

Inflacja w celu EBC (w prognozach KE)

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia upłynął pod znakiem obaw o wzrost napięcia geopolitycznego między USA a Chinami.** Reakcja rynkowa była jednak krótkotrwała – inwestorzy szybko przeszli do porządku dziennego nad wydarzeniami minionego tygodnia, uspokojeniu obaw sprzyjały także doniesienia o możliwym spotkaniu delegacji Chin i USA podczas rozpoczynającej się w piątek Monachijskiej Konferencji Bezpieczeństwa. Notowania akcji amerykańskich lekko wzrosły, rentowności obligacji amerykańskich pozostały w trendzie bocznym po piątkowej wyprzedaży. Kurs EURUSD, po początkowej konsolidacji, pod koniec dnia wzrósł powyżej poziomu 1,07. Jen dalej osłabiał się do dolara – było to pokłosie wywiadu K.Uedy, który dziś został desygnowany na stanowisko Prezesa Banku Japonii, i który stwierdził, że stymulacja monetarna gospodarki powinna zostać utrzymana. Na krajowym podwórku złoty lekko się osłabił, rentowności obligacji oraz stawki FRA i IRS wzrosły.
- W USA walentynkowym prezentem dla inwestorów będą dane o styczniowej inflacji CPI.** Na ile będzie on trafiony przekonamy się już o 14.30 naszego czasu. Zdaniem konsensusu możemy liczyć na lekki spadek inflacji, do 6,2% r/r z 6,5% r/r w grudniu. Przy styczniowym szacunku niepewność jest dosyć wysoka, m.in. ze względu na aktualizację wag koszyka inflacyjnego (od tego roku aktualizacje te będą dokonywane co rok, a nie co dwa lata, punktem odniesienia będzie struktura wydatków za 2021 wobec struktury wydatków za lata 2019-20 wykorzystywanej w wagach w roku 2022). Choć większość prognoz w konsensusie jest skupiona w przedziale 6,1-6,4% r/r, to skrajne wielkości czynią przedział oszacowań bardzo szerokim (5,8% - 6,8% r/r). Kierunek zaskoczenia zdeterminuje dalsze losy oczekiwań rynkowych co do stóp Fed. Dziś, już po publikacji danych inflacyjnych, poznamy pierwsze wrażenia członków FOMC (L.Logan, J.Williams).
- W kraju walentynkowy prezent ma w sobie mniej tajemniczości – efekt zaskoczenia w danych *flash* o wzroście PKB w 4q22 „popsuły” opublikowane już dane roczne.** Jeżeli nie będą zrewidowane, to implikują, że wzrost PKB w 4q22 znajdzie się w przedziale 2,0-2,3% r/r. Na drugim planie pozostaną wyniki gospodarki strefy euro za 4q22.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

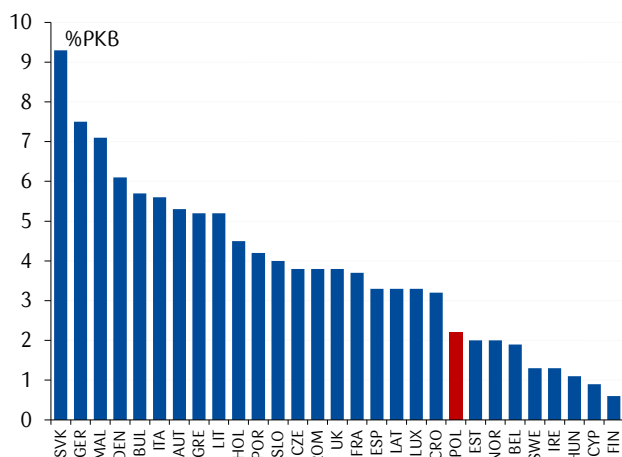
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

