

Recesja, której nie było

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj na rynkach finansowych zapanował optymizm i wiara w realizację scenariusza miękkiego lądowania, na co wpłynęły lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki. Rynki wydają się wierzyć, że koniunktura w USA pogorszy się na tyle, żeby przywrócić stabilność cen, jednak uda się uniknąć poważnej recesji. Indeksy giełdowe w Europie i USA notowały wzrosty. W USA lepiej od szerokiego indeksu radziły sobie spółki technologiczne. Dolar umocnił się - kurs EURUSD obniżył się w okolice 1,085. Rentowności obligacji na rynkach bazowych rosły, w oczekiwaniu na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Jen umocnił się dziś rano za sprawą publikacji najwyższej od 1981 inflacji bazowej w regionie Tokio (4,3% r/r), która zwiększa presję na gołębi bank centralny. Złoty w trackie wczorajszej sesji osłabiał się, nawet do 4,73 względem euro, jednak sesję zakończył poniżej średniego zamknięcia. Wbrew tendencjom na rynkach bazowych rentowności krajowych obligacji spadały o kilka punktów wzdłuż krzywej dochodowości.
- Dziś najwięcej uwagi przyciągną dane z USA, które pozwolą ocenić kondycję sektora konsumenckiego – istnieje spora szansa, że wpiszą się one w scenariusz „miękkiego lądowania”. W centrum zainteresowania będzie inflacja PCE za grudzień. Konsensus zakłada zarówno spadek deflatora ogółem (do 5,0% r/r z 5,5% r/r w grudniu), jak i jego miary bazowej (do 4,4% r/r z 4,7% r/r), która tradycyjnie jest preferowanym przez Fed wskaźnikiem procesów inflacyjnych. Wobec solidnej konsumpcji w 4q22 zapewne nieco mniej uwagi przyciągną grudniowe dane o wydatkach i dochodach Amerykanów. Drugi szacunek nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu Michigan powinien potwierdzić ich solidną poprawę w styczniu, osiągniętą przy ograniczeniu oczekiwań inflacyjnych.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA: Spowolnienie wzrostu gospodarczego w 4q22 było łagodniejsze niż oczekiwano.** PKB roś w 4q22 w tempie 2,9% q/q saar (wobec 3,2% w 3q22). Struktura wzrostu nie była jednak szczególnie korzystna, ze względu na solidny, dodatni wkład zapasów (+1,5pp), który zapewne okaże się przejściowy. Inwestycje w środki trwałe spadły 3. kwartał z rzędu, w tempie -6,7% q/q saar,

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

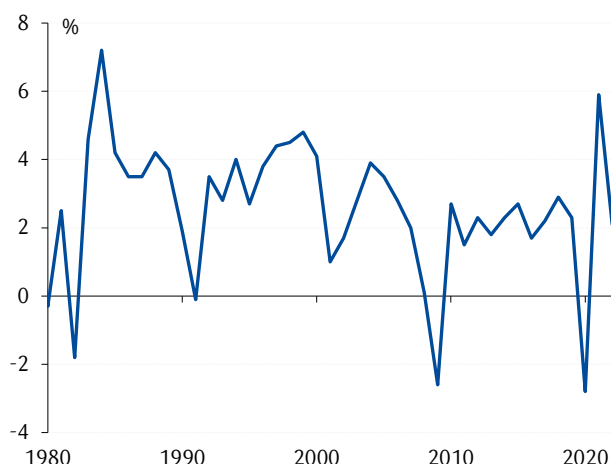
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-01-26	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,7125	-0,1
USDPLN	4,3417	0,4
CHFPLN	4,7093	0,2
GBPPLN	5,3655	0,1
EURUSD	1,0854	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	5,93	-16
PL5Y	5,87	-2
PL10Y	5,88	-4
DE10Y	2,21	6
US10Y	3,49	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	61 235,8	1,2
DAX	15 132,9	0,3
S&P500	4 060,4	1,1
Nikkei**	27 387,7	0,1
Shanghai Comp.**	3 264,8	0,0
Surowce:		
Złoto	1926,83	-0,1
Ropa Brent	87,52	1,4

