

# Tygodnik ekonomiczny

## Pożegnanie z pięcioprocentowym wzrostem

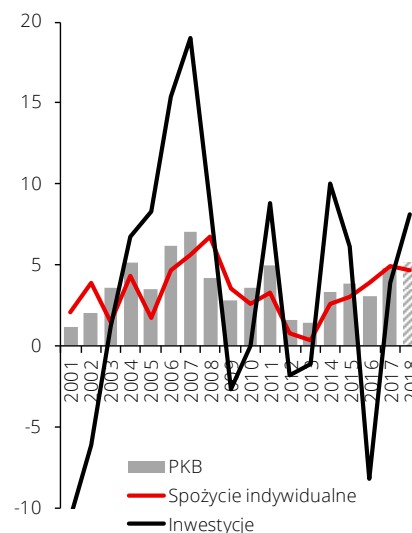
### Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Przed nami kolejny tydzień, w którym na pierwszym planie będą wydarzenia za granicą. Po pierwsze, śledzone będą **postępy w rozmowach handlowych USA-Chiny** (do terminu porozumienia został już tylko miesiąc, ale Chiny mają przygotować przepisy dot. ochrony własności intelektualnej przed wizytą wicepremiera w Waszyngtonie). Poza tym: w poniedziałek przemówienie Prezesa EBC w Europarlamentie (pewnie nie powie wiele więcej niż ostatnio po posiedzeniu EBC), we wtorek głosowanie „Planu B” premier May związanego z Brexitem (raczej ponownie bez sukcesu), w środę decyzja i konferencja prasowa Fed (od tego roku konferencja ma być po każdym posiedzeniu, nie raz na kwartał), w ciągu tygodnia trochę publikacji nowych danych z Europy i z USA, w tym non-farm payrolls i ISM manufacturing (choć część z nich, np. PKB, może być odwołana ze względu na „government shutdown”).
- **Ton wystąpienia szefa Fed Jerome Powella powinien być bardziej gołębi**, co może poprawić nieco nastroje na rynkach, przynajmniej na jakiś czas (risk-on, wsparcie dla walut rynków rozwijających się).
- **Odrzucenie rządowego Planu B dot. Brexitu nikogo nie powinno zaskoczyć**. Funt brytyjski już drugi tydzień się umacnia, co wydaje się odzwierciedlać rosnące w opinii inwestorów szanse złożenia przez Wlk. Brytanię wniosku o opóźnienie daty Brexitu. I być może słusznie, bo wygląda na to, że obecnie to jedyny realny scenariusz dla Wielkiej Brytanii na uniknięcie katastrofy, czyli nieuporządkowanego wyjścia z UE.
- **Wzrost PKB w ub.r. wyniósł naszym zdaniem 5,1%**, najwyżej od 2007 r. Warto się tymi danymi nacieszyć, bo to prawdopodobnie ostatni odczyt PKB z piątką z przodu na długi. Już w IV kw. 2018 dynamika wzrostu gospodarczego zeszła zapewne lekko poniżej tego magicznego poziomu (nasza prognoza to 4,8%), a w kolejnych kwartałach będzie dalej spowalniać, głównie za sprawą pogorszenia koniunktury za granicą. W tym roku przewidujemy średnią dynamikę PKB na poziomie 3,8%.
- **W przypadku krajowego PMI widzimy potencjał do lekkiego odreagowania** w styczniu (do 49,0 pkt) po mocnych spadkach w poprzednich miesiącach. Nie będzie to jednak odbicie na tyle mocne, żeby zanegować oczekiwania nadciągającego spowolnienia w przemyśle.

