od pandemii jest bardzo niska, pozostaje w okolicy 10%. To zapewne efekt utraty konkurencyjności cenowej importu, ale też kontynuacja długookresowego trendu.

- HUN: MNB utrzymał referencyjną, 3-miesięczną stopę depozytową na poziomie 13%.** Decyzja była zgodna z oczekiwaniami. MNB będzie nadal wykorzystywał instrumenty wprowadzone jesienią w celu ograniczania płynności na rynku międzybankowym. W związku z tym 25 stycznia MNB przeprowadzi przetarg lokat miesięcznych, a od 1 lutego cotygodniowe przetargi bonów. Poza wzmocnieniem transmisji polityki pieniężnej, MNB będzie nadal wykorzystywał szybkie przetargi jednodniowych depozytów oraz transakcje FX swap w celu zapewnienia stabilności rynku finansowego, a także będzie w dalszym ciągu zaspokajał potrzeby płynnościowe w walutach obcych. Podczas konferencji prasowej wiceprezes B.Virag powiedział, że MNB postanowił podnieść stopę rezerwy obowiązkowej z 5% do 10% począwszy od 1 kwietnia. Węgierskie władze monetarne stale oceniają napływające dane i zmiany dotyczące perspektyw inflacji i są gotowe do podjęcia odpowiednich działań, jeśli ryzyko wzrośnie. **Zadanie MNB jest znacznie trudniejsze niż pozostałych banków centralnych regionu, ponieważ węgierska gospodarka wykazuje oznaki utraty równowagi makroekonomicznej („bliźniacze deficyty”, utrata kontroli nad inflacją bazową).**
- EUR: Członek zarządu EBC F.Panetta w wywiadzie** powiedział, że skłania się ku podwyżce stóp na lutym na posiedzeniu, a przyszłe decyzje mają zależeć od napływających danych. Publiczne wskazywanie konkretnej skali podwyżki (25 czy 50pb) byłoby wg niego niewłaściwe. Podkreślił też, że ze względu na wysoką niepewność niewskazane jest udzielanie bezwarunkowych sugestii (*guidance*) o kolejnych miesiącach. Jego zdaniem w strefie euro obserwuje się obecnie sygnały odwracania się procesów inflacyjnych, przy czym nadal to dopiero tylko początek tego procesu. F.Panetta wskazał też, że zgodnie z grudniową projekcją powolny powrót inflacji do celu (8,4% w 2022, 3,6% w 2023, 3,4% w 2024 i 2% dopiero w 3q25) ma wynikać z nasilenia presji płacowej w kolejnych latach (reakcja na spadek realnych płac w 2022) oraz zakończenia fiskalnych programów ostonowych w energetyce. W podobnym tonie (sugestia tylko ostrożnych podwyżek stóp procentowych, m.in. za sprawą hamującej gospodarki) wypowiedzieli się ostatnio prezesi banków centralnych z **Włoch (I.Visco)** i **Grecji (Y.Stournaras)**. Z kolei **Prezes Banku Litwy G.Simkus** stwierdził, że EBC powinien kontynuować podwyżki w tempie 50pb co posiedzenie, a proces zacieśniania monetarnego może nie skończyć się przed latem. G.Simkus dołączył tym samym do prezesów z **Holandii (K.Knot)** i **Słowacji (P.Kazimir)**, którzy w ostatnich dniach optowali za dwoma podwyżkami o 50pb na posiedzeniach w lutym i marcu. My zakładamy dwie podwyżki po 50 pb (docelowo st. refinansowa 3,5%) i zakończenie cyklu.

