

23 stycznia 2020

Przegląd w dwóch częściach

Dziś w centrum uwagi:

- **Wynik posiedzenia EBC** nie będzie zaskakujący (stabilizacja parametrów polityki pieniężnej), gdyż rozwój sytuacji w europejskiej gospodarce jest zgodny z oczekiwaniami banku. W centrum uwagi będzie **pierwszy od 2003 strategiczny przegląd narzędzi banku centralnego**. Według informacji agencji Bloomberg, przegląd zostanie podzielony na dwie części. Pierwsza obejmie podstawowy mandat EBC jakim jest stabilność cen i ma dotyczyć działalności EBC od 2003, w tym m.in. oceny struktury organizacyjnej, a także instrumentów i miar inflacji, z których bank korzysta. Z kolei druga część przeglądu będzie dotyczyć takich kwestii jak zmiany klimatu, stabilność systemu finansowego oraz polityka komunikacyjna.
- **Nasza prognoza krajowej sprzedaży detalicznej w grudniu jest niższa od konsensusu** (PKO: 5,0% r/r, kons.: 5,8% r/r). Dobre wyniki za listopad mogły wynikać m.in. ze strukturalnego trendu przesuwania zakupów świątecznych na wcześniej, co oznacza mniejszy potencjał dla wzrostu sprzedaży w grudniu. Czynnikiem o pozytywnym oddziaływaniu w grudniu była z kolei sprzedaż samochodów (dane o rejestracjach sugerują wyraźny wzrost sprzedaży przed wprowadzeniem opłaty emisyjnej w 2020).
- **Wymowa minutes z posiedzenia RPP w grudniu** pokaże reakcję „jastrzębich” członków Rady na zaskakujące przyspieszenie inflacji. Oceny „gołębi” poznaliśmy już podczas konferencji prasowej po posiedzeniu.
- **Wynik posiedzenia Norges Bank** wg nas nie przyniesie zmian stóp procentowych.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Produkcja sprzedana przemysłu w grudniu wzrosła o 3,8% r/r, słabiej od prognoz (PKO: 5,3% r/r; konsensus: 6,0% r/r). Po odsezonowaniu produkcja zwiększyła się o 2,1% r/r wobec 5,4% r/r w listopadzie. Końcówka roku w sektorze przemysłowym przyniosła większe od oczekiwań pogorszenie dynamiki aktywności. W grudniu wzrosty produkcji odnotowano w 24 z 34 działów przemysłu. Nadal dobrze radziły sobie branże eksportowe. Dane o produkcji, wraz ze spadkiem produkcji budowlano-montażowej, implikują, że wzrost PKB w 4q19 obniżył się wobec 3,9% r/r w 3q19 (więcej w Makro Flash: [Transport napędza przemysł](#)).
- **POL:** W styczniu nastąpiła zauważalna poprawa koniunktury w przetwórstwie przemysłowym. Publikowany przez GUS wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury wzrósł do 3,2 pkt. z -4,5 pkt. w grudniu, a po odsezonowaniu wyniósł 4,5 pkt. wobec

Główny Ekonomista

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

Zespół Analiz Makroekonomicznych
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

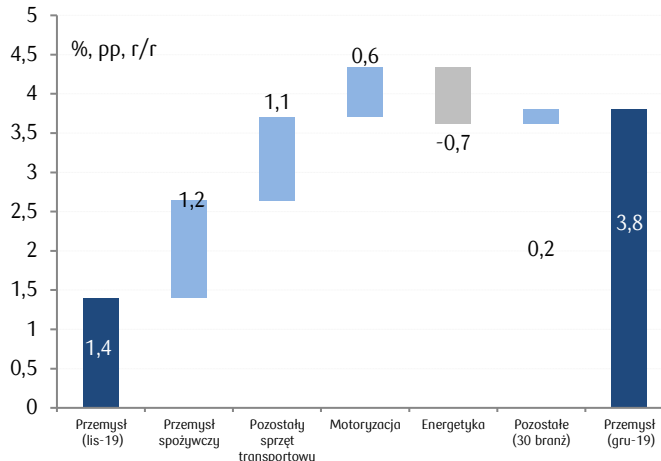
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Produkcja przemysłowa vs wskaźnik koniunktury



Źródło: GUS, Macrobond PKO Bank Polski.

Dekompozycja zmiany dynamiki produkcji przemysłowej



0,8 pkt. przed miesiącem. W porównaniu z końcem ubiegłego roku poprawiła się też (w ujęciu sa) koniunktura w handlu hurtowym, transporcie, informacji i komunikacji. Pewnemu pogorszeniu uległy oceny dla handlu detalicznego (rozszerzenie zakazu handlu w niedzielę), a także dla zakwaterowania i gastronomii oraz budownictwa.

