

Tygodnik ekonomiczny

Dane mogą rozczarować

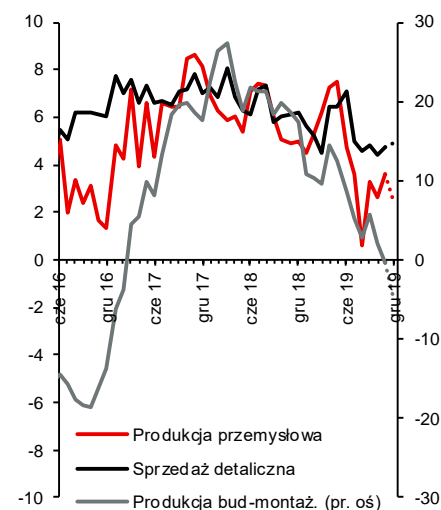
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Podpisanie porozumienia kończącego pierwszą fazę rozmów handlowych USA-Chiny nie wywołało reakcji "kupuj plotki, sprzedawaj fakty" i rynki finansowe na świecie nadal są w dość optymistycznych nastrojach, wspierane m.in. sygnałami dot. stopniowego odbijania się od dna aktywności w światowym handlu (wskazują na to ostatnie dane o eksporcie z krajów azjatyckich).
- W najbliższym tygodniu kalendarz publikacji danych za granicą nie będzie przesadnie "ciężki". Uwaga zwrócona będzie głównie na wskaźniki nastrojów (**wstępne PMI, niemiecki ZEW**) i jeśli te nie rozczarują (mediana rynkowa zakłada brak dalszych spadków), to nadzieje na stopniowe wychodzenie głównych gospodarek z dołka powinny być utrzymane.
- W kalendarzu są też posiedzenia banków centralnych: w Chinach (poniedziałek) i EBC (czwartek), ale z ich strony nie spodziewamy się istotnych impulsów dla rynku i gospodarki.
- Polska gospodarka (jak już wcześniej pisaliśmy) jest nieco opóźniona w cyklu wobec strefy euro i spodziewamy się, że dane krajowe w najbliższych kilku miesiącach nie będą jeszcze wyglądać zbyt różowo. W ciągu tygodnia pojawiają się **grudniowe statystyki produkcji, sprzedaży detalicznej, płac i zatrudnienia**. Praktycznie w każdej z nich nasze prognozy są poniżej konsensusu rynkowego, co - jeśli się potwierdzi - może zredukować rynkową spekulację nt. szans na podwyżki stóp procentowych (rynek zaczął wyceniać takie ryzyko po zaskakująco wysokiej inflacji w grudniu: 3,4% r/r). Tym bardziej, że mogą się pojawiać **kolejne wypowiedzi członków RPP** wspierające pogląd prezesa Głapińskiego, że wzrost inflacji nie skłoni RPP do reakcji (dzisiaj mocno w tej sprawie wypowiedział się Jerzy Żyżyński). Gdyby jednak, wbrew naszym oczekiwaniom, miało się pojawić zaskoczenie w górę, to chyba największy potencjał do wywołania reakcji rynkowej ma rynek pracy - nasilenie presji płacowej jeszcze przed podwyżką płacy minimalnej zwiększyłoby ryzyko, że wysoki CPI może mieć wtórne i bardziej trwałe efekty. Na koniec tygodnia pojawiają się dane o podaży pieniądza, które naszym zdaniem też nie będą sprzyjać narastaniu oczekiwań na podwyżki stóp, pokazując stopniowe hamowanie dynamiki M3 i kredytów.

Wnioski rynkowe

- Spodziewamy się osłabienia złotego (EURPLN w kierunku 4,26-4,27), zarówno pod wpływem słabszych od konsensusu krajowych danych, jak też umocnienia dolara oraz sygnałów technicznych.
- Na rynku stopy procentowej wzrostowa tendencja rentowności powinna na razie wyhamować za sprawą słabszych publikacji.

Produkcja i sprzedaż detaliczna, % r/r (3-mies. średnia ruchoma, w cenach stałych)



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Ostatni tydzień w gospodarce

Szczegóły inflacji sugerują, że za część grudniowego szybkiego wzrostu odpowiada czynnik świąteczny. Mimo to następnny odczyt inflacji wg nas będzie powyżej 4% r/r. Duże pozytywne odchylenie listopadowego wyniku na rachunku obrotów bieżących opierało się na słabości importu.