Stopy procentowe w regionie ESIW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 20 stycznia</b>						
GER: Inflacja PPI (gru)	8:00	% r/r	28,2	20,7	--	21,6
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	% r/r	13,9	12,6	12,5	10,3
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	% r/r	2,3	2,3	2,2	2,2
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru)	16:00	mln	4,08	3,97	--	4,02
<b>Poniedziałek, 23 stycznia</b>						
POL: Produkcja przemysłowa (gru)	10:00	% r/r	4,6	1,7	0,8	1,0
POL: Inflacja PPI (gru)	10:00	% r/r	20,8	19,5	20,0	20,4
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru)	10:00	% r/r	4,0	2,7	2,7	-0,8
POL: Sprzedaż detaliczna (gru)	10:00	% r/r	1,6	1,4	1,2	0,2
EUR: Koniunktura konsumencka (sty, wst.)	16:00	pkt.	-22,2	-20,0	--	-20,9
<b>Wtorek, 24 stycznia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	pkt.	47,1	47,8	--	47,0
GER: PMI w usługach (sty, wst.)	9:30	pkt.	49,2	49,7	--	50,4
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	pkt.	47,8	48,5	--	48,8
EUR: PMI w usługach (sty, wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,7	--	50,7
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	% r/r	5,6	6,0	6,3	5,4
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	13,0	13,0	13,0	13,0
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	pkt.	46,2	47,7	--	46,8
<b>Środa, 25 stycznia</b>						
POL: Stopa bezrobocia (gru)	10:00	%	5,1	5,2	5,2	--
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	pkt.	88,6	90,1	--	--
<b>Czwartek, 26 stycznia</b>						
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	% q/q saar	3,2	2,7	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	% q/q saar	2,3	2,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	190	200	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, wst.)	14:30	% m/m	-2,1	2,5	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	tys.	640	618	--	--
<b>Piątek, 27 stycznia</b>						
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	% r/r	4,8	4,6	--	--
USA: Dochody Amerykanów (gru)	14:30	% m/m	0,4	0,2	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (gru)	14:30	% m/m	0,1	-0,1	--	--
USA: Inflacja PCE (gru)	14:30	% r/r	5,5	5,0	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (gru)	14:30	% r/r	4,7	4,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, rew.)	16:00	pkt.	59,7	64,6	--	--

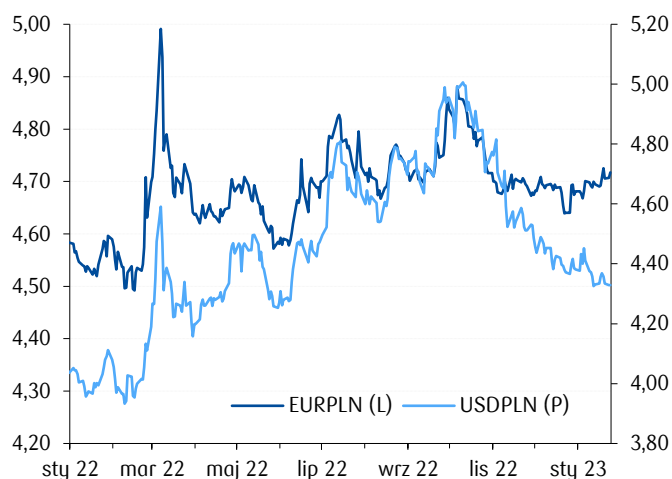
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