### Wnioski rynkowe

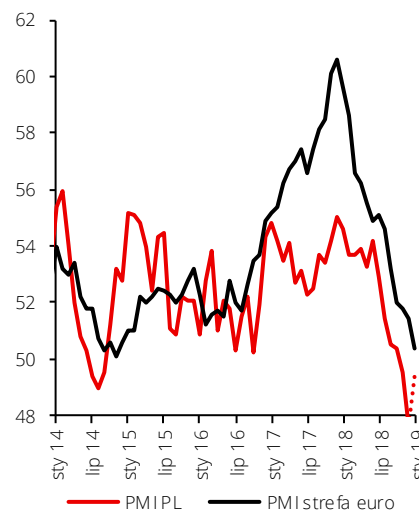
- Sądzymy, że wynik posiedzenia FOMC i przebieg konferencji prasowej będzie kluczowy dla rynków w tym tygodniu. Jeśli FOMC złagodzi swoje nastawienie, to dolar mógłby oddać część ostatnich zysków do euro. EURPLN oderwał się ostatnio od odwróconego EURUSD, ale sądzymy, że słabszy dolar mógłby być pozytywny dla złotego. Niska zmienność panująca na polskim rynku walutowym sprawia jednak, że jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie. Zakładamy, że kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,26-4,34.
- Rentowności i IRS po krótkiej korekcie z poprzedniego tygodnia wznowiły ruch spadkowy. Zakładamy, że impuls ten będzie kontynuowany w najbliższych dniach jeśli retoryka FOMC będzie jeszcze mniej jastrzębia niż w grudniu.

Wzrost PKB, % r/r



Źródło: GUS, Santander

PMI dla przemysłu



Źródło: Markit, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.pl  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luźniński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

W mijającym tygodniu przybyło sygnałów, że polska gospodarka przeszła w fazę spowolnienia. Z drugiej strony konsumenci i branża budowlana zachowali optymizm, więc początek roku nie powinien przynieść gwałtownego wyhamowania wzrostu.

Stycyniowy zestaw **wskaźników nastrojów** GUS wspiera nasz scenariusz spowolnienia gospodarczego w tym roku. Widać to po spadku oczekiwań co do przyszłej produkcji w przemyśle (za to sektor budowlany wyróżnił się pozytywnie). Ankiety wskaźnik nowych zamówień również spadł, mimo to jego poziom jest dość wysoki. Tymczasem dynamika wartości nowych zamówień wzrosła w grudniu do 16,6% r/r, chociaż zamówienia eksportowe drugi miesiąc z rzędu pokazały mizerny wzrost ok. 2% r/r.

Sygnały hamowania aktywności gospodarczej w 2019 r. to nie tylko polska specyfika: **wstępne odczyty PMI dla strefy euro** za styczeń znów spadły bardziej niż oczekiwano. Łączny wskaźnik (50,7 pkt) zszedł najniżej od ponad pięciu lat, tak jak i indeks dla niemieckiego przemysłu (49,9 pkt). **Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozy wzrostu** dla strefy euro w 2019 o 0,3pp do 1,6% a dla Niemiec o 0,6pp do 1,3%. Fundusz wskazał też na ryzyko w dół dla swoich prognoz z uwagi na wojny handlowe, Brexit i obawy o kondycję chińskiej gospodarki. EBC również podkreślił możliwość negatywnego zaskoczenia wzrostem w Europie.

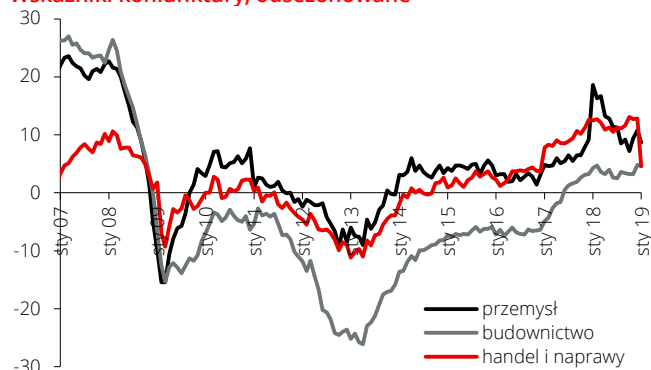
**Sprzedaż detaliczna** rozczarowała w grudniu (3,9% r/r realnie, konsensus 7%), tak jak wcześniej produkcja i płace za ten miesiąc. Pasuje to do naszej diagnozy, że za osłabieniem aktywności stoi układ dni wolnych zachęcający do dłuższych urlopów pod koniec grudnia. W przypadku sprzedaży detalicznej doszło też najwyraźniej do wcześniejszej realizacji zakupów świątecznych (wynik za listopad był nadspodziewanie mocny), co jest wyrazem raczej zmiany nawyków niż słabnięcia popytu konsumpcyjnego. Choć grudzień zaskoczył in minus to średni wzrost realnej sprzedaży w IV kw (6,2% r/r) i tak przewyższył odczyty za II kw. (6,1%) i III kw. (5,8%).