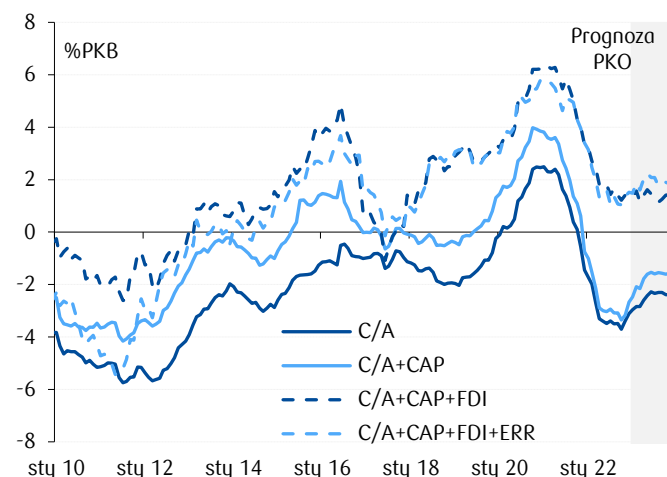
	Wartość 2023-02-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,7850	0,2
USDPLN	4,4639	-0,2
CHFPLN	4,8454	0,1
GBPLN	5,4170	0,6
EURUSD	1,0720	0,4
Obligacje:		
PL2Y	6,32	15
PL5Y	6,15	10
PL10Y	6,16	6
DE10Y	2,37	1
US10Y	3,72	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	60 106,8	0,2
DAX	15 397,3	0,6
S&P500	4 137,3	1,1
Nikkei**	27 602,8	0,6
Shanghai Comp.**	3 288,4	0,1
Surowce:		
Złoto	1852,97	-0,4
Ropa Brent	86,47	0,0

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.

Fiskalne programy osłonowe („tarcze energetyczne”)