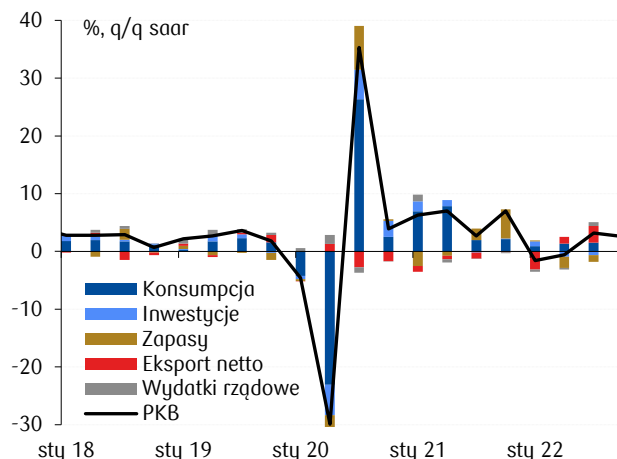
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Roczna dynamika PKB w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

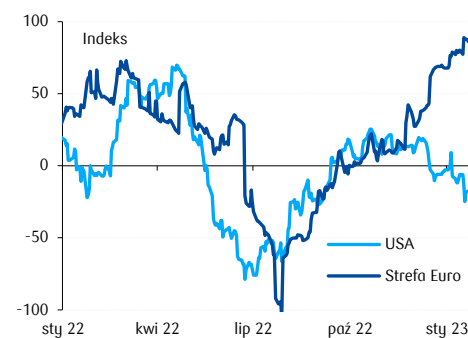
Struktura PKB w USA



wobec -3,5% w poprzednim kwartale. Bardzo solidnie wygląda natomiast konsumpcja, która rosła w tempie 2,1% q/q saar wobec 2,3% w 3q22, pomimo podwyższonej inflacji oraz rosnących stóp procentowych. Prywatna sprzedaż krajowa spowolniła w ciągu kwartału do 0,2% q/q saar, z 1,1%. Patrząc na całoroczne dane trudno uwierzyć, że 2022 był dla USA rokiem z „techniczną” recesją (w 1h). Całoroczne tempo wzrostu wyniosło 2,1% wobec 6,9% w 2021 i powróciło w okolice notowane podczas dekady poprzedzającej pandemię. Dane o PKB siłą rzeczy opisują przeszły obraz gospodarki, jednak weszła ona w 2023 rok w bardzo dobrej kondycji. W ostatnim czasie dane wysokiej częstotliwości w USA raczej rozczarowywały (por. wykres na marginesie), co może sugerować że głębsze spowolnienie w kwartalnych danych zaobserwujemy z opóźnieniem. W naszej ocenie nie można jednak wykluczyć, że strach przed recesją w USA ma tym razem „wielkie oczy” i – zwłaszcza w przypadku szybkiego zakończenia cyklu podwyżek stóp przez Fed – zrealizuje się optymistyczny scenariusz „miękkiego lądowania”.

