

Tygodnik ekonomiczny

Powrót obaw o wzrost

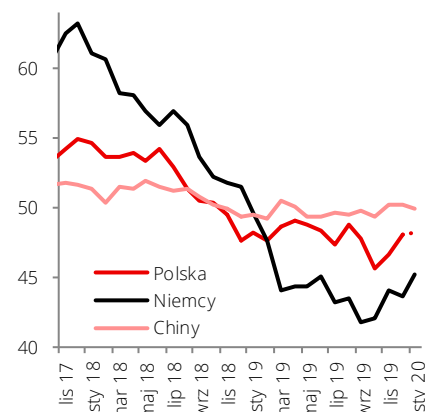
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Miniony tydzień minął pod znakiem wiadomości, budzących niepokój o perspektywę gospodarki. Wzrost PKB w całym 2019 r. wyniósł 4,0%, co sugeruje, że w IV kwartale spowolnił do ok. 3% r/r (a może nieco poniżej), czyli znacznie bardziej niż przewidywano (konsensus 3,8% r/r). Ostrzegliśmy o negatywnym potencjale tej publikacji. Opublikowane wskaźniki koniunktury GUS, NBP i Komisji Europejskiej dały nowe powody do niepokoju dot. tendencji w kolejnych miesiącach. Dodatkowo, informacje o rozprzestrzenianiu się koronawirusa z Chin zepchnęły globalne rynki w tryb awersji do ryzyka i snucia wizji poważnych zaburzeń w światowym handlu i gospodarce.
- W tej sytuacji nadchodzące dane o niemieckiej produkcji, zamówieniach i eksporcie, opisujące rzeczywistość sprzed wybuchu epidemii, a także wskaźniki PMI za styczeń, które będą publikowane w najbliższym tygodniu, mogą mieć dla rynków mniejsze znaczenie niż nowe informacje dotyczące rozprzestrzeniania wirusa i szans na jego opanowanie.
- Posiedzenie RPP w środę zapewne niczym nie zaskoczy – ostatnie dane i obawy o wpływ pandemii wzmacniają argumenty Rady, wg których nie ma potrzeby reagować na wzrost inflacji, ponieważ będzie on przejściowy.
- W najbliższym tygodniu marszałek Sejmu powinna w końcu wyznaczyć oficjalny termin wyborów prezydenckich (najbardziej prawdopodobna data to 10 maja), co oficjalnie rozpocznie kampanię wyborczą.

Wnioski rynkowe

- Tak długo jak rynki pozostają pod wpływem czynników globalnych, rozsądne jest oczekiwanie dalszego osłabiania złotego. Oczekujemy wzrostu EURPLN jedynie do poziomu 4,31-4,32, ale przy nasileniu globalnych obaw w zasięgu wydaje się być nawet 4,40.
- Gwałtowne ruchy EURPLN mogą odbić się negatywnie na polskich obligacjach. Zasadniczo na skutek niemal pustego kalendarza w przyszłym tygodniu polskie rentowności powinny tradycyjnie podążać za niemieckimi, przy czym może dochodzić do rozszerzania się spreadu między nimi.

PMI - przemysł



Źródło: Bloomberg, 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

W mijającym tygodniu dowiedzieliśmy się, że spowolnienie wzrostu gospodarczego było w IV kw. dotkliwsze niż zakładaliśmy. Do tego wyniki kwartalnej ankiety NBP wśród przedsiębiorstw oraz styczniowe wskaźniki nastrojów w biznesie sugerują, że w I kw. 2020 r. wzrostu PKB będzie jeszcze mniej.