W Polsce, grudniowa **inflacja CPI** została potwierdzona na poziomie 3,4% r/r. Żywność, paliwa i inflacja bazowa wszystkie dołożyły się silnie do łącznego wyniku niż poprzednio. Część gwałtownego wzrostu inflacji bazowej może pochodzić od czynników jednorazowych w usługach transportowych – podobnie jak to miało miejsce wokół Wielkanocy w ub.r. Naszym zdaniem inflacja w styczniu może wzrosnąć do 4,1% r/r (m.in. za sprawą wejścia w życie podwyżek cen energii i wzrostu innych cen administrowanych). Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

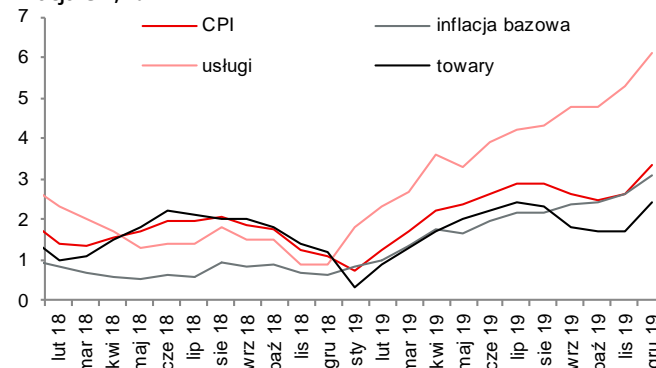
W grudniu wszystkie miary **inflacji bazowej** poszły w górę, w tym inflacja bez cen żywności i energii wyniosła 3,1% r/r, wyrównując rekord z grudnia 2011 r. Inflacja bez cen administrowanych pokazała 3,6% r/r (najwyżej od czerwca 2012), inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych 3,1% r/r (najwyżej od lipca 2012 r.), a 15% średnia obciążona 2,5% r/r (najwyżej od grudnia 2012 r.). Spodziewamy się utrzymania inflacji bazowej na poziomie 3,1% r/r w całym I kwartale 2020 i potem jej stopniowy spadek, do ok. 2,5% na zakończenie roku.

Dodatkowych informacji o inflacji dostarczyły **grudniowe dane HICP** (łączna inflacja w górę z 2,5% r/r do 3,1%, inflacja bazowa HICP z 2,6% r/r do 2,9%). Część inflacji bazowej niepodlegająca wymianie międzynarodowej wzrosła o 4,9% r/r, najszybciej od 10,5 lat, a część podlegająca wymianie międzynarodowej pokazała wzrost o 0,3% r/r co jest najwyższym odczytem w tej kategorii od siedmiu lat i dopiero drugim dodatnim odczytem od początku 2013 r.

Listopadowe **saldo obrotów bieżących** okazało się dużo lepsze od prognoz: +1457 mln € wobec konsensusu +451 mln € i przy naszej prognozie +521 mln €. W porównaniu z naszymi prognozami połowa tej dużej niespodzianki pochodziła z salda dochodów a połowa z obrotu towarowego. Zarówno eksport jak i import towarów okazał się wyraźnie słabszy od oczekiwań, ale import w dużo większym stopniu (-4,6% r/r, podczas gdy zakładaliśmy -0,9% r/r; eksport spadł o 1,0% r/r podczas gdy ocenialiśmy, że wzrósł o 0,3%). To nie pierwszy raz na przestrzeni ostatnich miesięcy, że import okazuje się słaby – może to być sygnał poważniejszego spowolnienia popytu krajowego niż obecnie zakładamy (aczkolwiek w komentarzu NBP do danych napisano, że jest to głównie efekt spadku cen importowanych surowców energetycznych i paliw). Z drugiej strony, po tych danych nasz szacunek wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego może wymagać rewizji w górę, skoro bilans handlowy okazał się wyższy o prawie 0,5 mld € od naszych szacunków. W sumie, oceniamy, że te dane zwiększają prawdopodobieństwo, że wzrost PKB w IV kw. 2019 r. nie będzie dużo niższy niż 3,9% r/r odnotowane w III kw. 12-miesięczne kroczące saldo obrotów bieżących urosło w listopadzie do +0,6% PKB z 0,4% poprzednio.