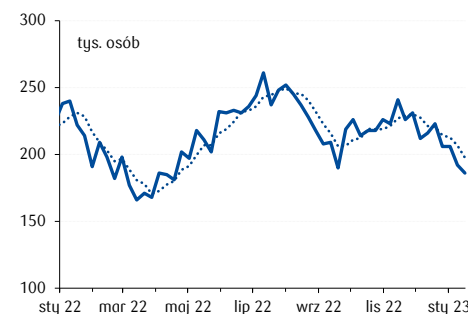
- **USA:** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 186 tys. (wobec 192 tys. tydzień wcześniej) i była najniższa od kwietnia 2022. Liczba nowych bezrobotnych spadła w ubiegłym tygodniu poniżej lokalnego minimum z września, potwierdzając bardzo dobrą kondycję amerykańskiego rynku pracy. Dane stoją w sprzeczności z medialnymi doniesieniami o masowych zwolnieniach w spółkach technologicznych, jednak najpewniej dotyczą one innych grup pracowników, a problemy gigantów technologicznych nie mają odzwierciedlenia w innych sektorach gospodarki.
- **USA:** Zamówienia na dobra trwałe w grudniu wzrosły o 5,6% m/m po spadku o 1,7% m/m w listopadzie, silnie od oczekiwań. Zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem charakteryzujących się dużą zmiennością środków transportu spadły o 0,1% m/m po wzroście o 0,1% m/m miesiąc wcześniej, co potwierdza niską aktywność inwestycyjną w gospodarce, którą widać było już w danych o PKB za 4q22.
- **POL:** Publikowane przez MRiPS dane z krajowego rynku pracy potwierdzają jego stabilizację pod koniec 2022, w okolicy historycznego minimum stopy bezrobocia. W grudniu liczba bezrobotnych nowo zarejestrowanych po zwolnieniu z przyczyn zakładu pracy wyniosła 4,3 tys. i wciąż była bliska historycznego minimum. Również zapowiadane zwolnienia grupowe nie wskazują na pogorszenie sytuacji. Wpisuje się to w nasz scenariusz zakładający, że dostosowanie krajowego rynku pracy do niższego poziomu aktywności następuje poprzez spowolnienie tempa wzrostu płac, a nie restrukturyzację zatrudnienia i masowe zwolnienia.
- **POL:** P.Litwiniuk (RPP) powiedział, że w warunkach deklarowanej przez rząd neutralnej polityki fiskalnej, formułowanie zapowiedzi, które dotyczą dalszych wakacji kredytowych, czyli instrumentów oddziałujących na skuteczność polityki pieniężnej, jest co najmniej przedwczesne. Członek RPP podkreślił, że Prezes NBP przekazywał w 2022 negatywne stanowisko w przedmiocie wakacji kredytowych, ze względu na zbyt szeroki zakres oddziaływania takiego instrumentu, niepowiązanego z oceną faktycznej sytuacji materialnej poszczególnych kredytobiorców. W opinii P.Litwiniuka, nie ma obecnie podstaw, żeby w krótkim horyzoncie przewidywać złagodzenie parametrów polityki pieniężnej, ponieważ wskaźniki poziomu inflacji, w szczególności inflacji bazowej, nie podążają wystarczająco szybko w kierunku celu banku centralnego.
- **POL:** G.Masłowska (RPP) oceniła, że przestrzeń do obniżki stóp procentowych ma szansę pojawić się w 2024 lub ewentualnie być może pod koniec 2023. Zdaniem członkini RPP, przy wyborze optymalnego momentu dokonania pierwszej obniżki stóp, należy kierować się elastycznością. Najważniejsze jest

Indeks zaskoczeń gospodarczych (Citi)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



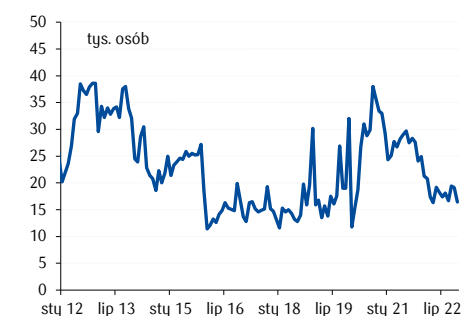
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Nowo zarejestrowani bezrobotni w Polsce po zwolnieniu z przyczyn zakładu pracy



Źródło: MRiPS, PKO Bank Polski.

Liczba etatów objęta zwolnieniami grupowymi



Źródło: MRiPS, PKO Bank Polski.

budowanie u uczestników życia gospodarczego przekonania, że kiedy nadejdzie odpowiedni moment, RPP nie będzie się wahać i rozpocznie fazę łagodzenia polityki pieniężnej. Dodała, że prawdopodobnie po pierwszej obniżce stóp pojawią się następne tego typu decyzje.