Co więcej, **nastroje konsumentów** w styczniu wyraźnie odbiły, potwierdzając, że grudniowe pogorszenie wynikało z zamieszania wokół cen energii na 2019 r., podczas gdy popyt konsumpcyjny ma się dobrze. Wskaźniki wyrażające oczekiwania konsumentów na przyszłość tylko częściowo odbiły grudniowy spadek, co sugeruje (stopniowe) spowolnienie konsumpcyjnej prywatnej w tym roku.

Poza tym, wzrost **podażi pieniądza** M3 przebił oczekiwania w grudniu (9,2% r/r). Wzrost kredytów skorygowany o efekt kursowy jest najwyższy od sześciu lat (6,8% r/r), przyspieszyły zarówno kredyty dla gospodarstw domowych jak i dla biznesu. Wyższe tempo kreacji kredytu powinno łagodzić odpowiedź polskiej gospodarki na obniżone perspektywy dla światowego wzrostu.

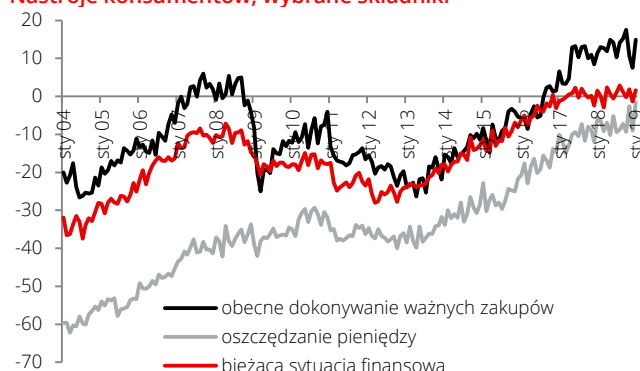
Naszym zdaniem ostatnie wypowiedzi Eryka Łona, Eugeniusza Gatnara i Jerzego Osiatyńskiego z **RPP** nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej i w tym roku stopy pozostaną bez zmian. Ewentualne spekulacje nt. podwyżek stóp mogłyby się pojawić przy dużych pozytywnych zaskoczeniach ze strony danych, co w najbliższym czasie niestety raczej nam nie grozi. Gatnar i Osiatyński uznali, że nie można wykluczyć podwyżki stóp w 2019, podkreślając jednak przy tym okoliczności, które są przeciwko podwyżkom – m.in. inflacja niższa od oczekiwań i poniżej celu przez cały br., prawdopodobne oddalenie w czasie normalizacji polityki pieniężnej przez EBC. Łon uznał, że niska inflacja zwiększa swobodę w myśleniu o obniżce stóp. Z kolei Gatnar, jeden z najbardziej jastrzębich członków RPP, powiedział, że nie jest zwolennikiem podwyżki stóp zanim inflacja nie wzrośnie powyżej celu, dodając, że lepiej jest spóźnić się z taką decyzją niż podjąć ją za wcześnie.