Miary równowagi zewnętrznej

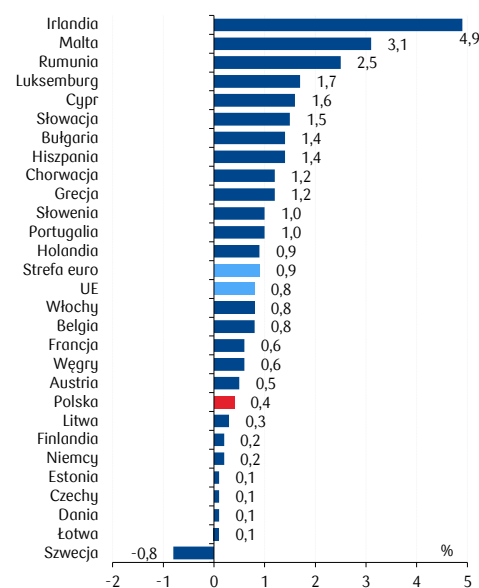


Źródło: Bruegel, NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

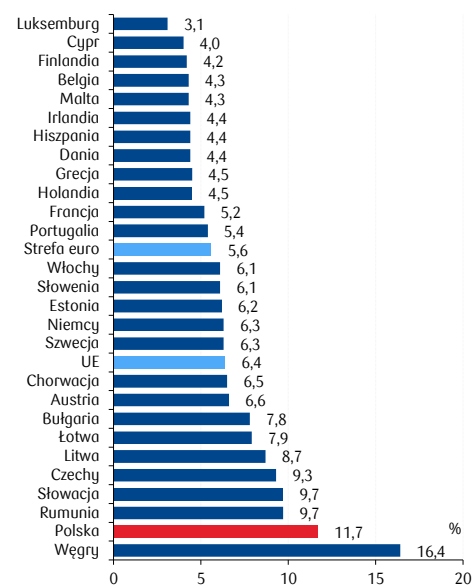
- POL:** Deficyt na rachunku obrotów bieżących w grudniu wyniósł 2,5 mld EUR (PKO: 1,99; kons.: 1,56). Mimo negatywnej niespodzianki szczegóły odczytu nadal wskazują, że scenariusz poprawy równowagi zewnętrznej nakreślony w naszym ostatnim [Kwartalniku Ekonomicznym](#) pozostaje aktualny. W ujęciu 12-miesięcznym deficyt spadł do 3,1% PKB z 3,4% PKB po listopadzie. Więcej w Makro Flashu: [„W bilansie płatniczym gorzej, a jednak lepiej”](#).
- UE:** Komisja Europejska oceniła, że perspektywy wzrostu gospodarczego dla gospodarki Unii Europejskiej i samej strefy euro lekko się poprawiły od czasu ostatniej rundy prognoz, w listopadzie. KE prognozuje wzrost PKB w UE w 2023 w wysokości 0,8% (wobec 0,3% poprzednio), a dla strefy euro prognoza wynosi 0,9% (wobec 0,3% prognozowanych poprzednio). Poprawiły się także perspektywy inflacyjne – prognozowana inflacja HICP dla całej UE wynosi 6,4% w 2023 (wobec 7,0% prognozowanych poprzednio), dla strefy euro to 5,6% w 2023 (wobec 6,1% prognozowanych poprzednio). **Istotny wpływ na rewizję prognozy wzrostu PKB w górę miała ocena niemieckiej gospodarki – tutaj KE nie oczekuje już recesji w 2023.** Od ostatniej, jesiennej oceny KE odnotowała kilka pozytywnych elementów gospodarczej układanki. Ceny gazu w Europie obniżyły się do poziomów sprzed wojny. Zaskakująco mocna jest także odporność gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na szoki energetyczne. W ocenie KE rynek pracy w UE także odnotowuje bardzo dobre wyniki, przy czym stopa bezrobocia w UE pozostaje na historycznym minimum. Poprawa koniunktury jest na tyle znacząca, że zdaniem KE gospodarce UE uda się uniknąć spadku PKB w 1q23 (w ujęciu kwartalnym). Problemem, z jakim będzie się nadal borykać europejska gospodarka jest utrzymująca się uporczywie wysoko inflacja bazowa, z tempem wzrostu cen w dominującej części koszyka inflacyjnego ciągle powyżej historycznej średniej. Warte podkreślenia jest także ścieżka inflacyjna dla strefy euro. KE oczekuje, że inflacja HICP osiągnie poziom 2,0-2,5% w 2h24. To *de facto* oznacza, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, inflacja HICP w strefie euro znajdzie się w celu EBC. Choć EBC dysponuje swoimi prognozami, a także podejmuje decyzje w dużej mierze na podstawie napływających danych, to prognoza KE może wskazywać na rosnące prawdopodobieństwo „przestrzelenia” z zacieśnianiem polityki pieniężnej jeżeli chodzi o poziom stóp procentowych EBC.
- Dla Polski prognozy wzrostu PKB w 2023 nie zmieniły się istotnie (0,4% wobec 0,7% poprzednio). Mocno w dół zrewidowano prognozę inflacji HICP, do 11,7% z 13,8% poprzednio. Prognoza ta jest spójna z naszą prognozą inflacji CPI na 2023 (12,9%) – różnica między inflacją HICP a CPI w grudniu wyniosła 1,3pp. Do 2024 poziom PKB w Polsce ma wg KE wzrosnąć o 11,5% względem stanu sprzed pandemii, co dałoby szóste miejsce wśród państw UE (por. wykres obok).
- EUR:** Europejski Bank Centralny ocenił w comiesięcznym [Biuletynie Ekonomicznym](#), że gwałtowny wzrost inflacji odbije się echem na stanie finansów publicznych w 2024, choć negatywny wpływ inflacji na wyniki fiskalne będzie się różnić w zależności od państwa. Na poziomie zagregowanym szok energetyczny i następujące po nim spowolnienie gospodarki a także sztywne reguły indeksacyjne niektórych wydatków sprawią, że wynik fiskalny w 2024 pogorszy się o ok. 0,5% PKB z tego tytułu. Dodatkowym negatywnym czynnikiem dla wyniku fiskalnego strefy euro mają być podwyżki stóp procentowych, które podnoszą wydatki odsetkowe na obsługę zadłużenia. Wpływ wydatków osłonowych na wzrost PKB był pozytywny w 2022, w 2023 ma być lekko negatywny, a w 2024 i 2025 wyraźnie negatywny.
- UE:** Według zaktualizowanych szacunków *think-tanku* Bruegel, **państwa europejskie przeznaczyły*** (*programy zadeklarowane, niekoniecznie