- **POL:** Premier M.Morawiecki zapowiedział, że **rząd nie zamierza podejmować działań w związku z walutowymi kredytami hipotecznymi**. Dodał, że zawiązywane przez banki rezerwy z tytułu tych kredytów nie doprowadzą do destabilizacji sektora finansowego.
- **UK:** Brytyjski parlament uchwalił tzw. ustawę o brexicie. Regulacja, która jest niezbędna, by 31 stycznia Wielka Brytania oficjalnie opuściła UE, musi teraz zostać podpisana przez królową.
- **ŚWIAT:** Podczas panelu dyskusyjnego w Davos amerykański sekretarz skarbu S.Mnuchin powiedział, że **reakcją na arbitralne nakładanie podatków na amerykańskie firmy cyfrowe może być arbitralne nakładanie podatków na firmy samochodowe działające w USA**. W jego ocenie podatek cyfrowy, który został zapowiedziany przez Francję, jest dyskryminujący w swojej naturze. Takie zarzuty oddawał francuski minister finansów B.Le Maire, stwierdzając, że poza amerykańskimi firmami, płacić go podmioty z Chin i UE. Francja jest jednak gotowa na ustępstwa w tej sprawie. Zgodziła się opóźnić wprowadzenie podatku do końca roku w zamian za to USA odroczyły wprowadzenie ceł na produkty europejskiej motoryzacji.
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w USA w grudniu wzrosła do 5,54 mln (w ujęciu rocznym) wobec 5,35 mln w listopadzie i była wyższa od oczekiwań. Odczyt za grudzień był najlepszy od 2 lat i nastąpił po spadku w listopadzie spowodowanym przez ograniczoną podaż. Przy utrzymaniu obecnego tempa, wszystkie domy na rynku zostałyby sprzedane w ciągu 3 miesięcy, co jest najkrótszym okresem od 2 dekad. Rekordowo niskie stopy Fed zachęcają do zakupu domów, przy ograniczonej podaży.
- **ITA:** Szef MSZ Włoch Luigi Di Maio zrezygnował z funkcji lidera Ruchu Pięciu Gwiazd, w reakcji na słabnące notowania ugrupowania i odejścia parlamentarzystów. Rezygnacja zwiększa obawy o przedterminowe wybory, w których szansę na wygraną ma skrajnie prawicowa Liga.

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](#)
- Wzrost cen nieruchomości w Wielkiej Brytanii w ostatnich 30 latach może być wyjaśniony przez spadek stopy wolnej od ryzyka oraz wzrost realnych dochodów (Bank Underground): [What’s been driving long-run house price growth in the UK?](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 17 stycznia						
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.	
Poniedziałek, 20 stycznia						
Brak publikacji kluczowych danych						
Wtorek, 21 stycznia						
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.	
Środa, 22 stycznia						
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.
Czwartek, 23 stycznia						
NOR: Posiedzenie Norges Banku (sty)	10:00	1,50%	1,50%	--	--	Posiedzenie bez konferencji prasowej i aktualizacji prognoz nie przyniesie zmian stóp.
POL: Sprzedaż detaliczna (gru)	10:00	5,2% r/r	5,8% r/r	5,0% r/r	--	Dobre wyniki za listopad mogły wynikać m.in. z wcześniejszych zakupów świątecznych, co oznacza mniejszy potencjał do wzrostu w danych za grudzień.
EUR: Stopa refinansowa EBC (sty)	13:45	0,00%	0,00%	0,00%	--	Bieżące trendy gospodarcze pokrywają się z oczekiwaniami EBC, w centrum uwagi znajdzie się więc nie tyle obecne spojrzenie EBC na politykę pieniężną, co szczególnie planowanego przez bank strukturalnego przeglądu.
POL: Minutes RPP (sty)	14:00	--	--	--	--	Wymowa minutes z dyskusji RPP prowadzonej po silnym wzroście inflacji CPI za gru. może być bardziej jastrzębia, niż konferencja prasowa bezpośrednio po posiedzeniu.
Piątek, 24 stycznia						
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.	--	--	--	

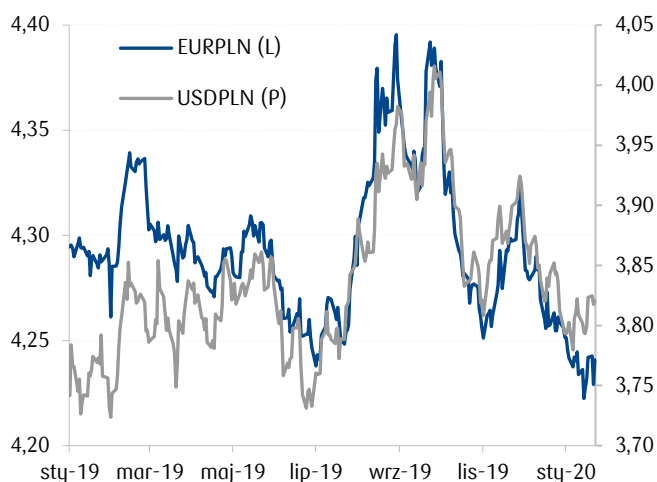
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