## Wskaźniki koniunktury, odsezonowane



Źródło: GUS, Santander

## Nastroje konsumentów, wybrane składniki



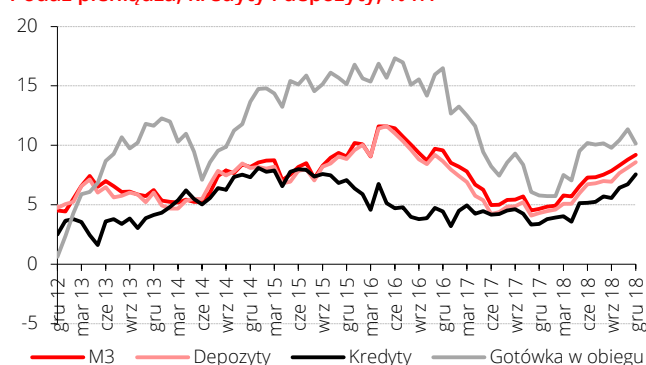
Źródło: GUS, Santander

## Sprzedaż detaliczna w głównych kategoriach (% r/r)



Źródło: GUS, Santander

## Podaż pieniądza, kredyty i depozyty, % r/r



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** EURPLN pozostał w trendzie bocznym wahając się wokół 4,29. W momencie publikacji tego raportu, różnica między tygodniowym maksimum i minimum kursu jest najmniejsza od czerwca 1997 (według danych Thomson Reuters). USDPLN i CHFPLN wzrosły nieznacznie, a GBPPLN zanotował silny ruch w górę powyżej 4,96 (najwyżej od połowy 2018) wskutek umocnienia funta na fali oczekiwań rynku, że nie będzie nieuporządkowanego Brexitu.

**Rynek stopy procentowej** Rentowności i IRS spadły dzięki gorszym od prognoz danym z Polski i umocnieniu na rynkach bazowych w reakcji na złagodzenie retoryki przez EBC. 5- oraz 10-letnie spready asset swap spadły o ok. 4 pb.

Na aukcji obligacji Ministerstwo Finansów sprzedało dług za ok. 8,5 mld zł (w tym 480 mln zł na aukcji dodatkowej) przy łącznym popycie 11,3 mld zł. Resort podał, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe pokryte są w 43%.

### Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu poznamy dużo danych z USA, w tym styczniowy ISM dla przemysłu i zmianę zatrudnienia poza rolnictwem. Pierwszy szacunek PKB za I kw. może być opóźniony z powodu zamknięcia części agencji rządowych. FOMC zdecyduje o stopach procentowych, a posiedzenie zostanie podsumowane na konferencji prasowej prezesa J. Powella. W naszej ocenie, przedłużające się zamknięcie części agencji rządowych, brak postępu w rozmowach handlowych z Chinami oraz ostatnie słabe dane ze świata mogą wpłynąć na ton komunikatu i retorykę Powella.

W Polsce, poznamy PKB za cały 2018 i styczniowy PMI dla przemysłu. Odczyt PKB może pomóc ocenić w jakim tempie rosła gospodarka w ostatnim kwartale ub.r. Ostatnie miesięczne dane wskazywały na osłabienie koniunktury w końcu 2018.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Sądzymy, że wynik posiedzenia FOMC i przebieg konferencji prasowej będzie kluczowy dla rynków w tym tygodniu. W grudniu, Fed wycofał się z jednej z trzech podwyżek stóp planowanych na 2019 i w naszej ocenie w styczniu może być jeszcze bardziej ostrożny jeśli chodzi o tempo zacieśniania polityki pieniężnej.

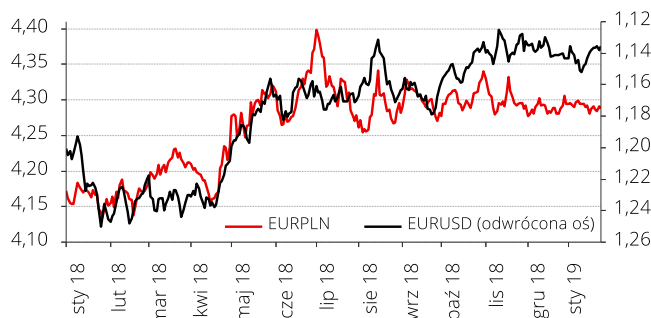
EURUSD spadł drugi tydzień z rzędu, ale reakcja na gołębią retorykę EBC była tymczasowa. Jeśli FOMC również złagodzi swoje nastawienie, to dolar mógłby oddać część ostatnich zysków do euro.

EURPLN oderwał się ostatnio od odwróconego EURUSD, ale sądzymy, że słabszy dolar mógłby być pozytywny dla złotego. Z drugiej strony, zmienność na rynku EURPLN utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Okresy niskiej zmienności przeplatają się z podwyższonymi wahaniami. Wzrosty zmienności są zazwyczaj negatywne dla walut z rynków wschodzących i dlatego jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie. Zakładamy, że kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,26-4,34.