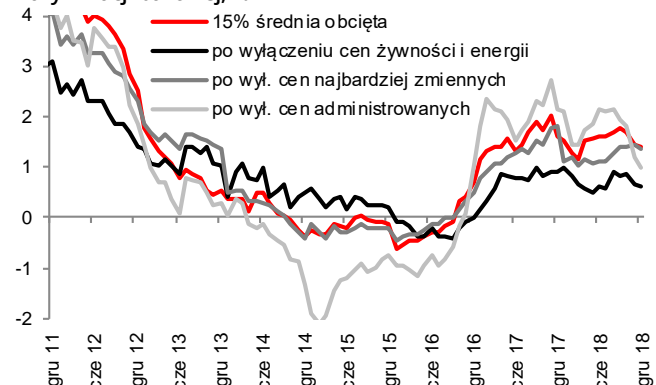
Zdaniem **Eugeniusza Gatnara z RPP**, Rada powinna podnieść stopy o 15 lub 25 punktów bazowych by przeciwdziałać powstawaniu baniek spekulacyjnych (mocna akcja kredytowa i rynek nieruchomości) i wspierać oszczędzanie. Członek RPP jest zaniepokojony ujemnymi realnymi stopami procentowymi i spodziewa się, że na początku 2020 r. inflacja CPI przebijie 4% i przez cały rok utrzyma się powyżej dopuszczalnego pasma odchyień. Z kolei Jerzy Żyżyński uważa, że wzrost inflacji jest tymczasowy i już w IV kw. br. wróci ona do celu. Jego zdaniem brak reakcji RPP na wzrost inflacji działa uspokajająco na oczekiwania inflacyjne. Zgodził się też z prezesem Adamem Glapińskim, że następną zmianą stóp może być obniżka, choć najprawdopodobniejsza jest stabilizacja. NBP podał, że grudniowy wniosek o obniżkę stóp o 25pb uzyskał poparcie wyłącznie Eryka Łona. Naszym zdaniem RPP nie zmieni stóp w tym roku, choć wzrost inflacji będzie pobudzać rynkową spekulację dot. takiego scenariusza.

Inflacja CPI, %r/r



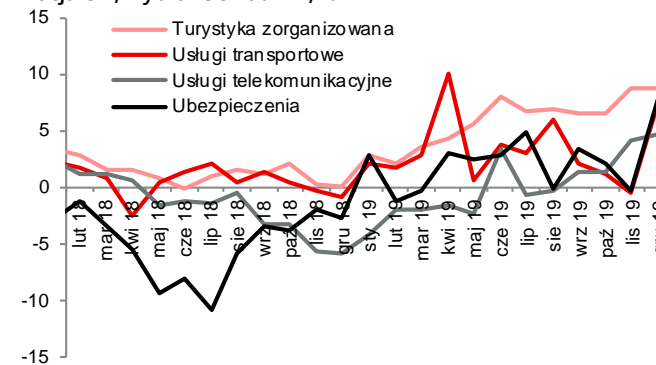
Źródło: GUS, NBP, Santander

Miary inflacji bazowej, %r/r



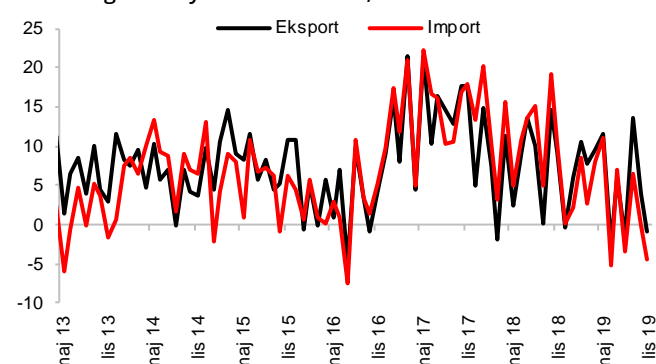
Źródło: NBP, Santander

Inflacja CPI, wybrane składniki, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Handel zagraniczny Polski towarami, %r/r



Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Zmienność zrealizowana walut CEE3 wzrosła w minionym tygodniu powyżej długoterminowej średniej. Zachowanie to pozostaje w kontraście do zmienności zrealizowanej walut rynków rozwiniętych, która utrzymuje się relatywnie nisko. Odnosnie poziomu EURPLN to nie uległ on zmianie względem poprzedniego tygodnia (na 4,237), jednak w międzyczasie we wtorek odnotowano gwałtowny ruch niżej do 4,2126, po którym kurs odbił do 4,244 w piątek rano. W tygodniu, który właśnie przeminął wpływ czynników globalnych jak podpisanie umowy handlowej między USA a Chinami był na złotego ograniczony. Kursy USDPLN oraz GBPPLN nie uległy większym zmianom na poziomach 3,81 oraz 4,98. Natomiast kurs CHFPLN wzrósł o 0,5% do 3,944 po tym jak Departament Skarbu USA wpisał Szwajcarię na listę potencjalnych manipulatorów walutowych. W przypadku pozostałych walut regionu, osłabiał się forint oraz rubel – EURHUF wzrósł o 0,6% t/t do 335,6 i jest tylko o krok od przekroczenia najwyższego poziomu w historii – 336,7. USDRUB wzrósł o 1,0% t/t do 64,7 po tym jak zmieniono rząd i pomimo stabilnej cenie ropy. Umacniała się jedynie korona a EURCZK obniżył się o 0,3% do 25,15 t/t (minimum na poziomie 25,05) po tym jak wyższa od oczekiwań inflacja spowodowała wzrost oczekiwań na podwyżki stóp.

Stopy procentowe Rentowność polskich obligacji wzrosła jednak nie tak znacząco ją w poprzednim tygodniu od 7 do 10 stycznia (kiedy to 10L rentowność wzrosła o ok 20 pb). We właśnie mijającym tygodniu rentowność 10L obligacji wzrosła do 2,35% (najwyżej od lipca 2019) po czym nastąpiła korekta i na przestrzeni tygodnia rentowność prawie nie uległa zmianie (zamknięcie po 2,30%). Na krótkim końcu krzywej (FRA, 2L obligacje) rentowności powoli ale konsekwentnie wzrastały w miarę jak rynki w coraz większym stopniu wyceniały możliwość podwyżek stóp: rentowność 2L obligacji wzrosła o 4 pb do 1,57% a poziom FRA 21x24 wzrósł o 6 pb do 1,89%.

Kluczowe wydarzenia

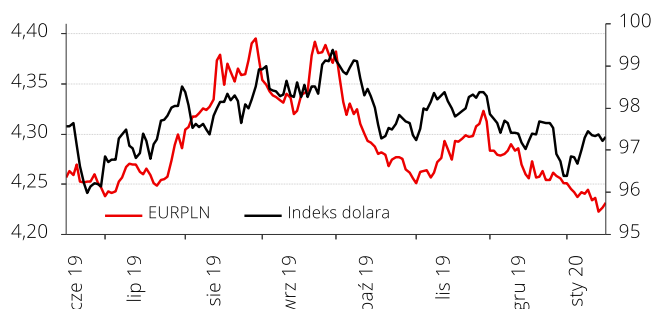
W nadchodzącym tygodniu decyzje o stopach procentowych podejmą: bank centralny Chin (poniedziałek) oraz ECB (czwartek), w Niemczech opublikowane zostaną PPI oraz ZEW, a w piątek poznamy wstępne PMI w strefie euro oraz USA. W Polsce też jest sporo danych, a nasze prognozy są często poniżej konsensusu rynkowego.

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN spadł poniżej poziomu 4,24, według nas głównie na skutek umacniającego się juana w kontekście podpisania umowy handlowej USA-Chiny. Polskie fundamenty makroekonomiczne – spowalniający wzrost oraz przyspieszająca inflacja, która jeszcze pomniejsza i tak już ujemne realne stopy procentowe, będą wywierać presję na osłabianie złotego w średnim terminie. W przyszłym tygodniu, jeśli dane w Polsce okażą się tak słabe jak oczekujemy, EURPLN może wzrastać w kierunku poziomów 4,26-4,27. Największym ryzykiem dla takiego scenariusza jest PBoC, który mógłby zaskoczyć rynki większym niż oczekiwane cięciem stóp.

