

### 3 do 1 dla jastrzębi

#### Dziś w centrum uwagi:

- Najwięcej zainteresowania mogą dziś przyciągnąć **wstępne PMI dla Niemiec i całej strefy euro za luty**, które pokażą, czy wpływ koronawirusa podkopuje widoczną wcześniej mozolną odbudowę optymizmu i poprawę koniunktury.
- Nadal ważne będą informacje na temat COVID-19**. Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) oświadczyła wczoraj, że spadek liczby nowych przypadków zakażeń koronawirusem w Chinach napawa optymizmem, ale jest jeszcze za wcześnie, aby mieć pewność, że ten trend się utrzyma. Rosną jednak obawy o rozprzestrzenianie się epidemii na inne kraje azjatyckie.
- Warto dziś zwrócić uwagę również na **przebieg negocjacji w sprawie nowego budżetu UE na lata 2021-2027**. Wczorajsze rozmowy nie przyniosły rozstrzygnięć. Przewodniczący Parlamentu Europejskiego (PE), David Sassoli, powiedział wczoraj na konferencji prasowej w Brukseli, że propozycja budżetu UE na lata 2021-2027 autorstwa szefa Rady Europejskiej Charlesa Michela jest nieakceptowalna ze względu na proponowane cięcia wydatków na politykę spójności i rolnictwo. Powiedział również, że w interesie wszystkich leży przełamanie sztucznej dychotomii między płatnikami netto a beneficjentami środków. "Wszystkie państwa członkowskie bez wyjątku czerpią zyski z UE. Wszyscy otrzymują ogromne korzyści z budżetu europejskiego, a jeszcze bardziej z jednolitego rynku", zaznaczył. Wypowiedzi szefa PE są zasadniczo zgodne ze stanowiskiem polskiego rządu.
- Ostateczne dane inflacyjne ze strefy euro za styczeń** powinny potwierdzić wyhamowanie inflacji bazowej, wzmagając presję, jaką na EBC wywarły słabe dane na temat aktywności gospodarczej z końca 2019.
- Krajowe dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej za styczeń** będą pod negatywnym wpływem efektów kalendarzowych i słabnącego trendu. **Syntetyczny indeks koniunktury GUS za luty** pokaże, czy negatywne trendy utrwalają się.

#### Przegląd wydarzeń:

- POL: Dynamika produkcji przemysłowej w styczniu przekroczyła oczekiwania** (+1,1% r/r wobec +3,8% r/r w grudniu; konsensus: +0,3% r/r; PKO: -2,5% r/r). Co ważne, wzrost produkcji odnotowano mimo negatywnego układu kalendarza, a po oczyszczeniu danych z wpływu czynników sezonowych, dynamika produkcji przyspieszyła w styczniu do +3,5% r/r z +2,1% r/r w grudniu. Pozytywną wymowę ma także struktura wzrostu (odporność branż eksportowych). **Inflacja PPI w styczniu spadła do 0,8% r/r** z 1,0% r/r w grudniu (konsensus: 1,0% r/r; PKO: 0,7% r/r) przy

#### Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

#### Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

#### Marcin Czaplicki

Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

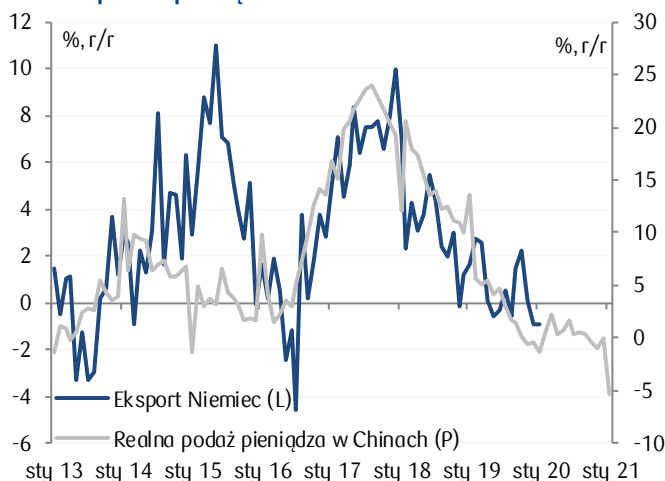
#### Urszula Kryńska

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

#### Michał Rot

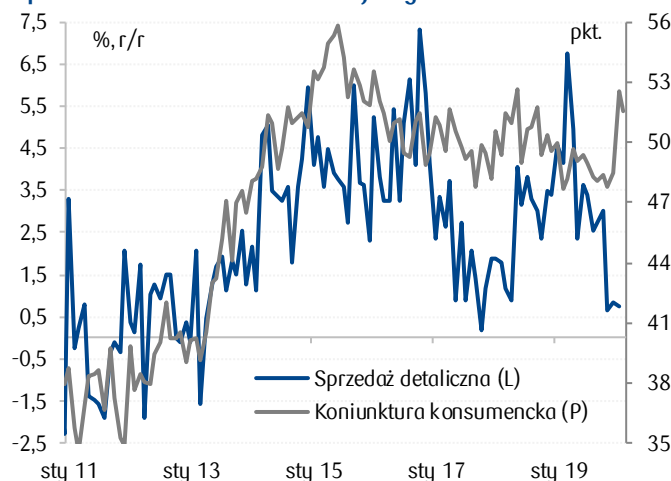
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

#### Realna podaż pieniądza M1 w Chinach



Źródło: Reuters Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Sprzedaż detaliczna w Wielkiej Brytanii



spadku cen ropy naftowej (więcej w Makro Flashu „[Styczeń nie zmroził przemysłu](#)”).

- **POL:** [Opis dyskusji na posiedzeniu RPP w lutym potwierdził nasze oczekiwania co do reakcji Rady na przyspieszenie inflacji na przełomie 2019/2020](#). Zdaniem RPP ma ono charakter podażowo-regulacyjny i jest tymczasowe, co implikuje, że nie trzeba na nie reagować. Jednocześnie w coraz większym stopniu Rada obawia się o koniunkturę, co może wskazywać na wzrost prawdopodobieństwa obniżki stóp. W perspektywie najbliższych miesięcy, gdy dynamika aktywności gospodarczej może być najniższa w mini-cykle, redukcja stóp jest bardzo mało prawdopodobna, gdyż inflacja wyraźnie przekracza cel NBP. Z publikacją *minutes* zbiegło się w ujawnienie wyników głosowań RPP ze stycznia. Obniżyć stopy o 25pb chciał jedynie E.Łon, podczas gdy za podwyżkę o 15pb opowiedzieli się E.Gatnar, K. Zubelewicz oraz Ł.Hardt. Ten ostatni wyjaśnił, że podwyżka stóp o 15 pb. miałaby głównie charakter komunikacyjny, wzmacniający wiarygodność polityki RPP i ograniczający oczekiwania inflacyjne. Uważamy, że trójka jastrzębi może w marcu poprzeć kolejny wniosek o podwyżkę, ale ponownie nie uzyska on większości. Z kolei E.Łon zapowiedział, że będzie składał wnioski o obniżkę stóp dopóty, dopóki PMI nie powróci powyżej 50 pkt.
- **EUR:** [Minutes](#) z posiedzenia EBC utrzymały dotychczasowy obraz tego, co dzieje się w banku centralnym z Frankfurtu. Pomimo zauważonego spadku niepewności dotyczącej sytuacji w handlu międzynarodowym, bilans czynników ryzyka dla prognoz banku pozostał negatywny. Wskazano na konieczność kontynuacji obecnej, luźnej polityki, tym bardziej, że rynkowe i ankietowe wskaźniki oczekiwań inflacyjnych nadal sygnalizują ryzyko przedłużenia się okresu niskiej inflacji. Zauważono poprawę wskaźników nastrojów w gospodarce strefy euro, ale podkreślano konieczność zachowania ostrożności w komentowaniu tych danych. W dokumencie brak było odniesień do koronawirusa, co wskazuje na potencjalne pogorszenie perspektyw europejskiej gospodarki w marcowych prognozach. Wskazano również na narastanie ryzyka na rynkach aktywów (nieruchomości i akcji).
- **CHN:** Chiński bank centralny (PBOC) obniżył wczoraj roczną stopę kredytową o 10pb do 4,05%, a 5-letnią o 5pb do 4,75%. Polityka pieniężna w Państwie Środka będzie nadal łagodzona, aby wesprzeć dotkniętą epidemią gospodarkę.
- **CHN:** Tempo wzrostu podaży pieniądza M1 w styczniu wyhamowało do 0,0% r/r (z 4,4% r/r w grudniu). Chociaż nastąpiło to głównie na skutek efektów sezonowych (chiński nowy rok), to i tak wskazuje na wyhamowywanie chińskiej gospodarki jeszcze przed wybuchem epidemii koronawirusa.
- **POL:** A.Głapiński napisał, że ostatnie wybicia inflacji są spowodowane czynnikami spoza krajowej polityki pieniężnej i są szokami podażowymi. Jego zdaniem wraz z wygaśnięciem wpływu podażowych czynników na dynamikę cen oraz oczekiwanym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego inflacja wyhamuje do 2,5% w 2021.
- **POL:** Podczas posiedzenia senackiej komisji budżetu i finansów publicznych R.Kokoszyczyński (wiceprezes banku centralnego) powiedział, że NBP zakłada, iż przyspieszenie inflacji na przełomie roku ma charakter przejściowy i w związku z tym nie wymaga gwałtownego przeciwdziałania.
- **USA:** Indeks Philadelphia Fed w lutym niespodziewanie wzrósł do 36,7 pkt. z 17,0 pkt. w styczniu, sugerując, że przemysłowcy na wschodnim wybrzeżu USA nie tylko nie boją się skutków epidemii koronawirusa dla światowej gospodarki, ale jednocześnie uważają, że wraz ze wstępną umową handlową rozpoczyna się dla nich okres ekspansji.
- **UK:** Sprzedaż detaliczna w Wielkiej Brytanii w styczniu odbiła (0,9% m/m vs -0,6% m/m w grudniu), Pozytywny wydzźwięk odczytu może przesunąć decyzję BoE o obniżce stóp w Wielkiej Brytanii.

#### Znalezione w sieci:

- Wykorzystanie robotów we francuskich firmach zwiększa produktywność, ale obniża udział czynnika pracy w produkcji (NBER): [Competing with Robots: Firm-Level Evidence from France](#)
- Ceny nieruchomości rosną globalnie, jednak nie na wszystkich rynkach są one oderwane od fundamentów (BIS): [Property price dynamics: domestic and](#)

## [international drivers.](#)

- Firmy zasobne w gotówkę dużo lepiej przetrwały kryzys finansowy (Bank Underground): [All you need is cash.](#)
- Szara strefa w Polsce w 2018 stanowiła 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.](#)

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 14 lutego</b>						
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.	
<b>Wtorek, 18 lutego</b>						
GER: Indeks instytutu ZEW (lut)	11:00	26,7 pkt.	20,0 pkt.	--	8,7 pkt.	Obawy o negatywne skutki epidemii koronawirusa przyczyną pogorszenia nastrojów ekspertów rynkowych.
<b>Środa, 19 lutego</b>						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	6,2% r/r	6,8% r/r	7,8% r/r	7,1% r/r	Podwyżka płacy minimalnej tylko nieznacznie podniosła temperaturę na krajowym rynku pracy.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	2,6% r/r	2,2% r/r	1,2% r/r	1,1% r/r	
UK: Inflacja CPI (sty)	10:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	1,8% r/r	Przyspieszenie inflacji, chociaż prawdopodobnie jest tymczasowe, studzi oczekiwania na obniżki stóp.
UK: Inflacja bazowa (sty)	10:30	1,4% r/r	1,5% r/r	--	1,6% r/r	
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty)	14:30	1,626 mln	1,4 mln	--	1,567 mln	Amerykańska gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, ale przy ponownie rosnących zagrożeniach dla światowej gospodarki Fed nie może ostatecznie zamknąć kwestii obniżek stóp.
USA: Inflacja PPI (sty)	14:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	2,1% r/r	
USA: Minutes Fed (sty)	20:00	--	--	--	--	
<b>Czwartek, 20 lutego</b>						
POL: Produkcja przemysłowa (sty)	10:00	3,8% r/r	0,3% r/r	-2,5% r/r	1,1% r/r	Wyniki produkcji przemysłowej za styczeń zaskoczyły pozytywnie a ich optymistyczną wymowę wzmacnia także struktura wzrostu, w tym rola sektora przetwórczego.
POL: Inflacja PPI (sty)	10:00	1,0% r/r	1,0% r/r	0,7% r/r	0,8% r/r	
<b>Piątek, 21 lutego</b>						
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	--	
EUR: Inflacja HICP (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	Nikła presja inflacyjna oznacza, że EBC musi rozważyć kolejne działania stymulujące gospodarkę.
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	--	--	

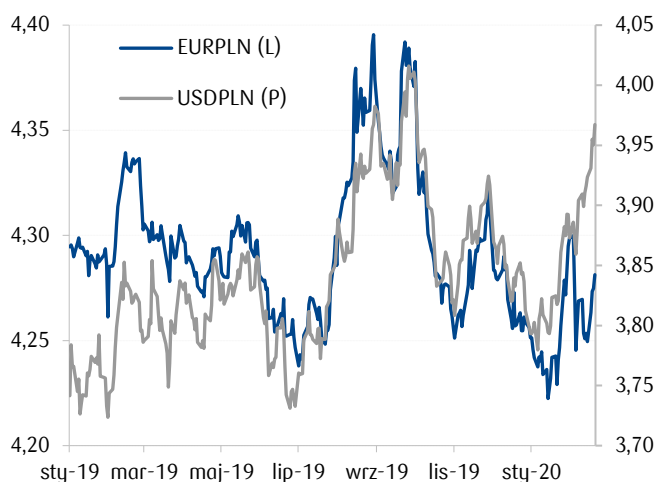
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. \*sprzed publikacji szacunku flash.

## Podstawowe dane rynkowe

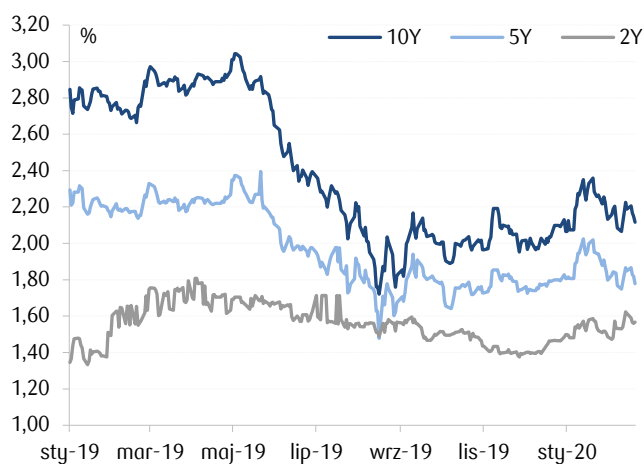
		Wartość 2020-02-20	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2813	0,15%	0,66%	0,82%
	USDPLN	3,9629	0,05%	1,08%	3,08%
	CHFPLN	4,0339	0,16%	0,66%	1,70%
	GBPPLN	5,1102	0,12%	0,02%	1,39%
	EURUSD	1,0804	0,10%	-0,41%	-2,19%
	EURCHF	1,0614	0,00%	0,00%	-0,86%
	GBPUSD	1,2880	-0,56%	-1,34%	-1,83%
	USDJPY	112,09	1,03%	2,07%	2,49%
	EURCZK	25,05	0,36%	0,66%	-0,34%
EURHUF	338,14	0,37%	0,12%	0,44%	
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1,57	1	-6	3
	PL5Y	1,78	-4	-9	-17
	PL10Y	2,12	-3	-11	-14
	DE2Y	-0,64	0	1	-3
	DE5Y	-0,63	-1	-3	-6
	DE10Y	-0,44	-3	-6	-13
	US2Y	1,40	-3	-5	-12
	US5Y	1,37	-4	-7	-19
US10Y	1,53	-5	-9	-21	
<b>Akcje</b>	WIG20	2099,9	-0,7%	-1,0%	-2,3%
	S&P500	3373,2	-0,4%	0,0%	1,4%
	Nikkei**	23386,7	-0,4%	-1,9%	-1,7%
	DAX	13664,0	-0,9%	-0,6%	2,1%
	VIX	15,56	8,2%	10,0%	19,9%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	59,4	0,0%	5,6%	-4,0%
	Złoto	1621,2	0,9%	2,9%	3,7%

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

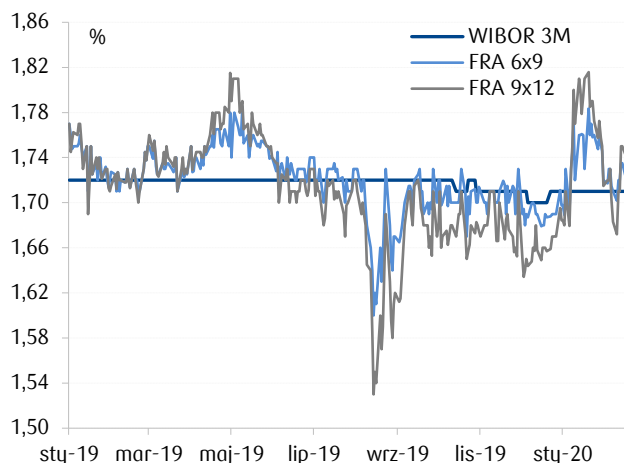
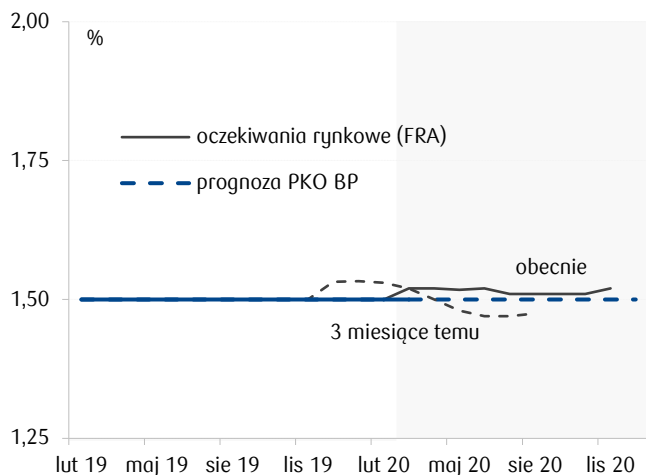


## Rentowności polskich obligacji skarbowych



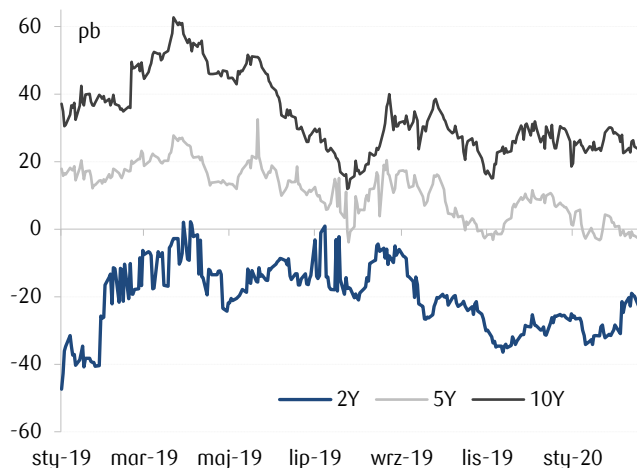
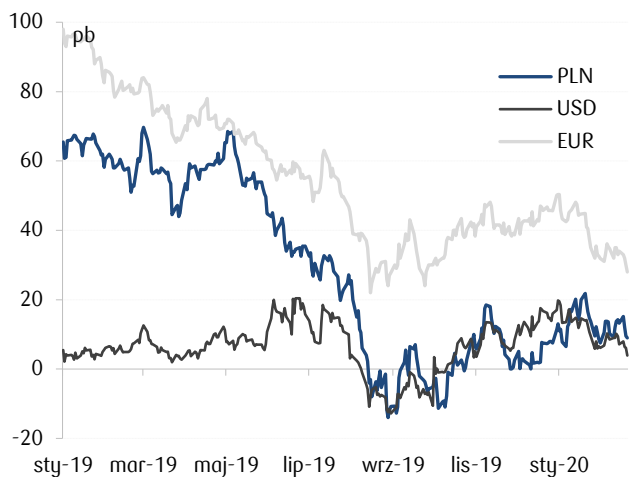
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe

Krótkoterminowe stopy procentowe



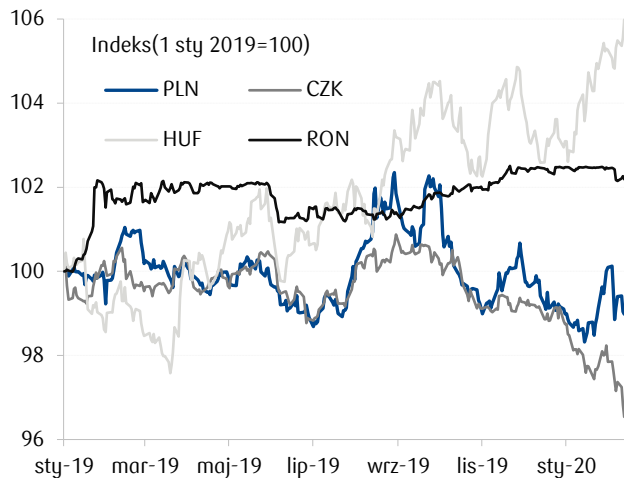
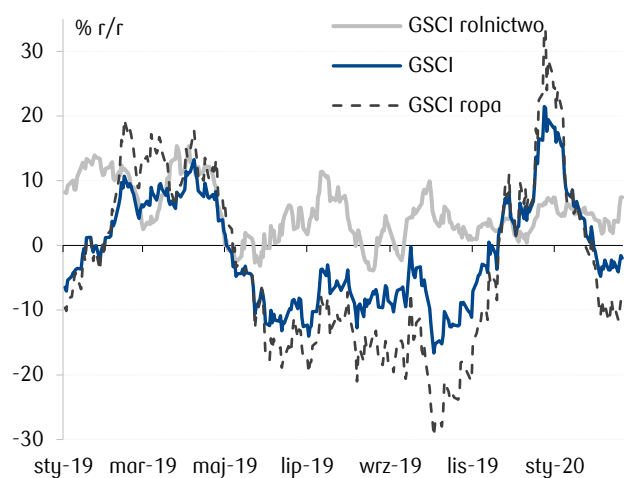
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*

Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN

Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



## 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](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska [marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl) 22 521 67 97  
dr Marcin Czaplicki, CFA [marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl) 22 521 54 50  
Urszula Kryńska [urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl) 22 521 51 32  
dr Michał Rot [michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl) 22 580 34 22

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl) 22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek [agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl) 22 521 81 22  
dr Mariusz Dziwulski [mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl) 22 521 81 88  
Michał Koleśnikow [michal.kolesnikow@pkobp.pl](mailto:michal.kolesnikow@pkobp.pl) 22 521 81 23  
Piotr Krzysztofik [piotr.krzysztofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzysztofik@pkobp.pl) 22 521 81 25  
Wojciech Matysiak [wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl) 22 521 51 80  
Katarzyna Piętka-Kosińska [katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl) 22 521 65 15  
Filip Romanowski [filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl) 22 521 87 39  
Anna Senderowicz [anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl) 22 521 81 24

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki [marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl) 22 521 72 24

**Materiał zatwierdził(a):** Piotr Bujak

#### 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.