

Tygodnik ekonomiczny

Pierwsze dane za pierwszy kwartał

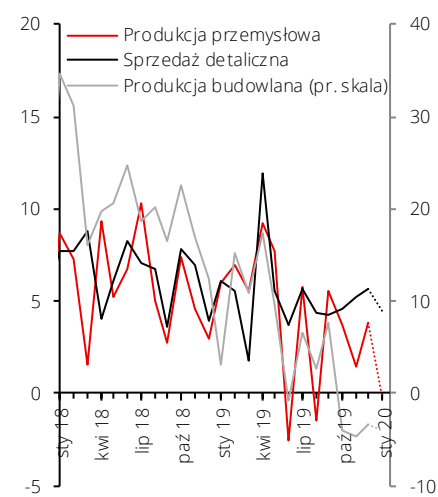
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W najbliższym tygodniu poznamy wstępne wskaźniki PMI dla gospodarek europejskich, powszechnie oczekiwane są dalsze spadki, m. in. ze względu na obawy związane z koronawirusem. Dane o niemieckim PKB w IV kw. 2019 pokazały jego stagnację i zapewne trochę trzeba będzie jeszcze poczekać na wyraźniejsze odbicie w Europie Zachodniej. Poza tym poznamy dane z rynku nieruchomości USA oraz protokół ze styczniowego posiedzenia FOMC.
- W kraju szereg ważnych danych gospodarczych: produkcja przemysłowa i budowlana sprzedaż detaliczna. Konsensusy rynkowe we wszystkich przypadkach są dość niskie, zapewne m. in. w związku z negatywnym zaskoczeniem w grudniowych danych. Nasze prognozy są nieznacznie lepsze od oczekiwań rynkowych dla produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, niemniej wskazują na odczyty spójne z kontynuacją spowolnienia gospodarczego w kraju w I kw., a w przypadku pozostałych publikacji jesteśmy z naszymi szacunkami poniżej konsensusu rynkowego. Poznamy też dane z rynku pracy, przy czym należy pamiętać, że dane o zatrudnieniu będą pod wpływem zmiany próby GUS, więc w zasadzie nie będą przydatne dla oceny obecnych trendów. Z kolei wzrost płac będzie pod wpływem podwyżki wynagrodzenia minimalnego. My szacujemy ten efekt na dodatkowy 1 punkt procentowy do dynamiki, więc odczyt w okolicach 7% oznaczałby przyśpieszenie bazowego wzrostu płac, niższy de facto spowolnienie.
- W zeszłym tygodniu polski rząd przesłał do TSUE swoją odpowiedź w sprawie zmian w Sądzie Najwyższym. Decyzję w sprawie tymczasowego zawieszenia Izby Dyscyplinarnej może teraz podjąć wiceprezes TSUE Rosario Silva de Lapuerta. Może ona też przekazać sprawę Wielkiej Izbie, przed którą odbędzie się rozprawa. Nie ma jednak żadnego harmonogramu dotyczącego tej sprawy.

Wnioski rynkowe

- Rozwój epidemii koronawirusa pozostaje kluczowym czynnikiem dla złotego. Jakkolwiek trudno prognozować to zjawisko, to niedawna zmiana diagnostyki i skokowy wzrost liczby zarejestrowanych zachorowań sugerują naszym zdaniem, że problem może występować dłużej niż obecnie jest to wyceniane przez rynek. Również pogarszające się krajowe wyniki gospodarcze powinny wpływać na osłabianie się polskiej waluty do 4,30 za euro. Słabsza aktywność gospodarcza będzie się przekładała na gorsze wyniki fiskalne budżetu, co może wpłynąć na relatywne osłabienie polskich obligacji w stosunku do papierów niemieckich.

Miesięczne dane o aktywności gospodarczej, %r/r



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

Inflacja wzrosła w styczniu do 4,4% r/r, mocniej niż oczekiwaliśmy. Skok częściowo wynikał z mocnych podwyżek cen żywności i energii, ale nie tylko, ponieważ wg naszych obliczeń inflacja bazowa po wyłączeniu tych elementów wzrosła do 3,3-3,5% r/r (najwyżej od 2002 r.) z 3,1%. Wg nas inflacja CPI utrzyma się powyżej 4% przez cały I kw. 2020 r., a potem będzie się stopniowo obniżać do 3% na koniec roku. Ryzykiem w górę dla tego scenariusza jest możliwe wprowadzenie podatku od sprzedaży detalicznej, druga runda podwyżek cen energii elektrycznej i dalsze zaburzenia w podaży żywności.