Wzrost PKB w 2023 - prognozy KE*



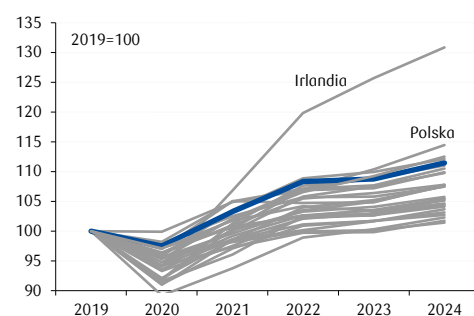
Źródło: KE, PKO Bank Polski. *prognozy dla Irlandii odzwierciedlają jej status rajy podatkowego.

Inflacja HICP w 2023 - prognozy KE



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

Prognozowana ścieżka PKB w państwach UE wg KE



Źródło: KE, PKO Bank Polski.

wdrożone już w życie w postaci obowiązującego prawa) **na tarcze energetyczne i inne tego typu programy osłonowe 792 mld EUR**, z czego 681 mld EUR dotyczy państw UE, w tym 268 mld EUR to pakiety niemieckie. W relacji do PKB, państwami o najwyższym poziomie interwencji są Słowacja, Niemcy i Malta. Największą skalę pomocy *per capita* zaoferowały Luksemburg, Dania i Niemcy. Szacunki Breugel nadal potwierdzają naszą ocenę z ostatniego Kwartalnika, że na tym tle fiskalne programy osłonowe w Polsce są ostrożne (por. Kwartalnik Ekonomiczny „[Monetarny konflikt tragiczny](#)”).

- **CZE:** J.Kubicek i J.Prochazka zostali mianowani do zarządu Banku Czech na 6-letnie kadencje. J.Frait, dotychczas członek zarządu CNB, został zastępcą Prezesa Banku. J.Kubicek był wcześniej przewodniczącym czeskiej Rady Fiskalnej, a J.Prochazka prezesem czeskiego odpowiednika KUKU.
- **POL:** J.Tyrowicz (RPP) oceniła, że od marca br. inflacja zacznie spadać, a na koniec roku wyniesie około 10% r/r. Do celu NBP inflacja ma się zbliżyć dopiero w 2025.
- **ŚWIAT:** K.Georgieva (MFW) oceniła, że rynki finansowe mają dobry powód do optymizmu jeżeli chodzi o perspektywy dla wzrostu gospodarczego na świecie. Wskazała, że gospodarka amerykańska najprawdopodobniej uniknie recesji, a dodatkowym wsparciem dla wzrostu będzie otwarcie się Chin. Pozytywnym czynnikiem dla wzrostu na świecie ma być także odporność europejskiego rynku pracy na zacieśnienie monetarne.
- **USA:** Według doniesień medialnych J.Biden ma nominować L.Brainard (wiceprezes Fed) na główną ekonomiczną doradczynię.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 10 lutego						
CHN: Inflacja CPI (sty)	2:30	% r/r	1,8	2,2	--	2,1
HUN: Inflacja CPI (sty)	8:30	% r/r	24,5	25,1	--	25,7
CZE: Inflacja CPI (sty)	9:00	% r/r	15,8	17,1	--	17,5
POL: Minutes RPP (sty)	14:00	--	--	--	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, wst.)	16:00	pkt.	64,9	65,5	--	66,4
Poniedziałek, 13 lutego						
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (gru)	14:00	mIn EUR	313	-1555	-1988	-2526
POL: Eksport (gru)	14:00	% r/r	25,2	17,5	16,8	11,5
POL: Import (gru)	14:00	% r/r	20,3	13,7	12,7	12,1
Wtorek, 14 lutego						
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	% r/r	3,6	2,2	2,2	--
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	% r/r	2,3	1,9	--	--
EUR: Zatrudnienie (4q)	11:00	% r/r	1,8	--	--	--
USA: Inflacja CPI (sty)	14:30	% r/r	6,5	6,2	--	--
USA: Inflacja bazowa (sty)	14:30	% r/r	5,7	5,5	--	--
Środa, 15 lutego						
POL: Inflacja CPI (sty)	10:00	% r/r	16,6	17,8	18,7	--
EUR: Produkcja przemysłowa (gru)	11:00	% r/r	2,0	-0,6	--	--
EUR: Bilans handlowy (gru)	11:00	mld EUR	-15,2	-16,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (sty)	14:30	% m/m	-1,1	2,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sty)	14:30	% m/m	-1,1	0,7	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (sty)	15:15	% m/m	-0,7	0,7	--	--
Czwartek, 16 lutego						
USA: Pozwolenia na budowę (sty)	14:30	mln	1,33	1,35	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty)	14:30	mln	1,382	1,363	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	196	200	--	--
USA: Inflacja PPI (sty)	14:30	% r/r	6,2	5,5	--	--
Piątek, 17 lutego						
POL: Ocena ratingowa wg S&P Global	--	--	A-, stabilna	--	A-, stabilna	--

