

## Szczęśliwego Nowego Roku!

### W piątek i poniedziałek w centrum uwagi:

- **Początek miesiąca tradycyjnie upływa w rytm wstępnych odczytów inflacyjnych i danych o koniunkturze.** Nie inaczej będzie dziś, oraz w wolny dla krajowego rynku poniedziałek.
- **Wstępne dane o grudniowej inflacji CPI w Niemczech** dadzą dziś podpowiedź co do cen żywności w regionie. Według nas odczyt potwierdzi, że ponownie plasują się one powyżej sezonowego wzorca.
- **Odczyt indeksu ISM dla amerykańskiego przemysłu** za grudzień pokaże naszym zdaniem, że oceny koniunktury zbliżają się do neutralnego poziomu 50 pkt, a to powinno wspierać FOMC w utrzymywaniu w najbliższych tygodniach nastawienia „wait and see”. Potwierdzeń o wejściu Fed w okres pauzowania mogą dostarczyć zaplanowane na dzisiejszy wieczór **wypowiedzi przedstawicieli amerykańskiego banku centralnego** (T.Barkin, L.Brainard, Ch.Evans, M.Daly) i **minutes** z grudniowego posiedzenia Rezerwy.
- **Poniedziałek przyniesie serię grudniowych (ostatecznych) odczytów indeksu PMI dla sektora usług w Europie** (dane m.in. dla strefy euro, Niemiec, Francji, Włoch), **a także w USA i Chinach.** Usługi w większości gospodarek pozostają sektorem stabilizującym koniunkturę, a wyniki za grudzień powinny pokazać, że ten korzystny dla lokalnych rynków pracy trend utrzymuje się. **Indeks Sentix dla strefy euro** będzie tymczasem pierwszym wskazaniem co do nastrojów inwestorów finansowych w Nowym Roku.

### Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Indeks PMI dla krajowego przetwórstwa wzrósł w grudniu do 48,0 pkt. z 46,7 pkt. w listopadzie (PKO: 47,0 pkt, konsensus: 46,9 pkt.). Za wzrostem indeksu stało przede wszystkim wyhamowanie spadku nowych zamówień i produkcji. Badanie PMI wskazuje także na poprawę prognoz przyszłej aktywności firm (więcej w Makro Flashu [Noworoczny powiew optymizmu](#)).
- **EUR:** Grudniowy PMI w strefie euro (46,3 pkt.) okazał się wyższy od wstępnego szacunku (45,9 pkt.), ale niższy niż przed miesiącem (46,9 pkt.), wskazując na przyspieszenie spadku produkcji i nowych zamówień pod koniec roku. Słabość branży przetwórczej jest nadal skoncentrowana w sektorach produkujących dobra inwestycyjne i pośrednie (produkcja towarów konsumpcyjnych nieznacznie wzrosła, po raz pierwszy od sierpnia). Ponownie, wg wskazań PMI, naj słabiej prezentują się Niemcy, gdzie wskaźnik wyniósł 43,7 pkt. (wobec 43,4 w odczycie flash i 44,1 przed