Wstępne dane o PKB potwierdziły, że wzrost gospodarczy wyraźnie wyhamował, do 3,1% r/r w IV kw. 2019., ale nie wniosły więcej informacji ponad to, co już wiedzieliśmy po wstępnym szacunku rocznego PKB. Wg nas dane nie zmieniają istotnie stanowiska RPP, która będzie nadal argumentować, że spowolnienie gospodarcze sprawia, że wzrost inflacji powyżej celu nie będzie trwał. Więcej o CPI i PKB w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

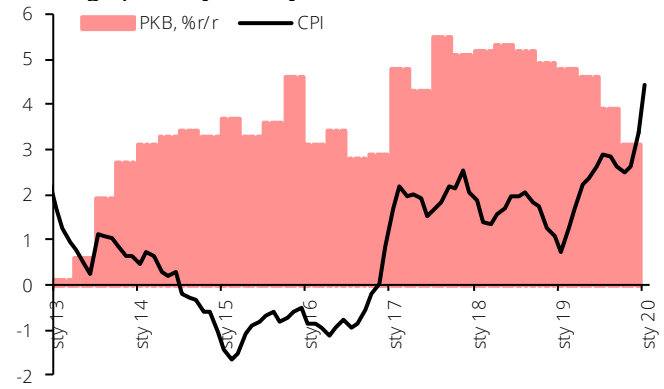
W grudniu 2019 r. saldo obrotów bieżących pokazało nadwyżkę 990 mln €, znacznie powyżej oczekiwań rynkowych, zakładających deficyt w okolicach 0,5 mld €. Źródłem zaskoczenia był przede wszystkim dobry wynik salda handlowego, które wyniosło +224 mln € wobec -1295 mln € rok wcześniej. Eksport przyszedł o 10,6% r/r a import zaledwie o 0,8% r/r, więc różnica dynamik tych dwóch zmiennych była najwyższa od grudnia 2013 r. Roczne saldo obrotów bieżących pokazało nadwyżkę 1,1% PKB (najlepszy wynik od kiedy dostępne są porównywalne dane tj. 2004 r.) wobec deficytu 1,0% PKB w 2018 r. Wg nas w 2020 r. saldo obrotów bieżących pozostanie wyraźnie dodatnie, gdyż słabnący popyt wewnętrzny będzie negatywnie przekładał się na wzrost importu. Zaskakująco wysoka nadwyżka towarów i usług sugeruje, że w IV kw. 2019 r. popyt krajowy przyczynił się mniej do wzrostu gospodarczego niż to sugerowały wstępne szacunki PKB za cały ub.r.

Płace w gospodarce narodowej wzrosły w IV kw. 2019 r. o 6,9% r/r wobec 7,7% w III kw. To najniższy odczyt od I kw. 2018 r., ale z drugiej strony hamowanie w końcówce ub.r. było nieco mniej wyraźne niż w samym sektorze przedsiębiorstw (z 6,8% r/r na 5,8%). W ujęciu realnym płace w gospodarce narodowej wzrosły w IV kw. o 3,9% r/r. Spodziewamy się, że w 2020 r. dynamika płac w gospodarce przyhamuje do ok. 6% r/r (z tego za ok. 1 pkt. proc. wzrostu będzie odpowiadać podwyżka płacy minimalnej). Biorąc pod uwagę podwyższony poziom inflacji oznacza to mniejszą siłę nabywczą dochodów z pracy i raczej nie zapowiada ożywienia wzrostu konsumpcji prywatnej, który od kilku kwartałów jest w trendzie stopniowego hamowania. Niemniej, popyt konsumentów pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego w tym roku.