- **POL:** Wniosek w sprawie KPO zostanie złożony do Komisji Europejskiej przed przekazaniem noweli ustawy o Sądzie Najwyższym do Prezydenta, wynika z wypowiedzi Premiera M.Morawieckiego. Obok kwestii praworządności kamieniem milowym do wypłaty KPO jest także ustawa odległościowa, nad którą prace rozpoczął niedawno Sejm.
- **POL:** Sejm odrzucił wszystkie poprawki Senatu do budżetu na 2023. Ustawa budżetowa, która zakłada maksymalnie 68 mld PLN deficytu trafi teraz do prezydenta do podpisu.
- **USA:** Sprzedaż nowych domów w USA wzrosła w grudniu do 616 tys. ze zrewidowanych mocno w dół 602 tys. w listopadzie (wcześniej podawano 640 tys.). Dane o sprzedaży nowych domów charakteryzuje duża zmienność, a aktywność na rynku jest na zbliżonym poziomie jak w latach 2016-2018. Wywołane przez mniejszy popyt na mieszkania spowolnienie względem szczytu (ok. milion sprzedanych domów latem 2020) jest znaczące, jednak na rynku nie widać katastrofy.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 20 stycznia						
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
Poniedziałek, 23 stycznia						
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
Wtorek, 24 stycznia						
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
Środa, 25 stycznia						
POL: Stopa bezrobocia (gru)	10:00	%	5,1	5,2	5,2	5,2
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	pkt.	88,6	90,1	--	90,2
Czwartek, 26 stycznia						
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	% q/q saar	3,2	2,7	--	2,9
USA: Konsumpcja prywatna (4q)	14:30	% q/q saar	2,3	2,8	--	2,1
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	192	200	--	186
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, wst.)	14:30	% m/m	-1,7	2,5	--	5,6
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	tys.	602	618	--	616
Piątek, 27 stycznia						
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	--	--

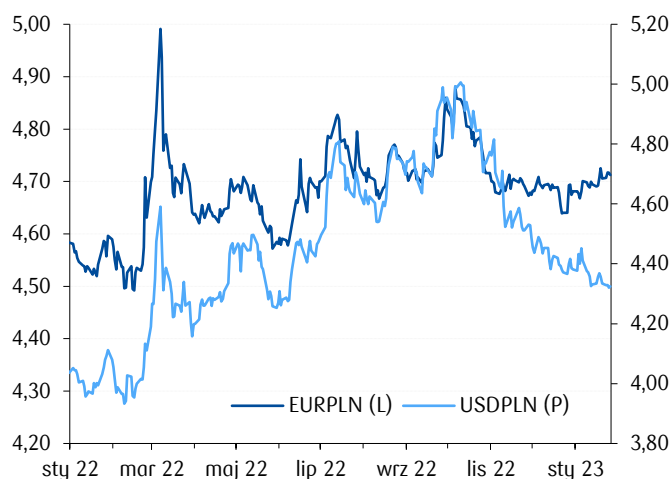
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