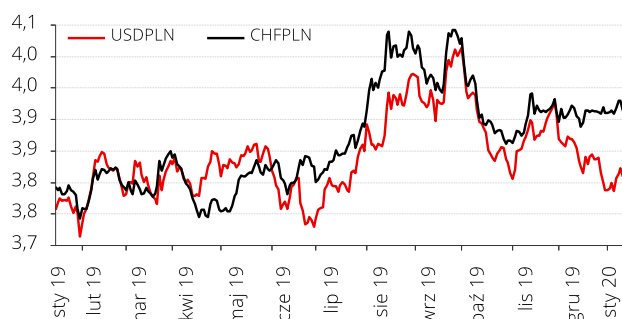
Stopa procentowa Po gwałtownym wzroście rentowności 2 tygodnie temu i lekkiej korekcie w dół w mijającym tygodniu, oczekujemy stabilizacji w nadchodzącym tygodniu. Wysoce prawdopodobne, że rentowność obligacji 10L dotrze do 2,50% w przeciągu miesiąca (wierzymy w średnioterminowy trend wzrostowy w rentownościach w Polsce) jednak biorąc pod uwagę spowalniającą gospodarkę i prawdopodobne negatywne zaskoczenia przy publikacji danych makroekonomicznych, których oczekujemy w przyszłym tygodniu, rentowności mogą zatrzymać się na chwilę w okolicy 2,30%. Stabilność niemieckiego Bunda oznacza, że 10PL-DE spread pozostanie w okolicy 250 pb. Rynki wciąż próbują ocenić jak długo inflacja pozostanie powyżej celu. Decydujące mogą być wtorkowe dane o płacach: jeśli dynamika będzie niska reakcja rynkowa może być umiarkowana. Jednak jeśli odczyt będzie powyżej konsensusu, rynki zaczną wyceniać coraz wyższe prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych a rentowność 2L obligacji powinna dalej wzrastać.

EURPLN i indeks dolara



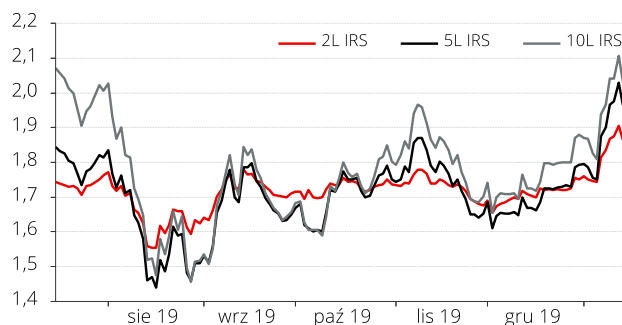
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



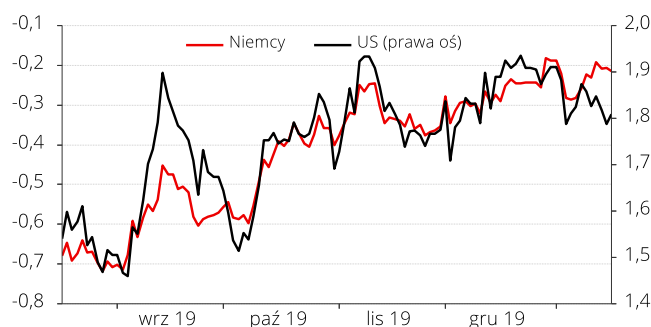
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec i USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
WTOREK (21 stycznia)							
10:00	PL	Zatrudnienie	XII	% r/r	2,6	2,6	2,6
10:00	PL	Produkcja budowlana	XII	% r/r	1,3	-1,6	-4,7
10:00	PL	Płace	XII	% r/r	6,1	5,6	5,3
11:00	DE	ZEW	I	pkt	-10,0	-	-19,9
ŚRODA (22 stycznia)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	6,1	4,8	1,4
10:00	PL	PPI	XII	% r/r	0,9	1,0	-0,1
16:00	US	Sprzedaż domów	XII	% m/m	1,5	-	-1,7
CZWARTEK (23 stycznia)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XII	% r/r	6,6	5,7	5,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	218	-	204
PIĄTEK (24 stycznia)							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	I	pkt	44,2	-	43,7
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	I	pkt	52,9	-	52,9
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	I	pkt	46,7	-	46,3
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	I	pkt	52,8	-	52,8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	XII	% r/r	9,4	8,9	9,4

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