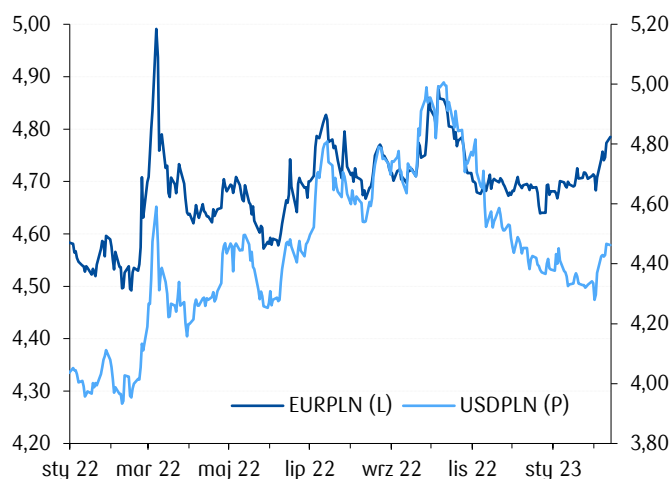
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

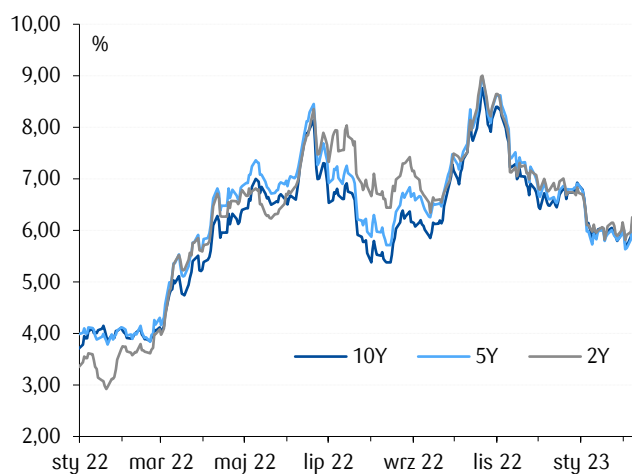
		Wartość 2023-02-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,7850	0,2	0,9	2,0	5,7	12,1
	USDPLN	4,4639	-0,2	1,0	3,0	12,5	14,2
	CHFPLN	4,8454	0,1	1,8	3,6	13,0	21,1
	GBPPLN	5,4170	0,6	1,8	2,5	-0,8	7,3
	EURUSD	1,0720	0,4	-0,1	-1,0	-6,0	-1,9
	EURCHF	0,9875	0,1	-0,9	-1,5	-6,4	-7,5
	GBPUSD	1,2136	0,5	1,0	-0,6	-10,8	-6,1
	USDJPY	132,80	1,1	0,0	3,3	14,6	21,0
	EURCZK	23,75	0,2	-0,4	-1,1	-2,7	-5,1
	EURHUF	381,88	-1,3	-3,3	-4,3	8,0	13,0
Obligacje	PL2Y	6,32	15	35	25	268	478
	PL5Y	6,15	10	33	15	217	440
	PL10Y	6,16	6	28	11	214	410
	DE2Y	2,78	2	18	21	311	342
	DE5Y	2,43	3	13	24	241	304
	DE10Y	2,37	1	9	18	208	279
	US2Y	4,53	2	8	29	302	316
	US5Y	3,93	0	11	31	206	256
	US10Y	3,72	-2	9	21	177	217
Akcje	WIG	60 106,8	0,2	-0,4	-2,8	-11,1	4,6
	WIG20	1 853,3	0,3	-0,6	-4,1	-15,9	-11,4
	S&P500	4 137,3	1,1	0,6	3,5	-6,4	23,4
	NASDAQ100	12 502,3	1,6	0,3	8,3	-12,3	31,4
	Shanghai Composite**	3 288,2	0,1	1,5	1,9	-5,0	13,8
	Nikkei**	27 602,8	0,6	-0,3	6,9	-0,3	16,5
	DAX	15 397,3	0,6	0,3	1,7	-0,2	14,1
	VIX	20,34	-0,9	4,7	4,4	-25,7	35,2
Surowce	Ropa Brent	86,5	0,0	6,6	2,6	-8,6	60,8
	Ropa WTI	79,7	0,0	7,5	-0,2	-14,4	60,8
	Złoto	1853,0	-0,4	-0,8	-3,3	1,1	17,7