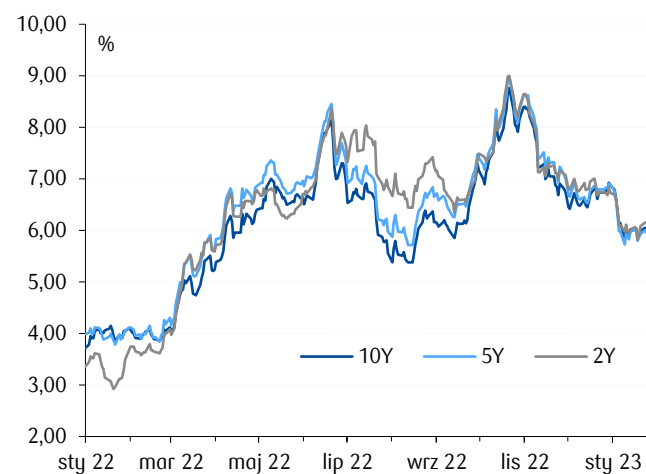
		Wartość 2023-01-24	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,7170	0,2	0,5	0,5	3,2	11,2
	USDPLN	4,3373	0,1	-0,2	-1,6	7,3	13,3
	CHFPLN	4,6983	0,1	-0,4	-1,0	6,4	19,0
	GBPPLN	5,3387	-0,4	-0,3	0,9	-1,8	6,3
	EURUSD	1,0876	0,1	0,7	2,1	-3,8	-1,8
	EURCHF	1,0040	0,1	1,0	1,5	-3,0	-6,6
	GBPUSD	1,2315	-0,5	0,3	2,5	-8,5	-6,3
	USDJPY	130,10	-0,4	1,5	-2,4	14,2	18,4
	EURCZK	23,87	0,0	-0,3	-1,6	-2,9	-5,1
	EURHUF	390,94	-1,3	-1,6	-2,9	8,3	16,3
<b>Obligacje</b>	PL2Y	6,15	0	11	-57	304	458
	PL5Y	5,95	-6	-3	-88	197	400
	PL10Y	6,00	-6	-4	-79	203	373
	DE2Y	2,55	-4	9	-13	320	314
	DE5Y	2,19	-4	11	-34	261	273
	DE10Y	2,16	-4	7	-35	226	242
	US2Y	4,21	-3	2	-20	326	269
	US5Y	3,58	-4	-3	-38	207	201
	US10Y	3,47	-6	-7	-39	173	170
<b>Akcje</b>	WIG	61 500,6	-0,2	0,8	8,7	-7,1	5,3
	WIG20	1 918,6	-0,2	0,7	8,6	-11,6	-10,6
	S&P500	4 017,0	-0,1	0,7	4,9	-8,9	20,9
	NASDAQ100	11 846,6	-0,2	2,5	9,5	-18,4	28,9
	Shanghai Composite**	3 264,8	0,0	1,3	5,5	-7,4	6,7
	Nikkei**	27 395,0	0,4	4,8	3,6	-0,7	14,0
	DAX	15 093,1	-0,1	-0,6	7,8	0,5	11,7
	VIX	19,20	-3,1	-0,8	-11,3	-35,8	48,7
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	86,3	-2,2	0,2	2,7	0,0	36,2
	Ropa WTI	79,8	-1,8	-0,5	0,4	-5,3	40,9
	Złoto	1934,8	0,5	1,3	6,1	5,5	24,2

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

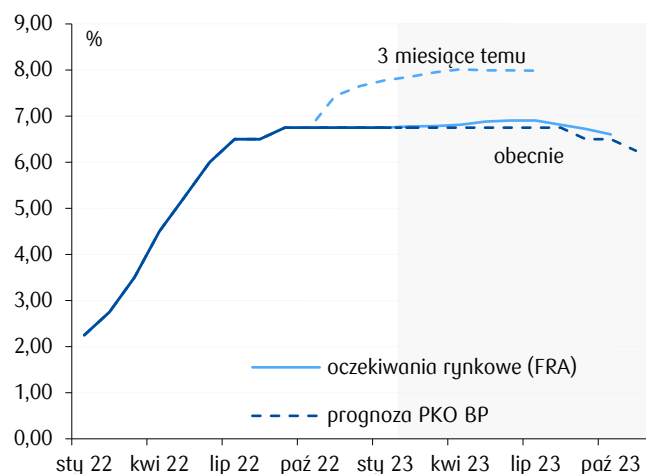
## Notowania złotego wobec głównych walut



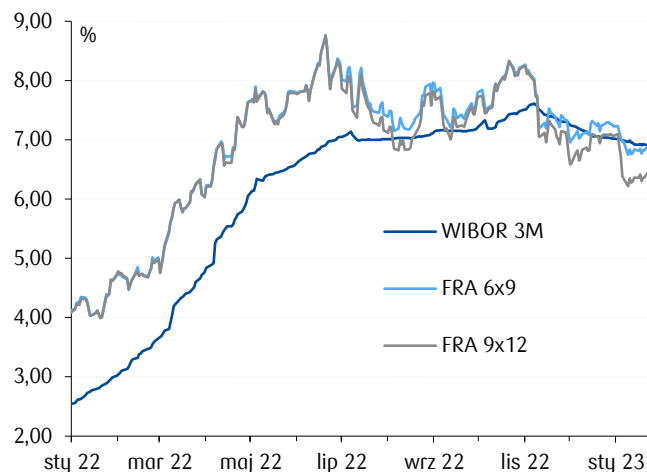
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



