

### Nie dla podwyżki, nie dla obniżki

#### Dziś w centrum uwagi:

- Konsensus oczekuje poprawy indeksów PMI z Niemiec i strefy euro za styczeń po tym jak w relacjach USA – Chiny nastąpiła odwilż, a także utrzymania wysokiego odczytu PMI w USA (w kontraście do ISM).
- Na krajowym podwórku dane o **grudniowej podaży pieniądza** rzucą więcej światła na dynamikę kredytów, która wyraźnie wyhamowała w listopadzie.

#### Przegląd wydarzeń:

- **POL: Sprzedaż detaliczna (realna) w grudniu wzrosła o 5,7% r/r** (wobec 5,2% r/r w listopadzie, PKO: 5,0%; kons.: 5,8%). Opublikowane równoległe słabsze dane o koniunkturze konsumenckiej potwierdzają, że słabnący trend sprzedaży będzie kontynuowany (więcej w Makro Flash: [Święta nie pomogły sprzedaży](#)).
- **EUR: Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych.** Komunikat po posiedzeniu Rady Prezesów nie uległ dużym zmianom, aczkolwiek uwagę zwraca nieco bardziej jastrzębia ocena inflacji - EBC widzi umiarkowane umocnienie presji inflacyjnej. Bank rozpoczął prace nad rewizją swojej strategii co oznacza, że jego kolejne posiedzenia mogą przejść pod znakiem nastawienia *wait and review* (więcej w Makro Flash: [Więcej zieleni we Frankfurcie](#)).
- **POL: Wg minutes RPP** reakcją jastrzębich członków Rady na zaskakujące przyspieszenie inflacji w grudniu był wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 15pb (publiczne wypowiedzi sugerują, że złożył go E.Gatnar). Nieustająco składany wniosek o obniżkę stóp o 25pb (autorem zapewne ponownie był E.Łon) został także odrzucony, a większość członków Rady opowiedziała się za stabilizacją stóp procentowych. Wymowa minutes nie zmienia naszego dotychczasowego scenariusza bazowego dla stóp NBP.
- **NOR: Norges Bank (NB) nie zmienił stóp procentowych** (główna stopa: 1,50%) Posiedzeniu nie towarzyszyła publikacja nowych prognoz, NB opublikował jedynie komunikat po posiedzeniu. Stwierdził w nim, zgodnie z oczekiwaniami, że na razie nie spodziewa się zmian stóp. Nowością można nazwać to, że nad polityką pieniężną obradował po raz pierwszy [Komitet Polityki Pieniężnej i Stabilności Finansowej](#). Nie zmienia to jednak istotnie układu sił w kształtowaniu polityki pieniężnej (3 członków NB, 2 zewnętrznych), ale może wzbogacić dyskusję o stopach procentowych o elementy polityki makroostrożnościowej (i pośrednio wynikający z niej *reversal interest rate*).

#### 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

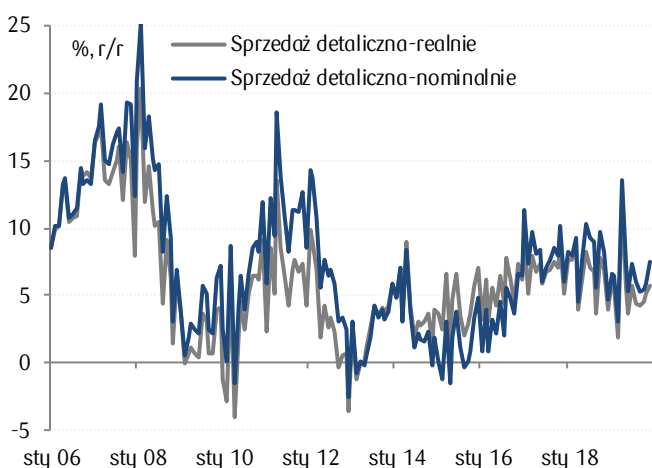
#### Urszula Kryńska

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

#### Michał Rot

Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

#### Krajowa sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Bloomberg, PKO Bank Polski.

#### Oczekiwania inflacyjne w strefie euro



- **UK:** Brytyjska królowa zaakceptowała ustawę o brexicie, która tym samym weszła w życie, pieczętując wystąpienie Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej z końcem stycznia.

#### Znalezione w sieci:

- Państwa UE tracą miliardy (nawet 13% wpływów CIT) w związku ze sztucznym przesuwaniem zysków pomiędzy krajami i unikaniem opodatkowania, (PIE): [Tax unfairness in the European Union Towards greater solidarity in fighting tax evasion.](#)
- Kolejny głos w rozważaniach o wpływie kapitału zagranicznego w sektorze bankowym na wzrost gospodarczy (Applied Economic Letters): [Foreign-owned banks and foreign trade in CESEE countries – a growth enhancing duo?](#)
- Zmiany klimatu mogą wywołać kryzys systemowy (Bloomberg): [‘Green Swan’ Climate Event Could Trigger Global Financial Crisis, BIS Warns](#), oryginalne opracowanie (BIS): [The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change.](#)
- Długookresowy wpływ polityki pieniężnej na wydajność w gospodarce potwierdzony empirycznie (NBER): [The Long-Run Effects of Monetary Policy.](#)
- Niepewność dotycząca polityki ogranicza globalną wymianę handlową (voxeu.org): [How policy uncertainty hurt world trade in 2019.](#)

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 17 stycznia</b>						
CHN: Wzrost PKB (4q)	3:00	6,0% r/r	6,0% r/r	--	6,0% r/r	Stabilizacja wzrostu w Chinach pomimo napięć handlowych osiągnięta dzięki wydatkom na infrastrukturę.
EUR: Inflacja HICP (gru, rew.)	11:00	1,0% r/r	1,3% r/r	--	1,3% r/r	Wzrost inflacji to efekt odwrócenia spadków cen energii. Inflację zaniżają towary pozażywnościowe.
EUR: Inflacja bazowa (gru, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,3% r/r	--	1,3% r/r	Niskie stopy i dobra sytuacja na rynku pracy ponownie napędzają popyt na rynku nieruchomości.
USA: Rozpoczęte budowy domów (gru)	14:30	1375 tys.	1370 tys.	--	1608 tys.	Za spadkiem stały problemy w sektorze motoryzacyjnym, a także ciepła zima, która obniżyła produkcję w sekt. użyteczności publ.
USA: Produkcja przemysłowa (gru)	15:15	0,8% m/m	0,1% m/m	--	-0,3% m/m	Styczeń nie przyniósł wymiernych zmian w nastrojach konsumentów - nadal dominuje optymizm.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, wst.)	16:00	99,3 pkt.	99,0 pkt.	--	99,1 pkt.	
<b>Poniedziałek, 20 stycznia</b>						
Brak publikacji kluczowych danych						
<b>Wtorek, 21 stycznia</b>						
JAP: Posiedzenie BoJ (sty)	--	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	BoJ nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, jednak podniósł prognozy PKB na 2020, co należy wiązać z ogłoszeniem pakietu fiskalnego.
POL: Płace w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	5,3% r/r	6,1% r/r	6,3% r/r	6,2% r/r	Widoczne w ostatnich miesiącach wyhamowanie dynamiki płac to cisza przed burzą, która może nastąpić w styczniu, wraz ze wzrostem płacy minimalnej.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	2,6% r/r	2,6% r/r	2,6% r/r	2,6% r/r	Odbicie produkcji w dziale infrastruktura nie jest sygnałem odwrócenia negatywnych tendencji.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru)	10:00	-4,7% r/r	0,6% r/r	0,0% r/r	-3,3% r/r	Wyraźna poprawa oczekiwań analityków i inwestorów nie zawsze przekłada się na lepsze odczyty danych makro.
GER: Indeks instytutu ZEW (sty)	11:00	10,7 pkt.	15,1 pkt.	--	26,7 pkt.	
<b>Środa, 22 stycznia</b>						
POL: Produkcja przemysłowa (gru)	10:00	1,4% r/r	6,0% r/r	5,3% r/r	3,8% r/r	Odsezonowana produkcja wyhamowała pod koniec 2019, przy wciąż silnych branżach eksportowych.
POL: Inflacja PPI (gru)	10:00	-0,1% r/r	0,9% r/r	0,9% r/r	1,0% r/r	Ceny paliw i niższa baza sprawiły, że ceny producentów są ponownie na plusie.
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru)	16:00	5,35 mln	5,42 mln	--	5,54 mln	Rekordowo niskie stopy procentowe zachęcają do zakupu domów, pomimo kurczącej się podaży.
<b>Czwartek, 23 stycznia</b>						
NOR: Posiedzenie Norges Banku (sty)	10:00	1,50%	1,50%	--	1,50%	Polityka makroostrożnościowa może na stałe zagościć w dyskusji o stopach.
POL: Sprzedaż detaliczna (gru)	10:00	5,2% r/r	5,8% r/r	5,0% r/r	5,7% r/r	Grudniowe dane potwierdziły, że trend wzrostowy sprzedaży jest coraz słabszy.
EUR: Stopa refinansowa EBC (sty)	13:45	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Komunikat po posiedzeniu Rady Prezesów nie uległ dużym zmianom, aczkolwiek uwagę zwraca nieco bardziej jastrzębia ocena inflacji: EBC widzi umiarkowane umocnienie presji inflacyjnej.
POL: Minutes RPP (sty)	14:00	--	--	--	--	Większość Rady za stabilizacją stóp procentowych pomimo wniosków zarówno o podwyżkę, jak i obniżkę.
<b>Piątek, 24 stycznia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	43,7 pkt.	44,5 pkt.	--	--	Złagodzenie napięć handlowych powinno prowadzić do dalszej odwilży w zamówieniach eksportowych.
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	46,3 pkt.	46,8 pkt.	--	--	Uwagę przyciągnie m.in. dynamika kredytów, która wyraźnie wyhamowała w listopadzie.
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	9,4% r/r	9,1% r/r	9,1% r/r	--	Dywergencja pomiędzy wskazaniami PMI a ISM pogłębia się.
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	52,4 pkt.	--	--	--	

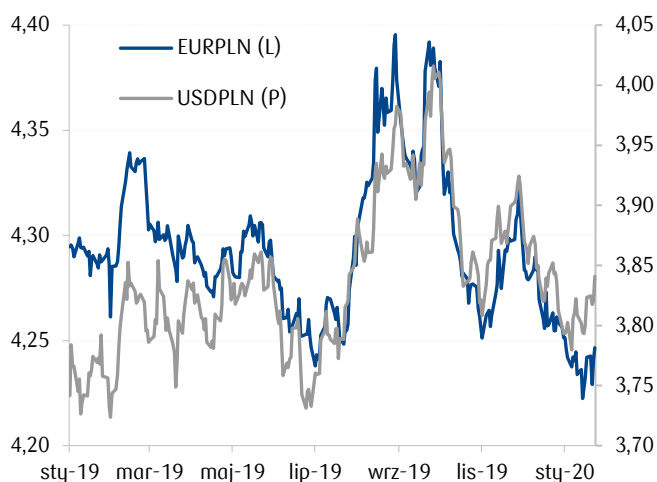
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.\*sprzed publikacji szacunku flash.

## Podstawowe dane rynkowe

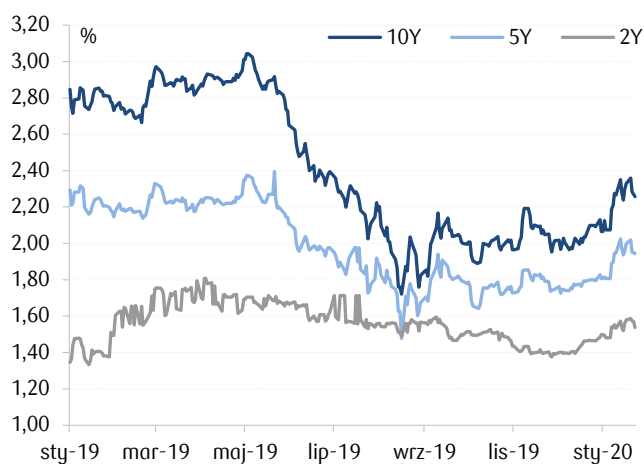
		Wartość 2020-01-23	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2466	0,13%	0,34%	-0,34%
	USDPLN	3,8446	0,41%	1,22%	0,13%
	CHFPLN	3,9666	0,50%	0,68%	1,39%
	GBPPLN	5,0403	0,39%	1,42%	1,11%
	EURUSD	1,1046	-0,27%	-0,86%	-0,48%
	EURCHF	1,0706	-0,36%	-0,34%	-1,71%
	GBPUSD	1,3120	-0,16%	0,41%	0,92%
	USDJPY	109,37	-0,49%	-0,69%	-0,25%
	EURCZK	25,13	-0,01%	-0,09%	-1,24%
EURHUF	336,68	0,19%	0,65%	1,72%	
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1,54	-3	-2	7
	PL5Y	1,94	-1	-1	14
	PL10Y	2,26	-1	-4	16
	DE2Y	-0,60	-2	-1	4
	DE5Y	-0,57	-3	-5	-6
	DE10Y	-0,31	-5	-10	-7
	US2Y	1,52	-1	-5	-12
	US5Y	1,56	-2	-7	-17
US10Y	1,74	-3	-7	-17	
<b>Akcje</b>	WIG20	2148,4	0,1%	-1,2%	0,3%
	S&P500	3325,5	0,1%	0,3%	2,6%
	Nikkei**	23827,2	0,1%	-0,4%	-0,4%
	DAX	13388,4	-0,9%	-0,3%	0,7%
	VIX	12,98	0,5%	5,4%	2,6%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	63,4	0,0%	-2,4%	-5,9%
	Złoto	1563,9	0,4%	0,9%	4,3%

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

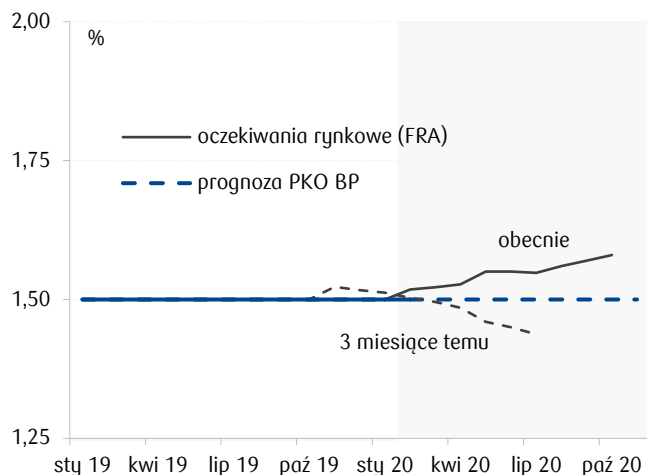
## Notowania złotego wobec głównych walut



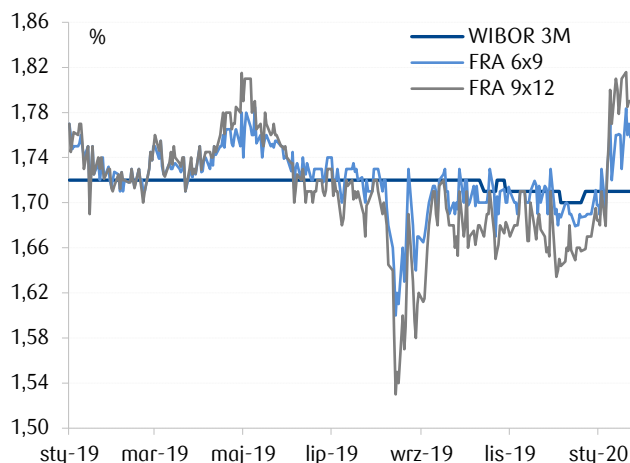
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



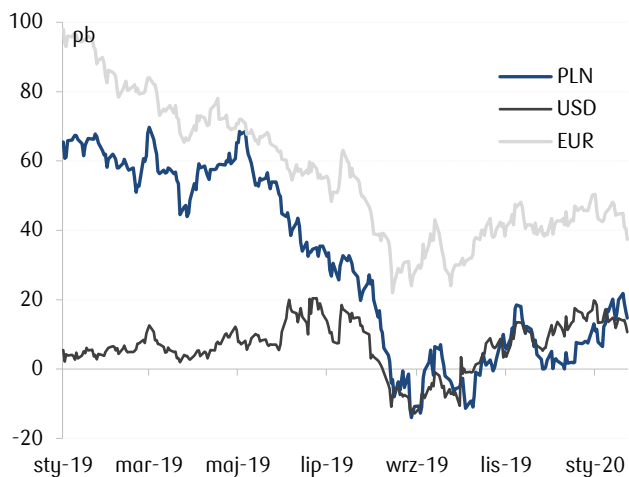
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



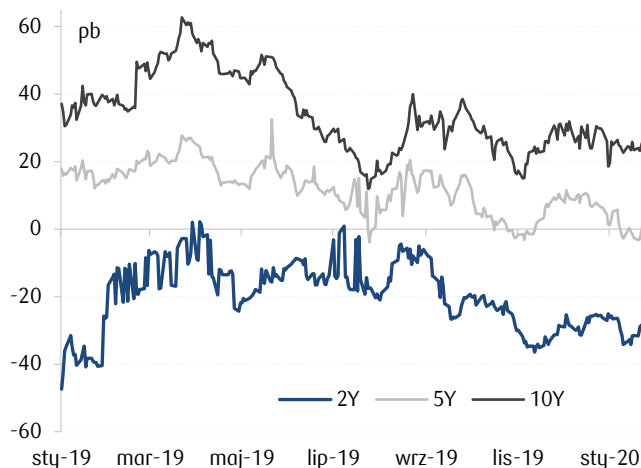
Krótkoterminowe stopy procentowe



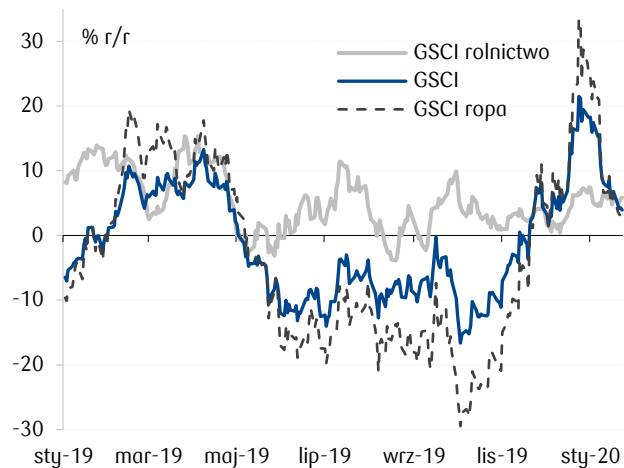
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



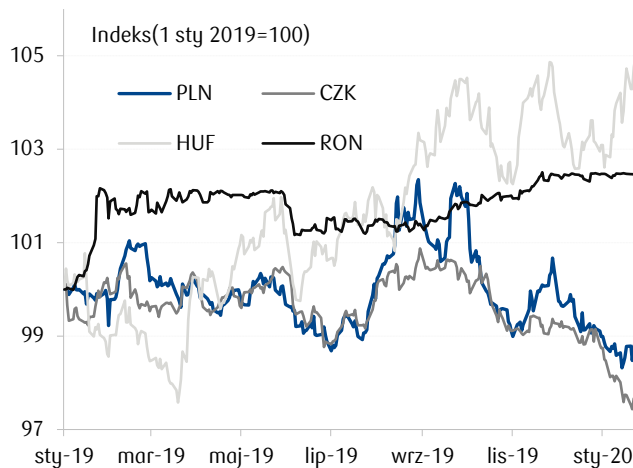
Spread asset swap dla PLN



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):** 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, 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.