### 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

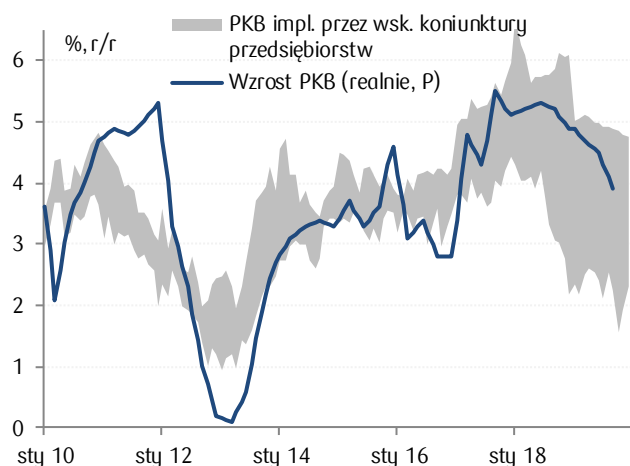
### Urszula Kryńska

Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

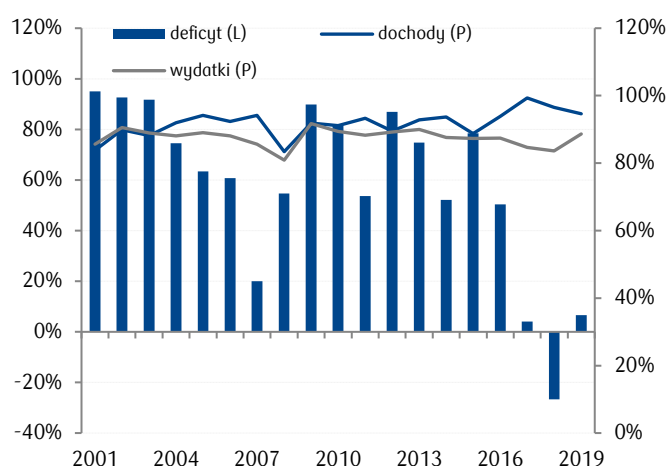
### Michał Rot

Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

### Wzrost PKB impl. ze wskaźników koniunktury



### Zaawansowanie głównych kategorii budżetowych sty.-lis.



miesiącem). Pozytywnym sygnałem może być poprawa subindeksu nowych zamówień zagranicznych, który wskazał na najniższy spadek zamówień eksportowych od początku ubiegłego roku. Spadek zatrudnienia był jednak najwyższym od początku 2013, co budzi niepokój w kontekście stabilności popytu konsumpcyjnego.

- **CHN: Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa w grudniu spadł do 51,5 pkt. z 51,8 pkt. w listopadzie**, ale piąty miesiąc z rzędu utrzymał się powyżej neutralnego progu 50 pkt. Za spadkiem indeksu stało osłabienie wzrostu nowych zamówień i produkcji. Odbicie komponentów cenowych indeksu sugeruje, że ocierające się o deflację procesy cenowe po stronie producentów powinny zacząć się normalizować.
- **USA: Indeks PMI dla amerykańskiego przetwórstwa w grudniu wyniósł 52,4 pkt. wobec 52,6 pkt. w listopadzie**. Niewielki spadek odzwierciedlał wyhamowanie tempa wzrostu produkcji. Co istotne, wg PMI, zarówno komponent produkcji jak i nowych zamówień utrzymuje się powyżej progu 50 pkt. sugerując kontynuację umiarkowanego ożywienia. Korzystnej bieżącej sytuacji towarzyszy jednak utrzymujący się sceptycyzm firm co do poziomu produkcji w przyszłości. Kreślony przez PMI obraz kondycji amerykańskiego przetwórstwa jest korzystniejszy niż wskazania dostarczane przez indeks ISM, który od sierpnia 2019 utrzymuje się (nieznacznie) poniżej progu 50 pkt.
- **POL: Wykrycie ogniska ptasiej grypy na fermie indyków na Lubelszczyźnie może paradoksalnie obniżyć presję inflacyjną w tym roku**. Doniesienia o ptasiej grypie prawdopodobnie zaowocują zakazem importu drobiu z Polski przez Chiny (i państwa z innych pozaeuropejskich kierunków eksportowych), co doprowadzi do wzrostu podaży drobiu w kraju.
- **POL: Minister rodziny M.Maląg powiedziała, że projekt ustawy o 14 emeryturze** niedługo trafi pod obrady rządu. Propozycja przewiduje, że 14 emerytura została by wypłacona w listopadzie 2021, a wypłata zależałaby od spełnienia kryterium dochodowego.
- **POL: 27 grudnia Ministerstwo Finansów opublikowało szacunkowe dane o wykonaniu budżetu państwa na koniec listopada 2019. Po 11 miesiącach 2019 deficyt budżetowy wyniósł 1,9 mld PLN** (wobec 3,1 mld PLN na koniec października) i stanowił 6,6% całorocznego planu. Dynamika dochodów w okresie sty.-lis. wyhamowała do 6,6% (z 7,6% w sty.-paź.), a wydatków minimalnie przyspieszyła do 11,0% r/r (z 10,9% r/r na koniec października). Zaawansowanie realizacji dochodów i wydatków w relacji do całorocznego planu wyniosło 94,7% i 88,6% (wobec 96,5% i 83,7% w 2018). Po stronie dochodowej utrzymuje się słabnąca dynamika wzrostu wpływów z VAT (5,8% r/r po listopadzie), podczas gdy wciąż dynamicznie rosną wpływy z CIT i PIT (odpowiednio o 16,2% r/r i 11,3% r/r po 11 miesiącach). Po stronie wydatkowej wyższe niż w 2018 zaawansowanie odzwierciedla m.in. większą dotację dla FUS (13-sta emerytura), ale także szybszy przepływ środków dla KRUS oraz dla samorządów.
- **USA: 31 grudnia D.Trump zapowiedział, że 15 stycznia podpisze pierwszą część porozumienia z Chinami**, a w późniejszym okresie uda się z wizytą do Chin, by rozpocząć negocjacje na temat kolejnego etapu umowy handlowej.

#### Znalezione w sieci:

- Podsumowanie 20 lat polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, istotne przed zbliżającym się przeglądem polityki banku (EBC): [A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20.](#)
- Migranci nie zabierają pracy lokalnym pracownikom (IZA): [Do migrants take the jobs of native workers?](#)
- Banki centralne zaczynają być „zielone” jednak przede wszystkim powinny być niezależne (The Economist): [The rights and wrongs of central-bank greenery.](#)
- Szef Bundesbanku, J.Weidmann ostrzega przed fetyszem zbilansowanego budżetu federalnego w Niemczech (FT): [Head of Bundesbank warns against 'fetish' of balanced federal budget.](#)
- Rola krawatu w polityce pieniężnej (FT): [Scrutinising the Draghi tie indicator.](#)

## Dwutygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 20 grudnia</b>						
POL: Sprzedaż detaliczna (lis)	10:00	4,6% r/r	4,2% r/r	4,5% r/r	5,2% r/r	Impuls fiskalny nie stymuluje istotnie sprzedaży detalicznej.
UK: Wzrost PKB (3q)	10:30	1,0% r/r	1,0% r/r	--	1,1% r/r	Niepewność około brexitowa kładła się cieniem na aktywności gospodarczej.
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	2,0%k/k saar	2,1%k/k saar	--	2,1% k/k saar	Trzeci szacunek bez większych niespodzianek.
USA: Dochody/wydatki Amerykanów (lis)	16:00	0,0% m/m/ 0,3% m/m	0,3% m/m / 0,5% m/m	--	0,5% m/m / 0,4% m/m	Oczekiwania na podwyższoną dynamikę wydatków mogą okazać się błędne po wynikach sprzedaży.
USA: Bazowy deflator PCE	16:00	1,6% r/r	1,6% r/r	--	1,6% r/r	Bieżący poziom inflacji nie wymaga reakcji Fed.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru, rew.)	16:00	96,8 pkt.	99,2 pkt.	--	99,3 pkt.	Wskaźniki koniunktury sugerują m.in. ryzyka w dół dla rynku nieruchomości.
<b>Poniedziałek, 23 grudnia</b>						
POL: Stopa bezrobocia (lis)	10:00	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	Dane GUS potwierdziły wstępny szacunek Ministerstwa Pracy
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lis)	10:00	-4,0% r/r	-4,4% r/r	-13,0% r/r	-4,7% r/r	Dane odzwierciedlają głównie spadek inwestycji publicznych (w samorządach).
POL: Podaż pieniądza M3 (lis)	14:00	9,3% r/r	9,2% r/r	9,1% r/r	9,4% r/r	Dane wskazują na wyhamowanie dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych i dla firm.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lis, wst.)	14:30	0,5% m/m	1,5% m/m	--	-2,0% m/m	Słaby odczyt to przede wszystkim efekt problemów sektora transportowego, w tym głównie Boeinga. Bazowy wskaźnik zamówień utrzymał się na poziomie z paź., co jednak także jest rozczarowaniem – oczekiwano, że odwilż w relacjach Chiny-USA przełoży się na odbicie zamówień.
<b>Wtorek, 31 grudnia</b>						
USA: Ceny nieruchomości (paź)	15:00	2,1% r/r	2,1% r/r	--	2,2% r/r	Niższe stopy procentowe Fed wspierają rynek nieruchomości mieszkaniowych.
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (gru)	16:00	125,5 pkt.	128 pkt.	--	126,5 pkt.	Conference Board kreśli mniej korzystny obraz koniunktury konsumenckiej, nad którym ciężą pogarszające się oczekiwania co do przyszłości.
<b>Czwartek, 2 stycznia</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (gru)	2:45	51,8 pkt.	51,8 pkt.	--	51,5 pkt.	Władze chińskie stymulują aktywność dużych przedsiębiorstw.
POL: PMI w przetwórstwie (gru)	9:00	46,7 pkt.	46,8 pkt.	47,0 pkt.	48,0 pkt.	Badanie wskazuje na poprawę oczekiwań co do przyszłego poziomu produkcji.
GER: PMI w przetwórstwie (gru, rew.)	9:55	44,1 pkt.	43,4 pkt.	--	43,7 pkt.	Finalny odczyt potwierdził dalszy spadek indeksu, chociaż w mniejszej skali niż wskazywały wstępne dane. PMI pozostaje poniżej 50 pkt. Od 12 miesięcy.
EUR: PMI w przetwórstwie (gru, rew.)	10:00	46,9 pkt.	45,9 pkt.	--	46,3 pkt.	Spośród badanych państw strefy euro w grudniu tylko Austria nie odnotowała pogorszenia wskaźnika. Światelkiem w tunelu jest wyhamowanie spadków zamówień eksportowych.
USA: PMI w przetwórstwie (gru, rew.)	15:45	52,6 pkt.	52,5 pkt.	--	52,4 pkt.	Chociaż komponenty nowych zamówień i produkcji utrzymują się powyżej 50 pkt, to oczekiwania co do przyszłości nadal wskazują na spór niepewność i ostrożność firm.
<b>Piątek, 3 stycznia</b>						
EUR: Podaż pieniądza M3 (lis)	10:00	5,6% r/r	5,7% r/r	--	--	Od sierpnia dynamika podaży pieniądza utrzymuje się powyżej 5% r/r
GER: Inflacja CPI (gru, wst.)	14:00	1,1% r/r	1,4% r/r	--	--	Fundamentalna presja inflacyjna pozostaje niska, odbicie inflacji wygenerują m.in. ceny transportu.
USA: ISM w przetwórstwie (gru)	16:00	48,1 pkt.	49,0 pkt.	--	--	ISM kreśli bardziej pesymistyczny obraz przetwórstwa niż PMI, w którym oceny plasują się wyraźnie powyżej poziomu 50 pkt.
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	Zgodność w ramach FOMC wzrosła, co powinny potwierdzić minutki. Większość członków opowiada się za co najmniej pauzą w obniżkach, większość ocenia też, że obecny poziom stóp to „nowa normalność”.