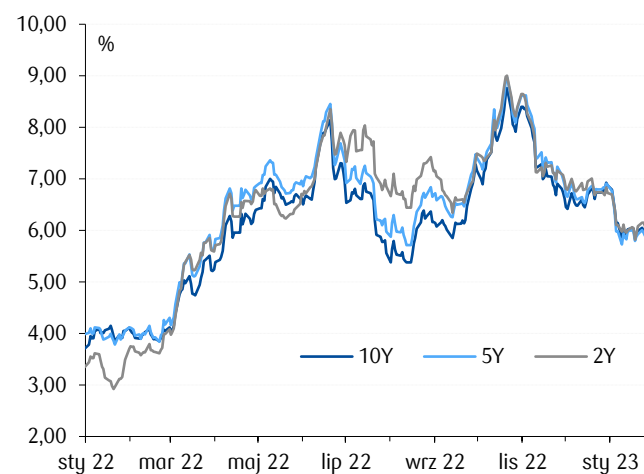
		Wartość 2023-01-26	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,7125	-0,1	-0,3	0,8	2,8	10,7
	USDPLN	4,3417	0,4	-0,9	-0,9	6,9	12,4
	CHFPLN	4,7093	0,2	-1,4	-0,8	6,8	18,4
	GBPPLN	5,3655	0,1	-0,6	1,5	-2,3	6,3
	EURUSD	1,0854	-0,4	0,6	1,8	-3,8	-1,6
	EURCHF	1,0007	-0,3	1,1	1,6	-3,7	-6,5
	GBPUSD	1,2356	0,0	0,0	2,5	-8,5	-5,5
	USDJPY	130,46	0,7	1,5	-2,1	14,1	19,2
	EURCZK	23,81	0,1	-0,5	-1,6	-2,8	-5,3
	EURHUF	387,43	-0,2	-2,0	-3,1	7,6	15,2
Obligacje	PL2Y	5,93	-16	1	-90	278	441
	PL5Y	5,87	-2	0	-104	194	393
	PL10Y	5,88	-4	-6	-105	197	361
	DE2Y	2,59	5	7	-8	323	320
	DE5Y	2,24	6	13	-24	264	282
	DE10Y	2,21	6	16	-25	228	254
	US2Y	4,18	4	6	-19	309	269
	US5Y	3,59	3	10	-37	194	209
	US10Y	3,49	3	9	-34	165	181
Akcje	WIG	61 235,8	1,2	1,1	6,2	-10,0	4,5
	WIG20	1 911,6	1,3	1,2	6,1	-14,4	-11,3
	S&P500	4 060,4	1,1	4,1	5,5	-6,7	23,2
	NASDAQ100	12 051,5	2,0	6,7	10,0	-15,0	31,8
	Shanghai Composite**	3 264,8	0,0	0,8	6,2	-5,5	9,7
	Nikkei**	27 385,9	0,1	3,7	5,0	1,4	14,9
	DAX	15 132,9	0,3	1,4	7,5	-2,1	11,5
	VIX	18,73	-1,8	-8,7	-12,6	-41,4	28,6
Surowce	Ropa Brent	87,5	1,4	1,5	6,3	-2,8	44,6
	Ropa WTI	81,0	1,5	0,8	3,3	-8,3	49,7
	Złoto	1926,8	-0,1	0,3	6,3	5,1	22,6

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

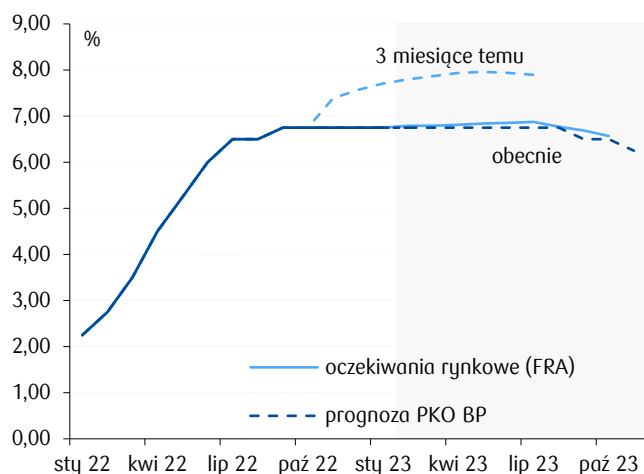
Notowania złotego wobec głównych walut



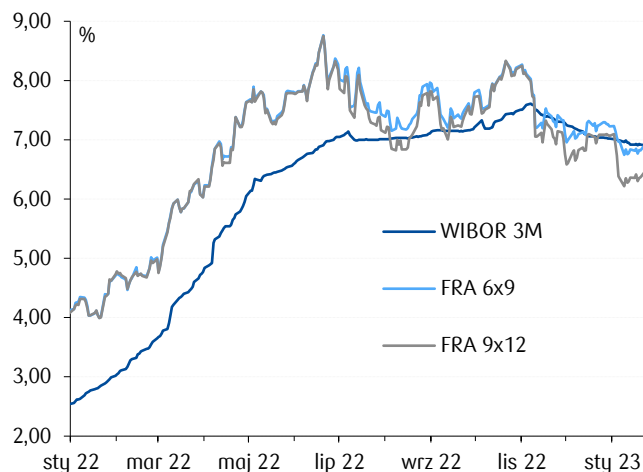
Rentowności polskich obligacji skarbowych