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

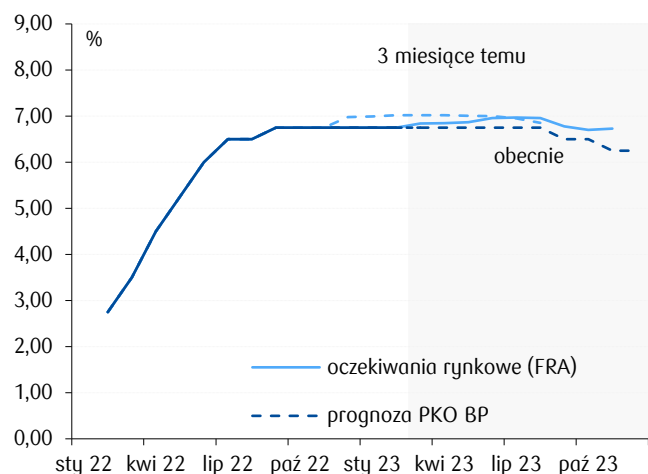
Notowania złotego wobec głównych walut



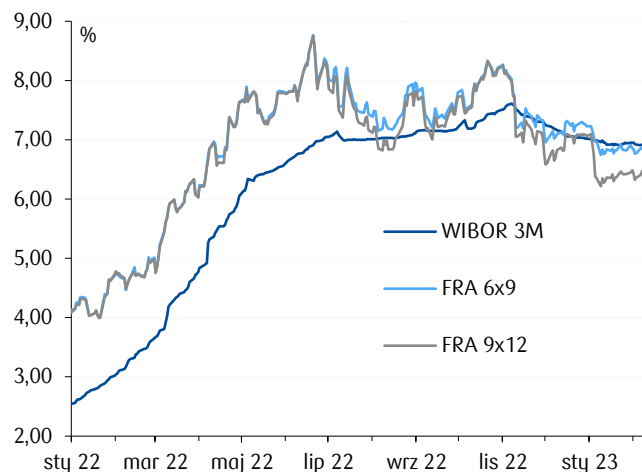
Rentowności polskich obligacji skarbowych