**Rynek stopy procentowej** Rentowności i IRS po krótkiej korekcie z poprzedniego tygodnia wznowiły ruch spadkowy. Zakładamy, że impuls ten będzie kontynuowany w najbliższych dniach jeśli retoryka FOMC będzie jeszcze mniej jastrzębia niż w grudniu. Dane o polskim PKB nie powinny wpłynąć na notowania. Sądzymy, że PMI dla przemysłu mógł lekko odbić po spadku w ostatnich miesiącach 2018, ale ten odczyt też raczej będzie neutralny dla rynku.

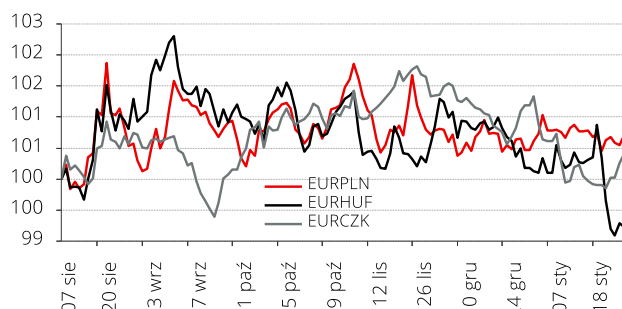
Uważamy, że ostatnie słabe dane z Polski mogą przyczynić się do wzrostu spreadów asset swap w nadchodzących tygodniach. Solidne wyniki budżetu centralnego w 2018 były bowiem jednym z istotnych czynników pozytywnie wpływających na obligacje.

### EURPLN i EURUSD



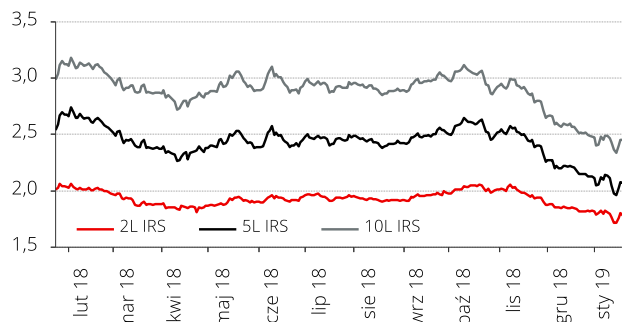
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Waluty CEE (1 sierpnia = 100)



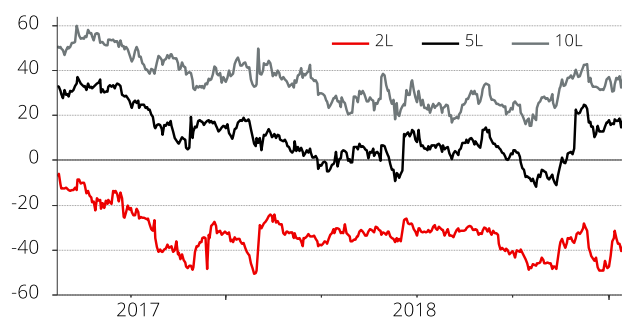
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Stawki IRS



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ
<b>PONIEDZIAŁEK (28 stycznia)</b>						
Brak publikacji ważnych danych						
<b>WTOREK (29 stycznia)</b>						
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	0,9
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	I	pkt	124,9	128,1
<b>ŚRODA (30 stycznia)</b>						
11:00	EZ	ESI	I	pkt	106,9	107,3
14:00	DE	Inflacja HICP	I	% m/m	-0,9	0,3
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	170,0	271,3
14:30	US	PKB	IV kw.	% k/k	2,5	3,4
20:00	US	Decyzja FOMC		%	2,5	2,5
<b>CZWARTEK (31 stycznia)</b>						
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-0,6	1,6
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>2018</b>	<b>% r/r</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1,2	1,6
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XII	%	7,9	7,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	218,0	199,0
<b>PIĄTEK (1 lutego)</b>						
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI przemysł</b>	<b>I</b>	<b>pkt</b>	<b>47,5</b>	<b>49,0</b>
09:55	DE	PMI przemysł	I	pkt	51,5	49,9
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	51,3	50,5
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	I	% r/r	1,4	1,6
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	I	tys.	162,5	312,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	3,8	3,9
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	0,0	90,7
16:00	US	ISM przemysł	I	pkt	54,3	54,1

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl