

Tygodnik ekonomiczny

Gospodarka na hamulcu

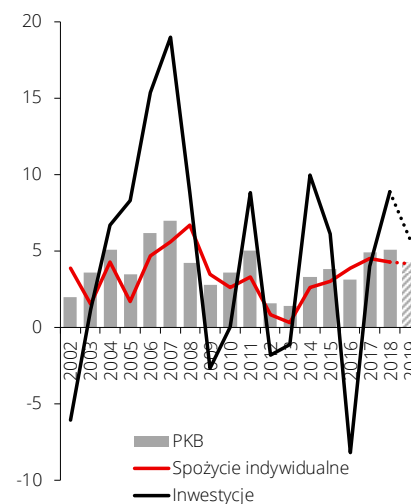
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Tak jak zapowiadaliśmy, większość krajowych danych za grudzień była poniżej konsensusu i potwierdziła spowolnienie gospodarcze w IV kw. 2019. Jedynie płace wyłamały się z tego schematu, ale na razie za wcześnie by przesądzić, czy to sygnał wzmocnienia presji płacowej, czy raczej przejściowa zmienność związana np. z terminem płatności premii rocznych. Póki co, prezes NBP otrzymał ze strony danych wsparcie dla swojej argumentacji, że wyższa inflacja nie wymaga reakcji, ponieważ gospodarka zwalnia.
- Po weekendzie skalę spowolnienia zweryfikują **wstępne dane o PKB za 2019 rok**, które GUS opublikuje w środę. Naszym zdaniem ostatnie dane o produkcji i sprzedaży wskazują na wysokie ryzyko, że dynamika wzrostu PKB w IV kw. nie przekroczyła 3,5% r/r., co oznaczałoby wzrost w całym 2019 r. na poziomie 4,1%. Konsensus rynkowy wskazuje na wzrost PKB odpowiednio o 3,8% i 4,2%, czyli jest potencjał do kolejnej negatywnej niespodzianki.
- W ciągu tygodnia pojawi się jeszcze kilka publikacji, które pomogą ocenić stan krajowej gospodarki: **Biuletyn Statystyczny GUS**, Szybki Monitoring NBP, ankieta kredytowa NBP. Dla inwestorów te raporty mają zwykle drugorzędne znaczenie.
- Za granicą też sporo danych, m.in. PKB w USA i strefie euro, niemiecki indeks Ifo, koniunktura ESI, dane o amerykańskich konsumentach (nastroje, dochody, wydatki). Po ostatnich pozytywnych sygnałach ze strony europejskich indeksów PMI każda kolejna dobra informacja może wzmocniać presję na wzrost rentowności obligacji.
- W środę wieczorem **decyzja Fed**. Zmiana w polityce pieniężnej w tym miesiącu nie jest spodziewana, ale istotne będą sygnały dot. przyszłości.
- W piątek 31 stycznia upływa konstytucyjny termin, w którym budżet na 2020 powinien zostać przedstawiony do podpisu Prezydentowi. Jeśli tak się nie stanie (a nie ma szans, żeby się stało, ponieważ prace nad ustawą w Sejmie dopiero się rozpoczęły), **prezydent może w ciągu 14 dni zarządzić skrócenie kadencji Sejmu**. Wydaje się jednak, że jest to ryzyko czysto teoretyczne. Trudno nam znaleźć w obecnej sytuacji mocne argumenty, które mogłyby skłonić Prezydenta do rozpisania przedterminowych wyborów.

Wnioski rynkowe

- Złoty, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, zaczął korygować wcześniejsze umocnienie i zakładamy kontynuację tej tendencji, m.in. pod wpływem słabszych danych makro i mocniejszego dolara. Najbliższy cel dla EURPLN to 4,27.
- Rentowności obligacji cofnęły się nieco w dół po rozczarowujących krajowych danych, co traktujemy jako krótkotrwałą korektę w trendzie wzrostowym. Ale jego wznowienie może jeszcze trochę zaczechać, m.in. za sprawą najbliższej publikacji PKB.