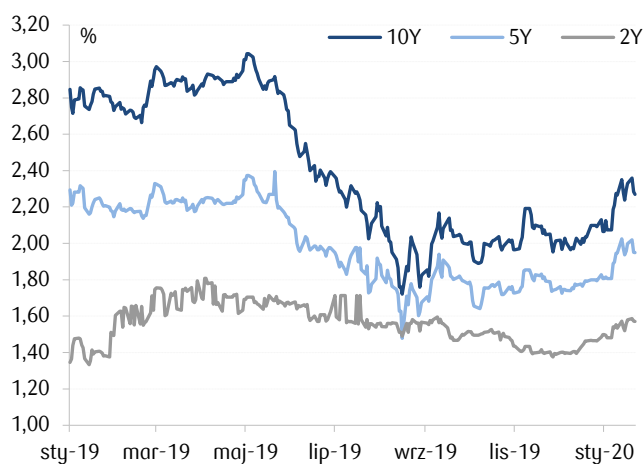
		Wartość 2020-01-22	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2409	0,28%	0,33%	-0,32%
	USDPLN	3,8291	0,48%	1,01%	-0,19%
	CHFPLN	3,9470	0,23%	0,48%	0,87%
	GBPPLN	5,0209	0,78%	1,52%	0,78%
	EURUSD	1,1076	-0,20%	-0,68%	-0,13%
	EURCHF	1,0745	0,05%	-0,16%	-1,19%
	GBPUSD	1,3141	0,62%	0,89%	1,37%
	USDJPY	109,91	0,00%	-0,08%	0,52%
	EURCZK	25,14	0,24%	0,09%	-1,48%
	EURHUF	336,05	0,45%	0,91%	1,10%
Obligacje	PL2Y	1,57	0	5	11
	PL5Y	1,95	0	1	15
	PL10Y	2,27	-1	3	17
	DE2Y	-0,59	-1	1	5
	DE5Y	-0,54	-1	-3	-3
	DE10Y	-0,26	-1	-5	-2
	US2Y	1,53	-1	-4	-11
	US5Y	1,58	0	-3	-15
	US10Y	1,77	0	-2	-14
Akcje	WIG20	2146,6	-0,5%	-0,9%	0,2%
	S&P500	3321,8	0,0%	1,0%	3,1%
	Nikkei**	23800,4	-1,0%	-0,5%	0,1%
	DAX	13515,8	-0,3%	0,6%	1,6%
	VIX	12,91	0,5%	3,9%	1,9%
Surowce	Ropa Brent	64,7	0,0%	1,2%	-3,9%
	Złoto	1557,6	0,0%	0,5%	3,9%

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

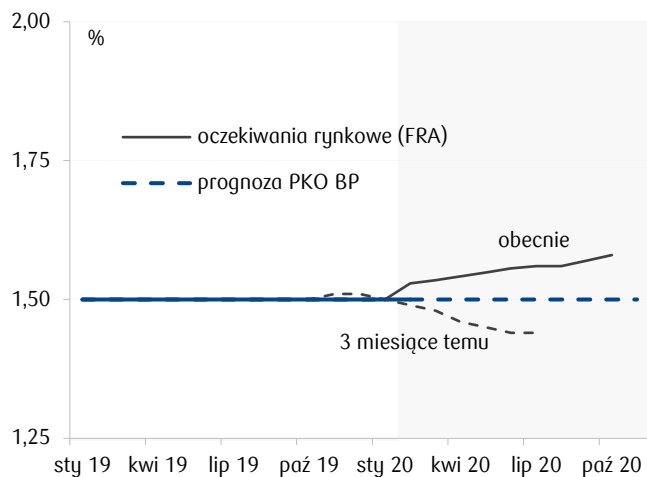
Notowania złotego wobec głównych walut



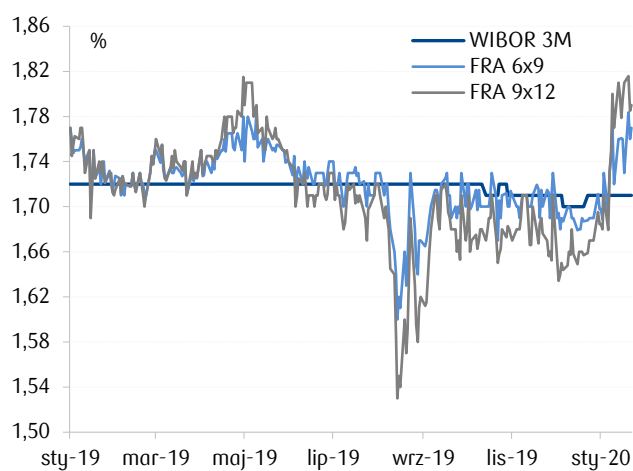
Rentowności polskich obligacji skarbowych



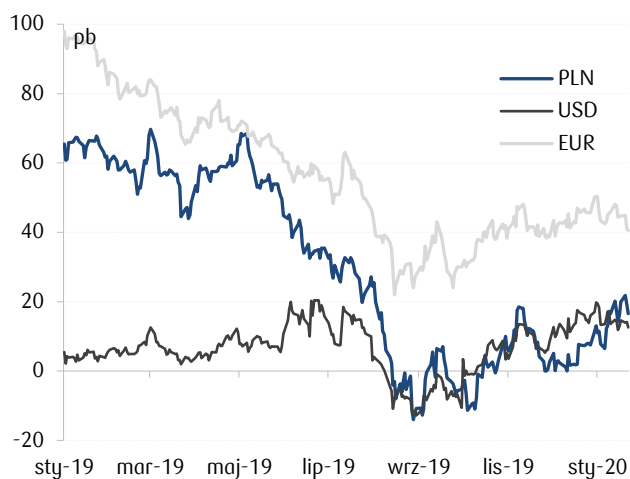
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



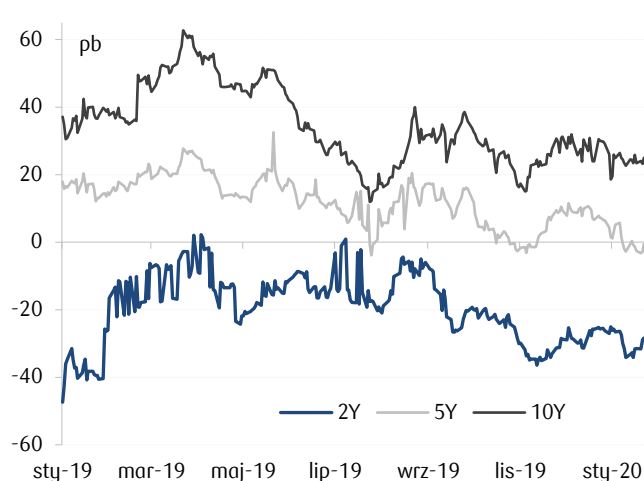
Krótkoterminowe stopy procentowe



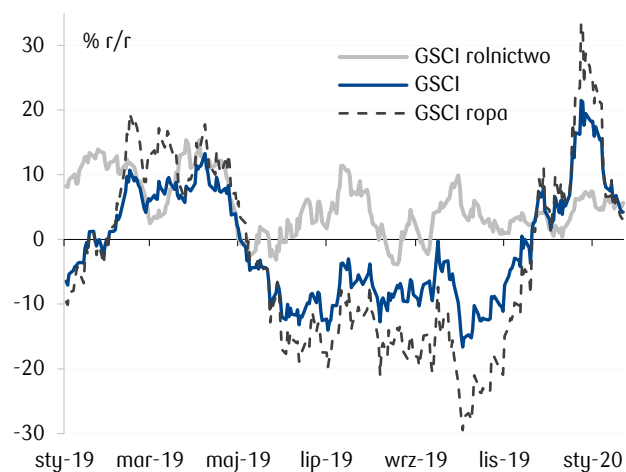
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



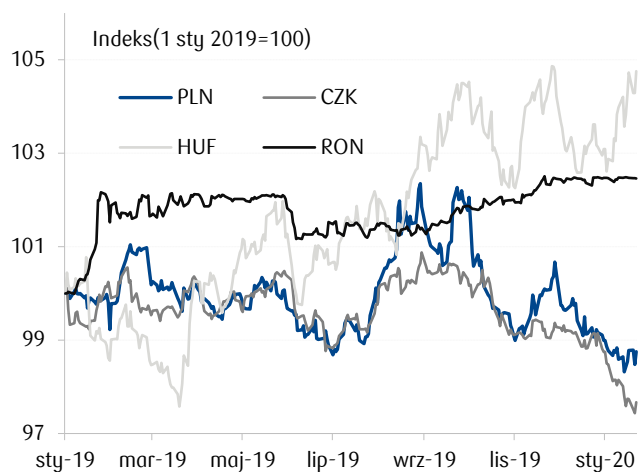
Spread asset swap dla PLN



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

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 marta.petka-zagajewska@pkobp.pl 22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA marcin.czaplicki@pkobp.pl 22 521 54 50
Urszula Kryńska urszula.krynska@pkobp.pl 22 521 51 32
dr Michał Rot michal.rot@pkobp.pl 22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

analizy.sektorowe@pkobp.pl 22 521 81 22

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

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki 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.