Wzrost polskiego PKB w całym 2019 r. wyniósł 4,0%, poniżej prognoz, co oznacza, że w ostatnim kwartale roku dynamika wzrostu mieściła się w przedziale 2,8-3,1% r/r (zakładając brak rewizji poprzednich odczytów). Rozczarowała m.in. konsumpcja prywatna (która ma być przecież podporą wzrostu w 2020 r.), ale również eksport netto, który lekko obniżył wzrost PKB w IV kw. wbrew wskazaniom miesięcznych danych handlowych. Z drugiej strony, inwestycje przyspieszyły w ostatnim kwartale pomimo mocnych spadków w budownictwie. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

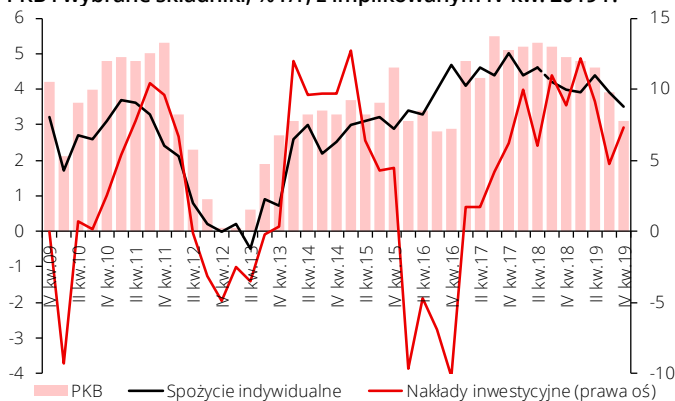
Dochody do dyspozycji brutto wzrosły o 9,2% r/r w III kw. 2019 wobec 7,4% r/r w I kw., głównie dzięki wyższym transferom socjalnym. Stopa oszczędności (w ujęciu rocznym) wzrosła do 2,9% w III kw. z 1,9% w I kw. co pokazuje, że wzrost dochodów mocniej przekłada się na wzrost oszczędności niż konsumpcji. Może to pomóc wyjaśnić słabość konsumpcji pod koniec 2019 r. Wpływ wsparcia fiskalnego dla dynamiki dochodów do dyspozycji zacznie wygasnąć w II poł. 2020 r.

Raport NBP „Szybki monitoring” za IV kw. 2019 r. oparty na ankietach wśród firm pokazał, że choć widać negatywne tendencje w wielu obszarach (popyt, aktywność, popyt na pracę), to wskaźniki bieżące są na dość wysokich poziomach. Autorzy ocenili jednak na bazie wskaźników oczekiwań, że w 2020 r. może dojść do wyraźnego pogorszenia kondycji firm. Część raportu opisująca inwestycje sprzyja naszej prognozie całkowitego ich zahamowania. Wskaźnik kontynuacji inwestycji spadł najniżej od 2009 r. a nowe projekty skoncentrowane mają być w większym stopniu niż w 2019 r. na redukcji kosztów a w mniejszym stopniu na zwiększaniu mocy produkcyjnych.

Styczniowe dane ESI o **nastrojach w biznesie** pokazały spadek ogólnego wskaźnika koniunktury oraz wskaźnika dla przemysłu w Polsce (oba są najniższe od trzech lat) mimo wzrostu ich odpowiedników dla całej strefy euro. Wskaźnik dla polskiego sektora usług spadł do najniższego poziomu od sześciu lat. Gorzej niż przed miesiącem wypadły też nastroje konsumentów i sektora handlu detalicznego, za to wskaźnik dla budownictwa odnotował trzecią z rzędu delikatną poprawę. Obecny poziom aktywności został uznany w styczniu jako dużo gorszy niż w grudniu przez firmy z sektora przemysłu, usług i handlu detalicznego. Dodatkowo, w przemyśle miał miejsce dalszy poważny spadek oczekiwań co do przyszłej skali aktywności (indeks jest teraz najniższy od sześciu lat) oraz wskaźnika nowych zamówień z zagranicy (najniższy od trzech lat). Sektorowe wskaźniki koniunktury GUS również spadły. Wyjątkiem był przemysł, gdzie nagły optymizm co do bieżącej sytuacji gospodarczej podniósł wskaźnik do najwyższego poziomu od niemal roku - pomimo słabych nowych zamówień i produkcji. Dane GUS nt. łącznej wartości nowych zamówień w przemyśle pokazały w grudniu spadek o 3,7% r/r przy zamówieniach zagranicznych rosnących o 5,5% r/r. Implikuje to dotkliwy spadek w zakresie zamówień krajowych (które nie są prezentowane bezpośrednio).

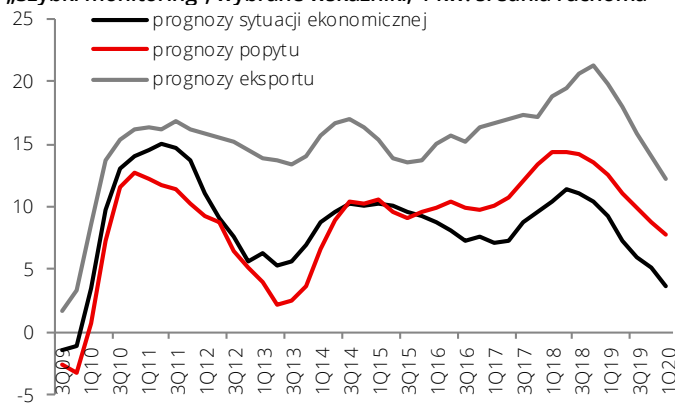
Wśród styczniowych wskaźników ESI uwagę zwraca wyraźny **wzrost oczekiwań cenowych** we wszystkich sektorach biznesowych. Za to wskaźnik opisujący oczekiwania inflacyjne konsumentów wciąż podąża jedynie stopniowo za przyspieszającą dynamiką CPI.

PKB i wybrane składniki, % r/r, z implikowanym IV kw. 2019 r.



Źródło: GUS, Santander

„Szybki monitoring”, wybrane wskaźniki, 4-kw. średnia ruchoma



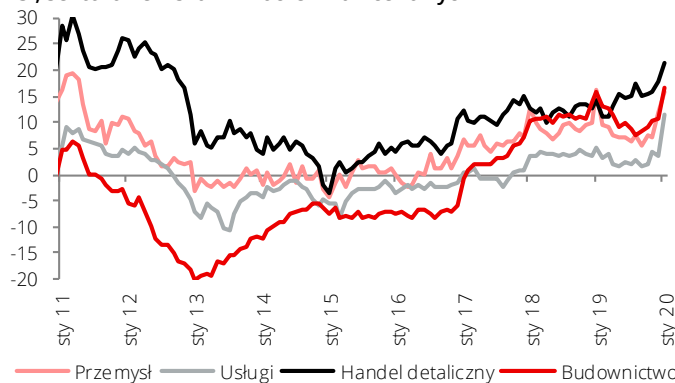
Źródło: NBP, Santander

Wartość nowych zamówień w przemyśle, %r/r, 3M śr. ruchoma



Źródło: GUS, Santander

ESI, sektorowe wskaźniki oczekiwań cenowych



Źródło: Komisja Europejska, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W mijającym tygodniu rynki były pod wpływem rozprzestrzeniającego się koronawirusa, co spowodowało obawy o globalny wzrost gospodarczy, przecenilo ryzykowne aktywa oraz obniżyło rentowności na rynkach bazowych a także przyczyniło się do osłabiania walut rynków wschodzących (od 0-3%). Ponadto, na złotego wpływały czynniki lokalne – implikowany wzrost gospodarczy w IV kw. 2019 wyniósł jedynie 2,8-3,1%. EURPLN wzrósł ponad 1,1% t/t i przełamał poziom 4,30. USDPLN zakończył tydzień po 3,90, CHFPLN po 4,02 a GBPPLN po 5,12. Węgierski forint dla odmiany zachowywał się najlepiej w regionie CEE i po 3 nieudanych próbach przebicia 338,8 przez EURHUF, kurs cofnął się i zamknął bez zmian względem poprzedniego tygodnia. Bank centralny Węgier nie zmienił stóp procentowych i pozostawił je na 0,9%. Kurs EURCZK wzrósł o 0,4% i zamknął tydzień na poziomie 25,25. Najgorzej w regionie radził sobie rubel – zarówno koszyk rubla jak i kurs USDRUB wzrosły o 2,2% do 66,4 oraz 63,45, na skutek taniejącej ropy – Brent do \$58,4.

Stopy procentowe Rentowności polskich obligacji oraz swapów spadły w tym tygodniu, podążając za rynkami bazowymi, a w szczególności krzywą niemiecką gdzie rentowności Bunda spadły z -33pb do -40pb. Rentowności polskiej 10L również obniżyły się o 7pb do 2,18%, zatem spread pozostał na niezmiennym poziomie 259pb. 10L swapy spadły o 9pb do 1,89% (asset swap 2pb szerzej). Kontrakty FRA 9x12 obniżyły się o 4bp do poziomu 3 miesięcznego WIBOR-u i tym samym przestały wyceniać jakiegokolwiek podwyżki stóp jakie być może miały miejsce po odczycie grudniowej inflacji na początku stycznia. FRA 21x24 obniżył się więcej: o 7pb do 1,65%. Ministerstwo Finansów podało, że podaż obligacji w II kw. może być niższa niż w I kw. W I kw. Ministerstwo planuje w sumie 4-5 aukcji na sumę PLN17-27mld, z czego PLN11mld już zostało sprzedanych. Następną aukcją odbędzie się 6 lutego 2020 r.

Kluczowe wydarzenia

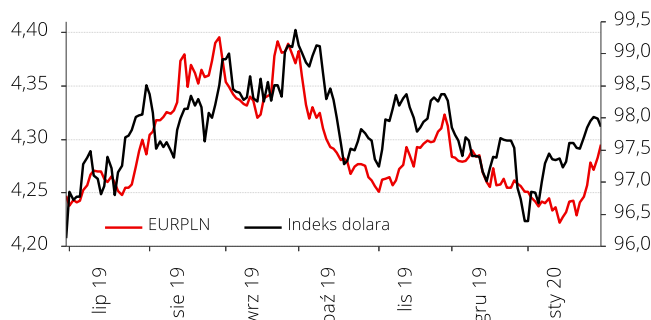
W przyszłym tygodniu publikowane będą PMI w wielu krajach na świecie. W USA poznamy ISM przemysłowy i usługowy oraz non-farm payrolls. Banki centralne regionu będą decydować o stopach procentowych w Polsce (środa, 1,50%), Czechach (czwartek, 2,0%) oraz Rumunii i Rosji (w piątek, 2,5%, 6,25%). W przyszłym tygodniu poznamy w Polsce jedynie PMI.

Wpływ na rynek

Rynek FX Tak długo jak rynki pozostają pod wpływem czynników globalnych, rozsądne jest oczekiwanie dalszego osłabiania złotego, w szczególności w kontekście pogarszających się fundamentów makroekonomicznych i wciąż relatywnie ujemnych realnych stóp procentowych. Jeśli globalne obawy ulegną umocnieniu, nie wykluczamy możliwości chwilowego osłabienia EURPLN do poziomu 4,40. Jednakże osłabienie w przyszłym tygodniu może nie być aż tak znaczne, oczekujemy wzrostu EURPLN jedynie niewiele do poziomu 4,31-4,32. Warto monitorować tempo osłabiania – jeżeli ruch okaże się gwałtowny to inwestorzy zagraniczni z niezabezpieczonymi pozycjami walutowymi mogą szybko wycofywać się z inwestycji i wpływać tym na inne rynki (opcji walutowych, obligacji). W przyszłym tygodniu może obniżyć się kurs PLN/HUF (do 77,0) biorąc pod uwagę wyprzedanego forinta oraz osłabiającego się złotego.

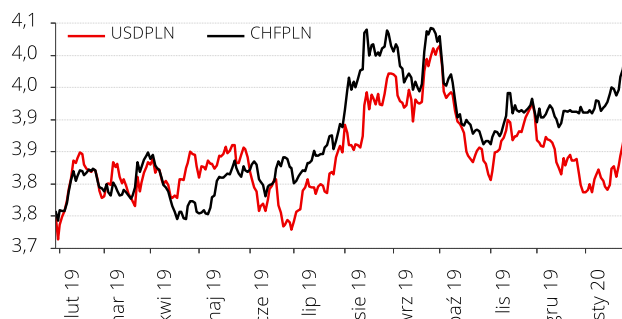
Stopa procentowa Nadzieje na bardziej stromą krzywą, które pojawiły się po odczycie grudniowej inflacji już zniknęły (swap 5y5y spadł do 1,96% z 2,21% - bez zmian m/m). Kolejne istotne dane makroekonomiczne to styczniowa inflacja, która zostanie jednak opublikowana dopiero 14 lutego. Na skutek pustego kalendarza w przyszłym tygodniu polskie rentowności powinny tradycyjnie podążać za niemieckimi. Przy czym warto mieć na uwadze 2 rzeczy: 10L spread PL-DE jest w średnioterminowym trendzie rozszerzającym się (w tym roku oczekujemy poziomu 300bp). Ponadto, (mało prawdopodobne) gwałtowne ruchy EURPLN w górę mogą wywołać analogiczny ruch niżej w cenach obligacji rządowych.

EURPLN i indeks dolara



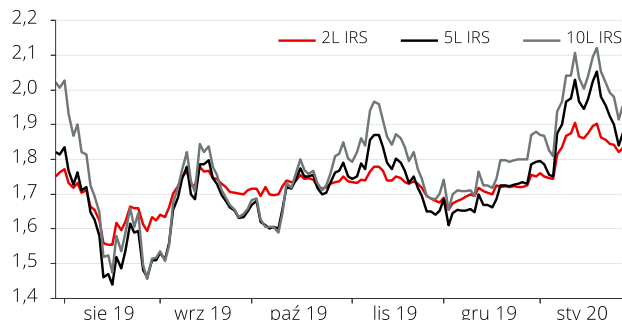
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



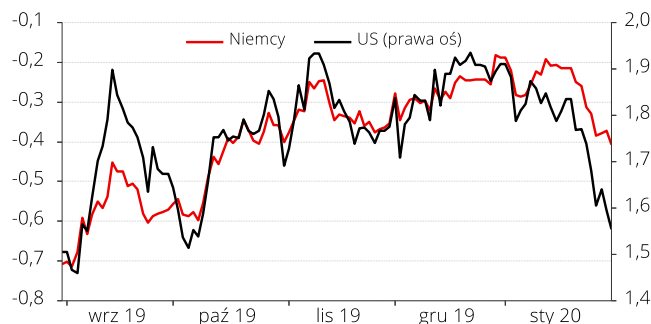
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 (3 lutego)							
09:00	PL	PMI przemysł	I	pkt	48,2	48,2	48,0
09:55	DE	PMI przemysł	I	pkt	45,2		43,7
10:00	EZ	PMI przemysł	I	pkt	47,8		46,3
16:00	US	ISM przemysł	I	pkt	48,3		47,2
WTOREK (4 lutego)							
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	XII	% m/m	2,3		2,4
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,7		-0,7
ŚRODA (5 lutego)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
02:45	CN	PMI usługi	I	pkt	52,0		52,5
09:55	DE	PMI usługi	I	pkt	54,2		52,9
10:00	EZ	PMI usługi	I	pkt	52,2		52,8
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	-0,5		1,0
14:15	US	Raport ADP	I	tys.	150,0		201,7
16:00	US	ISM usługi	I	pkt	55,1		55,0
CZWARTEK (6 lutego)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XII	% m/m	0,6		-1,3
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	1,8		-5,7
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	XII	% r/r	0,0		5,7
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego	6 lut		2,00		2,00
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	1 lut	tys.	215		216
PIĄTEK (7 lutego)							
08:00	DE	Eksport	XII	% m/m	0,3		-2,3
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	-0,2		1,1
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	I	tys.	160		145
14:30	US	Stopa bezrobocia	I	%	3,5		3,5

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