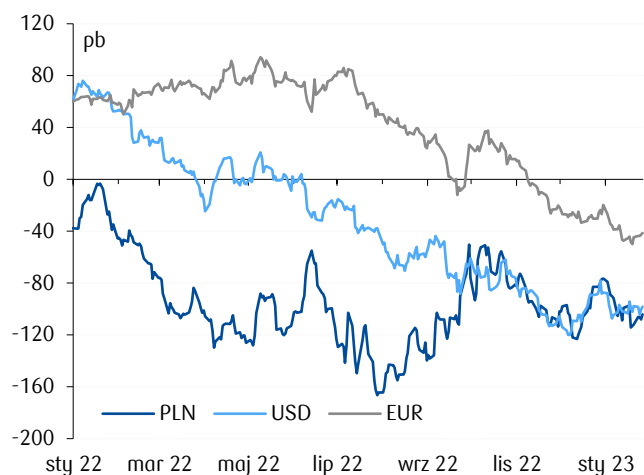
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



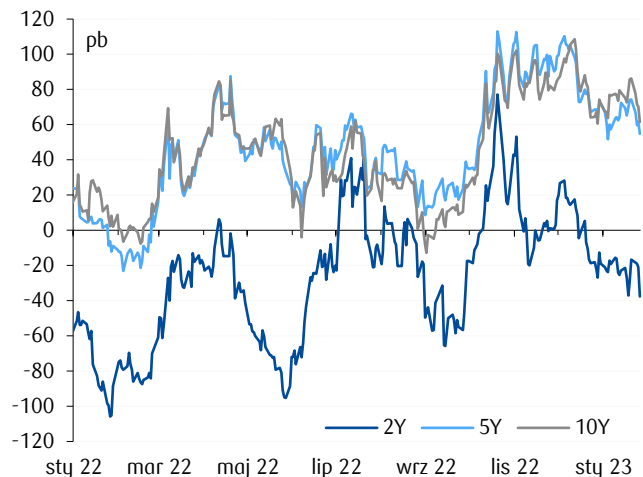
Krótkoterminowe stopy procentowe



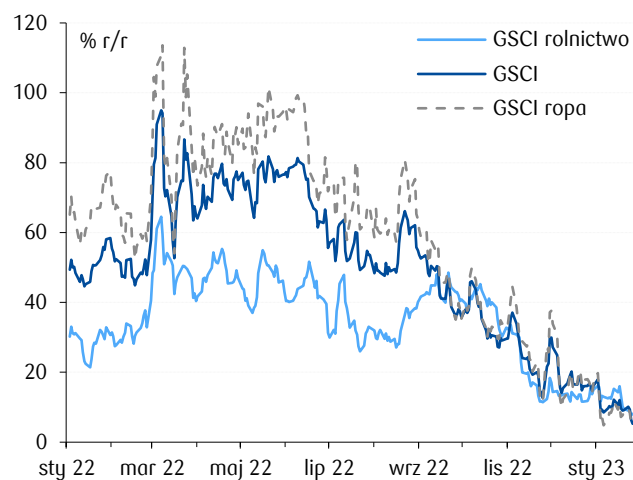
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



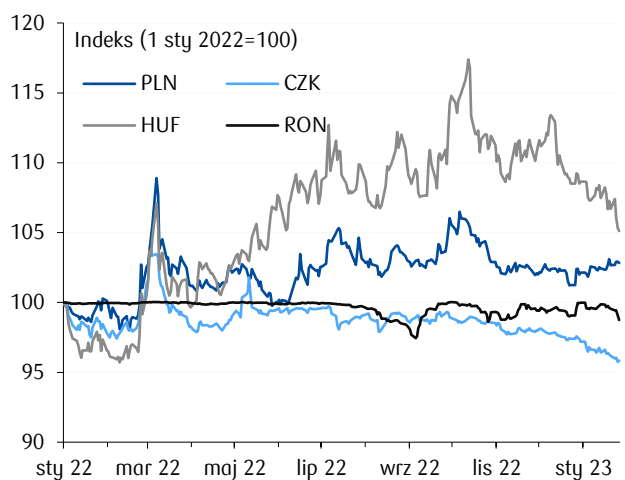
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
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 (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	22 521 54 50

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **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, usługi 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.