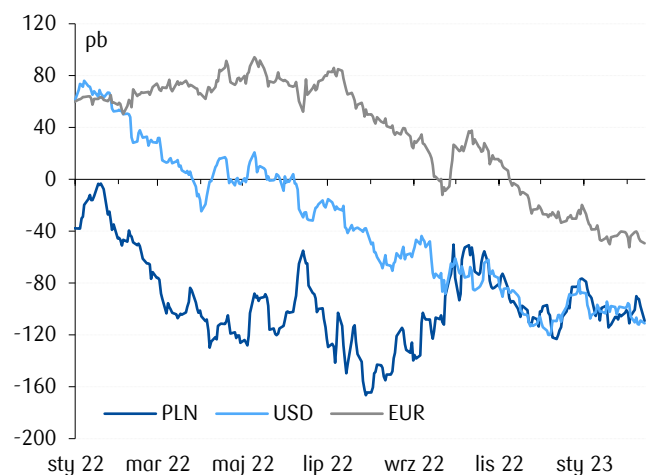
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



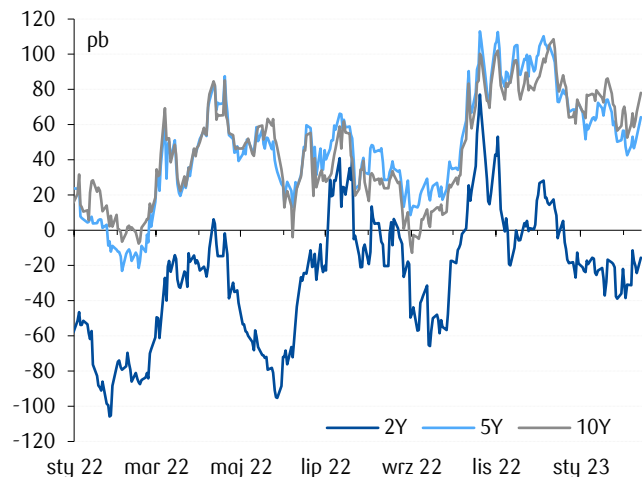
Krótkoterminowe stopy procentowe



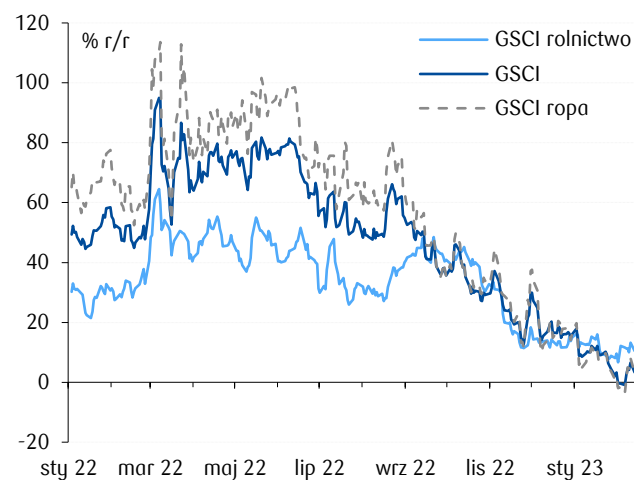
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



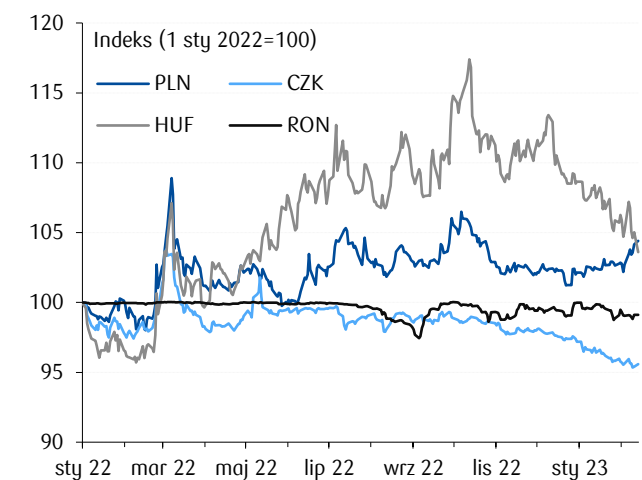
Spread asset swap dla PLN



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.