Wzrost PKB i głównych składowych, %



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

Grudniowy zestaw danych potwierdził, że polska gospodarka hamowała pod koniec 2019 r. i widzimy rosnące prawdopodobieństwo, że wzrost PKB nie przekroczył w IV kw. 3,5%.

Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 3,8% r/r, mniej niż oczekiwaliśmy my (4,8% r/r) i rynek (6,4% r/r). Po oczyszczeniu z wahań sezonowych, dane pokazały spadek produkcji o 2,9% m/m (najgorszy wynik od 2009 r.) i wzrost w ujęciu r/r o 2,1%. Większość analityków spodziewała się silnego odbicia po 1,4% r/r z listopada za sprawą dodatkowego efektu dni roboczych. Według naszych szacunków ten efekt nie mógł być jednak aż tak silny z uwagi na układ świąt bardziej sprzyjający urlopom niż rok temu. Polski przemysł odczuwa spowolnienie w strefie euro, co widać po mniejszych zamówieniach. W dobrach pośrednich odnotowano wzrost produkcji o 3,1% r/r, podczas gdy dobra inwestycyjne radziły sobie dość dobrze (6,1% r/r). Zakładamy, że polska produkcja przemysłowa będzie wykazywała niską dynamikę w kolejnych miesiącach, przynajmniej do czasu kiedy zacznie się odbicie w Niemczech. Stopniowej poprawy oczekujemy w dalszej części roku.

Produkcja budowlana spadła w grudniu o 3,3% r/r, podczas gdy my spodziewaliśmy się nieco mniej wyraźnego spadku (o 1,6% r/r), a rynek spodziewał się lekkiego wzrostu o 1% r/r. Słabość budownictwa (z wyjątkiem mieszkaniowego) prawdopodobnie będzie się jeszcze utrzymywać, pomimo dobrych warunków pogodowych. Decydujące będą słabe nakłady sektora publicznego i pogorszenie nastrojów inwestycyjnych w sektorze prywatnym.

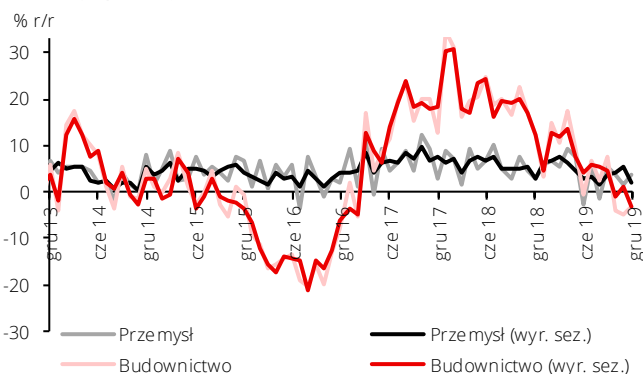
Pierwszy odczyt **indeksów nastrojów w firmach** za styczeń opublikowany przez GUS pokazał poprawę w przemyśle do najwyższego poziomu od roku (w ujęciu odsezonowanym), do czego w większym stopniu przyczyniła się ocena bieżącej sytuacji niż składniki opisujące oczekiwania. W budownictwie kontynuowany był spadek nastrojów w powolnym tempie. Pewną poprawę zanotowano w sektorze handlu hurtowego, ale w handlu detalicznym pesymizm był wyraźnie większy niż w grudniu (wskutek pogorszenia się oczekiwań w sektorze). To ciekawe, że nastroje w przemyśle się poprawiają, podczas gdy realne dane pokazują, że sektor wszedł w trudny okres.

Sprzedaż detaliczna wzrosła w grudniu 5,7% r/r, zgodnie z naszymi prognozami i trochę poniżej konsensusu rynkowego. Sądymy, że tempo wzrostu sprzedaży detalicznej i konsumpcji spowolni jeszcze, ale i tak spożycie indywidualne pozostanie głównym silnikiem wzrostu ekonomicznego dzięki rosnącym świadczeniom społecznym. Wnioski ze styczniowego badania **nastroju konsumentów** są podobne – ogólnie, nastrojów powoli się pogarsza, ale skłonność do dokonywania dużych zakupów pozostaje wysoka.

W grudniu tempo **wzrostu płac** wyniosło 6,2%, podczas gdy rynek oczekiwał 6,1%, a my 5,6%. Warto zauważyć, że pomimo odbicia względem listopadowego odczytu, dynamika płac w ujęciu 3-mies. średniej ruchomej nadal spadała w grudniu. Sądymy, że w styczniu tempo wzrostu płac może wynieść 7%, ale średnia za cały 2020 rok może być już blisko 6%. **Zatrudnienie** wzrosło o 2,6% r/r, zgodnie z oczekiwaniami.

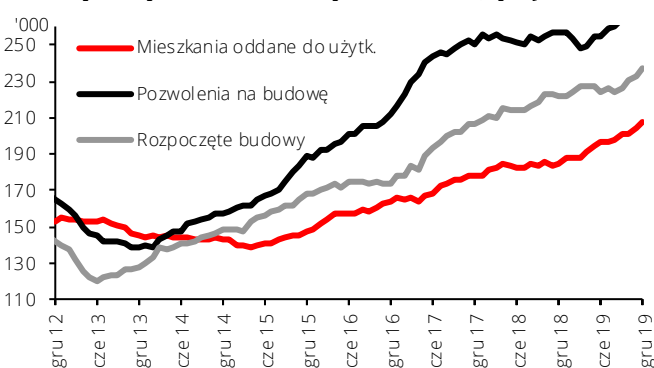
Minutes z ostatniego posiedzenia RPP opublikowane wczoraj przez NBP pokazały, że w styczniu posiedzenia Rada głosowała zarówno obniżkę stóp o 25 pb jak i podwyżkę o 15 pb. Wniosek o obniżkę pojawia się wrzesnia i w poprzednich głosowaniach popierał ją tylko E. Łon. Poprzedni wniosek o podwyżkę stóp złożony był w lipcu ub.r. i poparło go wtedy dwóch członków: E. Gatnar i K. Zubelewicz. Styczniowy wniosek mógł mieć według nas większe poparcie, ale mimo to nie wydaje nam się, żeby – nawet przy dalszym nasileniu inflacji – w tej kadencji RPP stopy zostały zmienione. Z opisu dyskusji na styczniowym posiedzeniu dowiedzieliśmy się, że członkowie, którzy obawiają się utrwalenia inflacji na wysokim poziomie, oceniają, że dojdzie jedynie do niewielkiego spowolnienia wzrostu. Wg nas oznacza to, że w miarę dalszego hamowania gospodarki te głosy będą cichnąć.

Produkcja przemysłowa i budowlana, % r/r



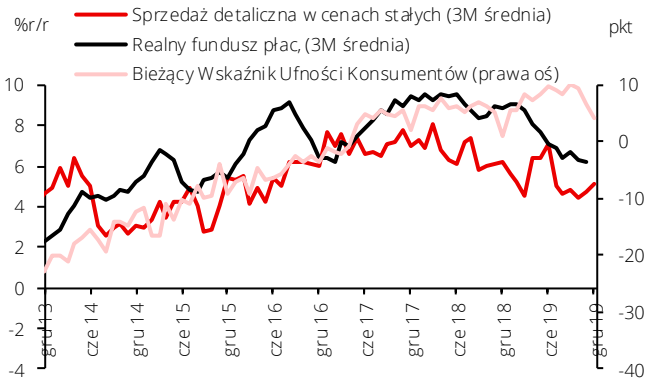
Źródło: GUS, NBP, Santander

Tendencje na rynku mieszkaniowym: 12m suma, tysiące



Źródło: NBP, Santander

Handel detaliczny, dochody i nastroje konsumentów



Źródło: GUS, Santander

Cytat tygodnia:

Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, 20 stycznia, PAP: Na razie RPP nie ma powodów do reakcji. Przewidywaliśmy realizujący się wzrost inflacji i wciąż przypuszczamy, że inflacja pod koniec pierwszego kwartału 2020 r. powinna wrócić w granice odchyień od celu. Dla NBP istotne jest utrzymanie wskaźnika inflacji w granicach 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc. Dopóki inflacja trwale nie przekracza granic pasma odchyień, nie widzę powodów, by niepokoić się tym wskaźnikiem i domagać się reakcji w postaci zmiany stóp procentowych.

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Złoty i inne waluty regionu osłabiły się w mijającym tygodniu pod wpływem mocniejszego dolara i niestabilnego nastroju na świecie. Odczyty indeksów aktywności ekonomicznej w Niemczech i całej strefie euro były całkiem niezłe, ale towarzyszyły im gorsze od prognoz dane z Polski, które również w pewnym stopniu przyczyniły się do osłabienia złotego. EURPLN wzrósł do 4,26, USDPLN to 3,86, CHFPLN do prawie 3,97, a GBPPLN do 5,04.

Węgierski forint radził sobie najslabiej w regionie i EURHUF ustanowił nowe historyczne maksimum na ok. 337,5. EURCZK oddalił się jeszcze bardziej od swojego wielomiesięcznego minimum na 25,0 i na koniec tygodnia był blisko 25,15. Rubel stracił do dolara drugi tydzień z rzędu. USDRUB nie przebił wsparcia na 61,0 i osiągnął chwilowo 62,0.

Stopy procentowe Rentowność polskich obligacji i stawki IRS spadły pod wpływem gorszych od prognoz danych z Polski oraz umocnienia za granicą, do którego przyczyniły się niestabilny nastrój na świecie jak też zachowawcza retoryka EBC. W efekcie, rentowność polskiej 10-letniej obligacji cofnęła się poniżej 2,30%, a odpowiednia stawka IRS obniżyła się do ok. 2%. 10-letni spread rentowności obligacji Polska-Niemcy jest w trendzie wzrostowym od początku roku i tendencja ta utrzymała się w ostatnich dniach – spread wzrósł do 258 pb, najwyższy od września.

Na aukcji obligacji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 6 mld zł przy popycie 10 mld zł.

Kluczowe wydarzenia

W ostatnim tygodniu stycznia, FOMC podejmie decyzję ws. stóp, a w Polsce i USA opublikowane zostaną ważne dane. Rynek będzie nadal śledził sytuację w Chinach, które próbują zatrzymać rozprzestrzenianie się nowego wirusa, więc nastrój na rynku może pozostać niestabilny.

My i rynek oczekujemy, że stopy Fed nie ulegną zmianie, a rynek widzi ponad 50% prawdopodobieństwo obniżki o 25 pb nie wcześniej niż we wrześniu.

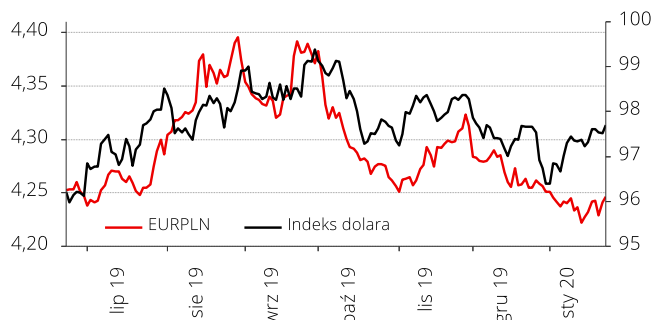
Na wycenę kolejnych ruchów Fed mogą mieć wpływ najbliższe dane z USA, w tym pierwszy odczyt PKB za IV kw. 2019 oraz odnośnie kondycji konsumentów (nastrój, wydatki, dochody).

Wpływ na rynek

Rynek FX Jak dotąd, kurs EURPLN porusza się zgodnie z tym czego się spodziewaliśmy. Złoty jest pod lekką, ale systematyczną presją i według nas EURPLN utrzyma się w delikatnym trendzie wzrostowym. Pierwszy cel to 4,27. EURUSD nie zdołał wzrosnąć nawet po publikacji lepszych od oczekiwań indeksów nastrojów (ZEW, PMI), co sugeruje, że w krótkim terminie dolar może pozostać mocny. Razem z niestabilnym nastrojem na świecie, może to ciążyć złotemu i innym walutom CEE.

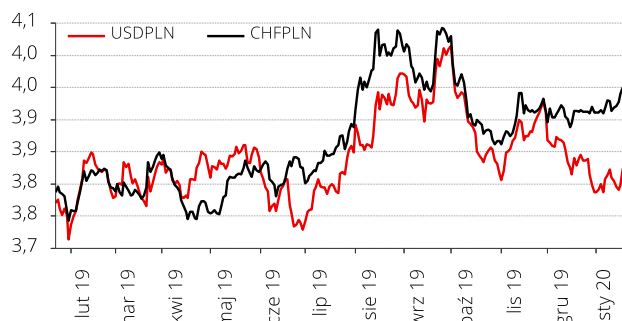
Stopa procentowa Polski dług odrobił część strat, ale rentowności w dalszym ciągu wahają się w pobliżu lokalnych szczytów. Ostatnie dane z Polski miały znaczący wpływ na krajowe obligacje – najpierw wysoka inflacja pchnęła rentowności w górę, potem słabsze odczyty produkcji i sprzedaży pomogły odreagować. Sądzymy, że w krótkim terminie, te dwie przeciwstawne siły będą się bilansować i rentowności i IRS mogą pozostać w obserwowanym od połowy stycznia trendzie bocznym w oczekiwaniu na kolejny impuls. Ewentualny ruch w dół będzie według nas jedynie korektą w trendzie wzrostowym, którego spodziewamy się w średnim terminie.

EURPLN i indeks dolara



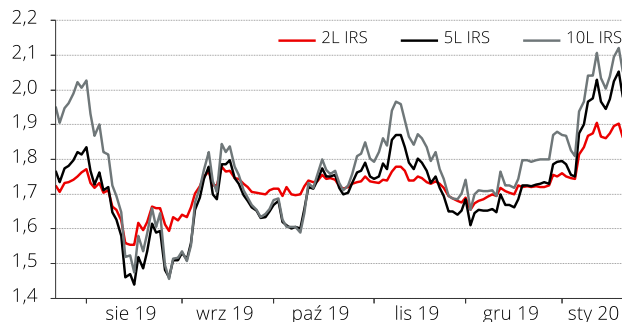
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



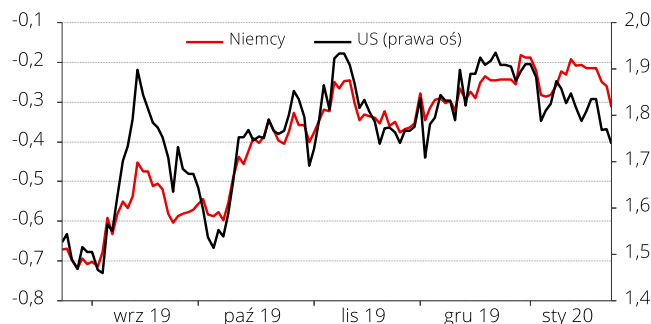
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (27 stycznia)							
10:00	DE	Ifo	I	pkt	97,0	-	96,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XII	%	5,2	5,2	5,1
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	XII	% m/m	1,5	-	1,3
WTOREK (28 stycznia)							
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	XII	% m/m	1,2	-	-2,1
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	I	pkt	128,0	-	126,5
ŚRODA (29 stycznia)							
10:00	PL	PKB	2019	% r/r	4,2	4,1	5,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	XII	% m/m	0,7	-	1,2
20:00	US	Decyzja FOMC		%	1,8	-	1,8
CZWARTEK (30 stycznia)							
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XII	%	7,5	-	7,5
11:00	EZ	ESI	I	pkt	101,8	-	101,5
14:00	DE	Inflacja HICP	I	% m/m	-0,8	-	0,6
14:30	US	PKB	IV kw.	% kw./kw.	2,2	-	2,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	214	-	211
PIĄTEK (31 stycznia)							
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	I	% r/r	1,4	-	1,3
11:00	EZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1,0	-	1,2
14:30	US	Wydatki osobiste	XII	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Dochody osobiste	XII	% m/m	0,3	-	0,5
14:30	US	Indeks cen PCE SA	XII	% m/m	0,2	-	0,2
16:00	US	Indeks Michigan	I	pkt	99,0	-	99,1

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