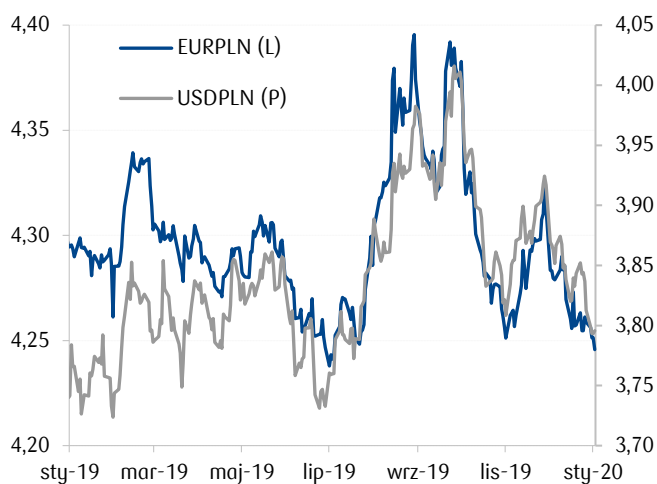
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.\*sprzed publikacji szacunku flash.

## Podstawowe dane rynkowe

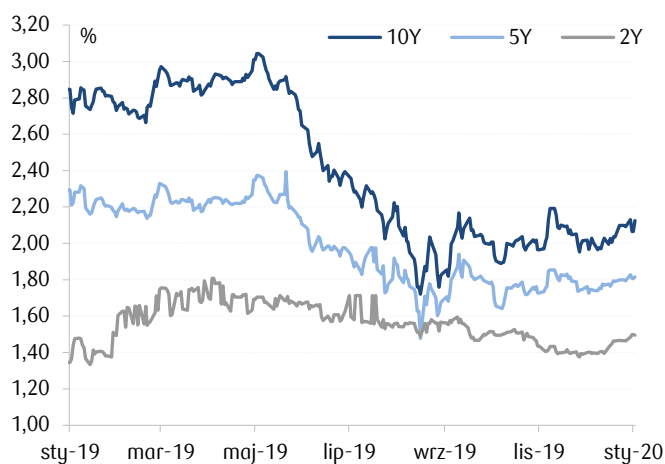
		Wartość 2020-01-02	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2457	-0,13%	-0,36%	-0,77%
	USDPLN	3,7905	0,08%	-1,28%	-1,74%
	CHFPLN	3,9113	0,01%	-0,03%	0,21%
	GBPPLN	4,9897	-0,76%	0,09%	-1,54%
	EURUSD	1,1201	-0,21%	0,92%	0,98%
	EURCHF	1,0855	-0,14%	-0,34%	-0,98%
	GBPUSD	1,3188	-0,45%	1,45%	0,25%
	USDJPY	108,28	-0,37%	-1,24%	-0,45%
	EURCZK	25,35	-0,25%	-0,39%	-0,68%
EURHUF	329,16	-0,47%	-0,55%	-0,46%	
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1,50	0	3	10
	PL5Y	1,82	1	1	7
	PL10Y	2,13	6	3	10
	DE2Y	-0,61	-2	3	7
	DE5Y	-0,51	-5	1	6
	DE10Y	-0,22	-3	2	7
	US2Y	1,58	1	-6	-1
	US5Y	1,67	-1	-6	5
US10Y	1,88	-3	-2	9	
<b>Akcje</b>	WIG20	2200,1	2,3%	2,7%	5,2%
	S&P500	3257,9	0,8%	0,6%	4,5%
	Nikkei**	23656,6	0,0%	-1,1%	1,5%
	DAX	13385,9	1,0%	0,6%	2,5%
	VIX	12,47	-9,5%	-1,4%	-14,1%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	66,3	0,0%	-1,5%	4,1%
	Złoto	1527,8	0,5%	1,9%	3,4%

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

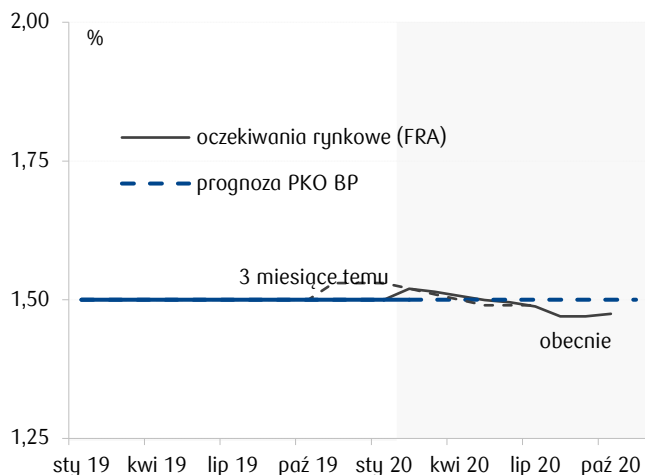
## Notowania złotego wobec głównych walut



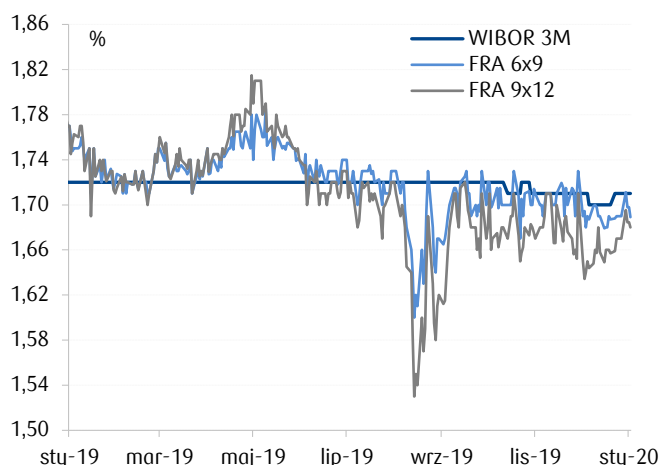
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



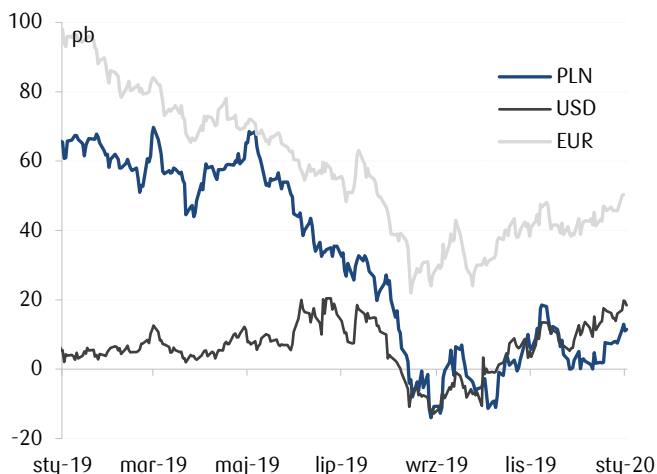
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



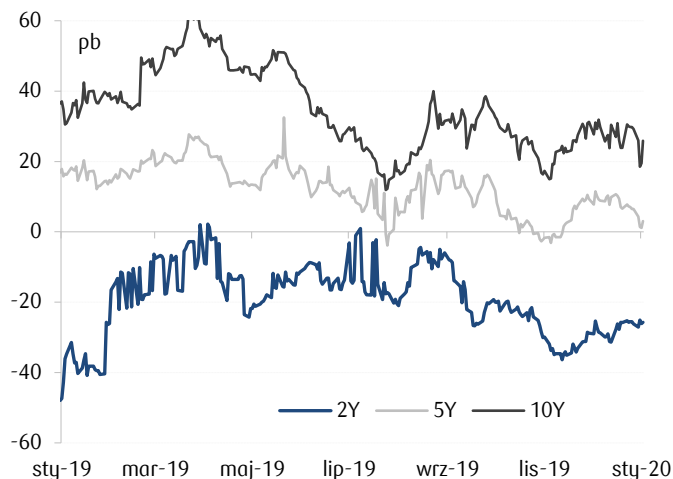
Krótkoterminowe stopy procentowe



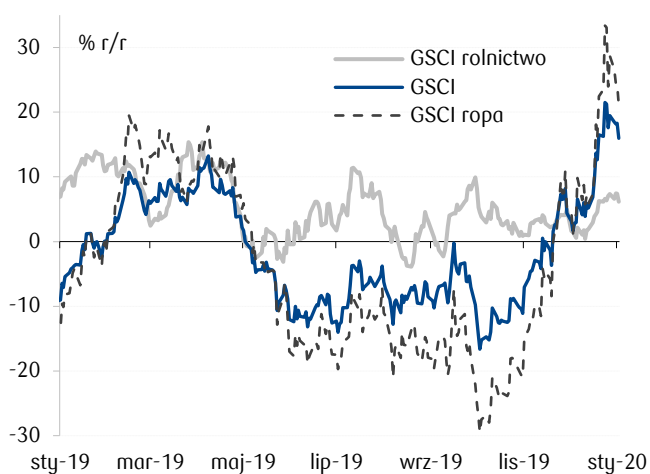
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



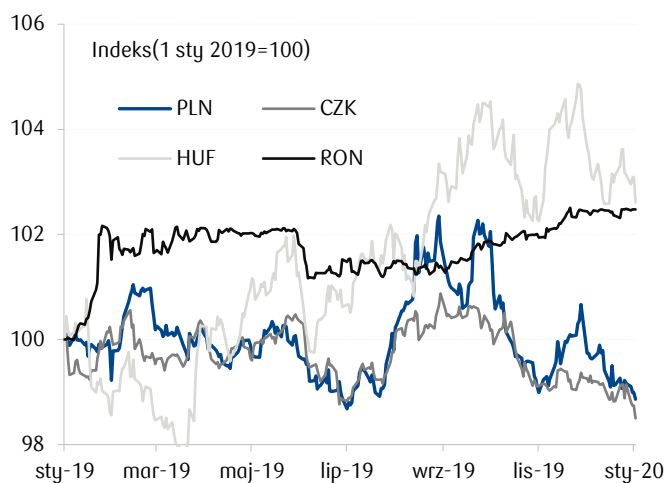
Spread asset swap dla PLN



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 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):** Marcin Czaplicki

### 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.