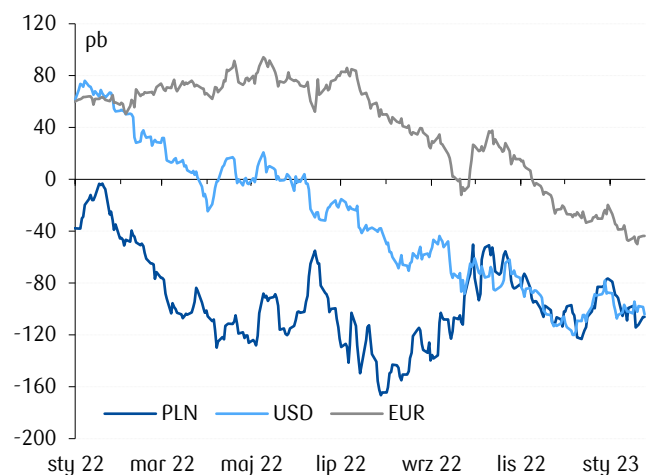
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



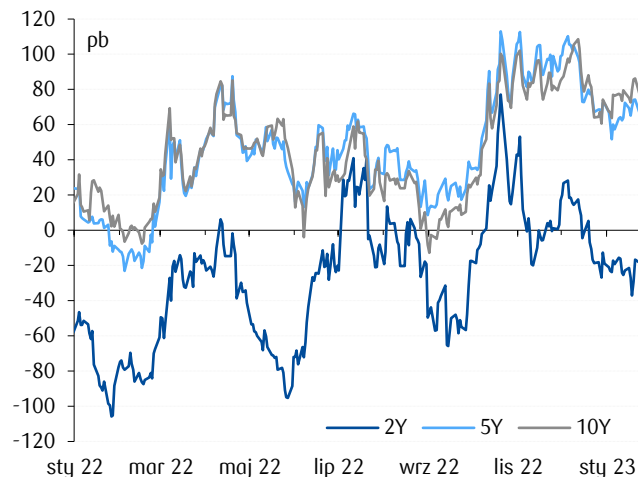
### Krótkoterminowe stopy procentowe



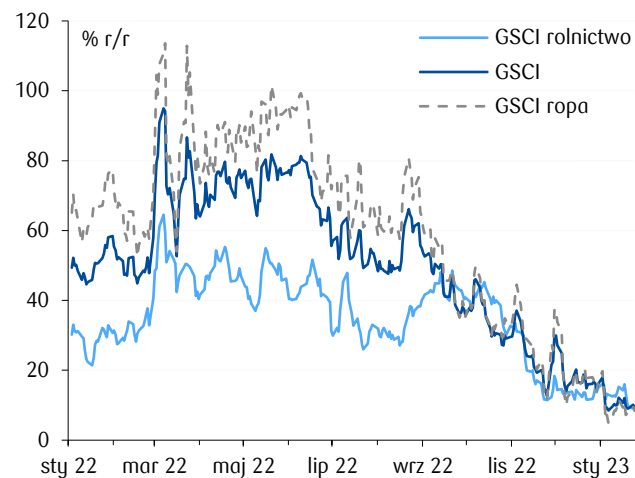
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



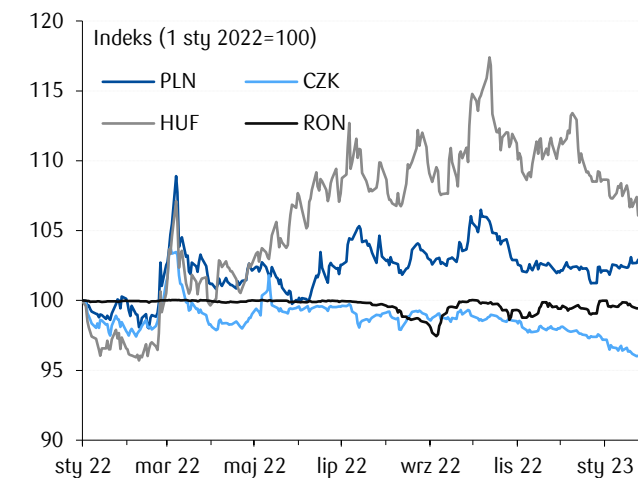
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