Komisja Europejska w zimowej rundzie progностycznej utrzymała prognozę wzrostu PKB dla Polski na 3,3% w 2020 i 2021 r. jednocześnie podnosząc prognozę na br. dla Węgier (do 3,2%) i Rumunii (do 3,8%) a lekko obniżając dla Czech (do 2,1%). Taki rezultat dawałby Polsce w 2020 r. czwarte miejsce pod względem tempa wzrostu PKB (za Maltą, Irlandią i Rumunią) i trzecie miejsce w 2021 r. Prognoza polskiej inflacji została podniesiona do 2,7% w 2020 r. i utrzymana na 2,5% w 2021 r. (w obu latach jest to trzeci najwyższy wynik w UE, za Rumunią i Węgrami).

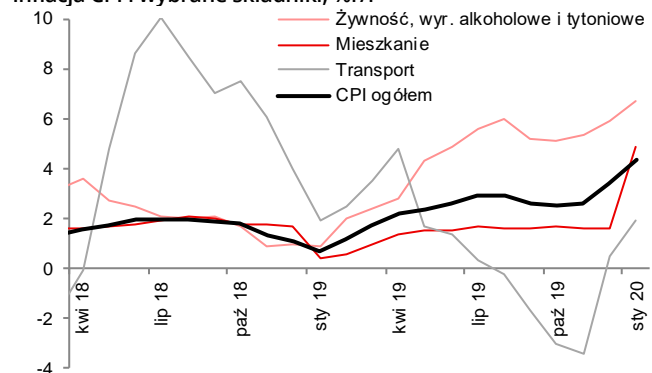
Nasze obliczenia, zawężone do bezpośrednich efektów zaburzeń w handlu Polska-Chiny przez **koronawirus**, wskazują, że gdyby przestoje w Chinach zakończyły się w ciągu miesiąca, wpływ na krajowy wzrost PKB byłby praktycznie pomijalny. Przy założeniu redukcji obrotów handlowych o połowę przez miesiąc (przy założeniu braku substytucji importem z innych krajów i braku wystarczających zapasów) wpływ na roczny PKB wyniósłby mniej niż 0,1% PKB (a od PKB w I kw. mogłaby odjąć 0,2-0,3%). Przy wydłużeniu zakłóceń do 3 miesięcy – ok. 0,2% dla rocznego PKB. Należy pamiętać, że pełne skutki dla gospodarki będą też obejmowały efekty pośrednie, np. wpływ na inne kraje europejskie, czego powyższe obliczenia nie obejmują. Więcej o wpływie koronawirusa w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

Wzrost gospodarczy a inflacja, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Inflacja CPI i wybrane składniki, %r/r



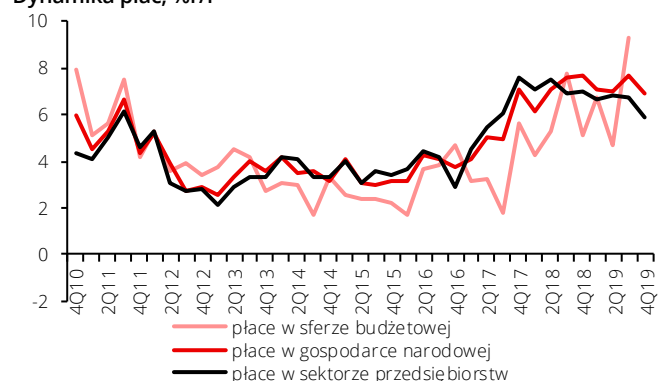
Źródło: NBP, Santander

Obroty handlowe, %r/r



Źródło: NBP, Santander

Dynamika płac, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Niepewność związana z koronawirusem na globalnych rynkach walutowych objawia się mocniejszym szwajcarskim frankiem, jenem oraz dolarem (indeks dolara wzrósł o 1,8% od początku miesiąca, o 0,7% w tydzień). Jednakże złoty, jak i pozostałe waluty regionu, regularnie zyskiwał względem euro w poprzednim tygodniu, częściowo na skutek coraz bardziej rosnących oczekiwań co do publikacji istotnych danych makroekonomicznych. EURPLN spadł w piątek rano do 4,240. Ani publikacja PKB za IV kwartał (3,1% r/r względem oczekiwań 3,0%) ani styczniowa inflacja (4,4% r/r vs 4,2%) nie zdołały przesunąć kursu daleko od tego poziomu i to pomimo pozytywnych zaskoczeń. Sugeruje to, że większość pozytywnych informacji została przez rynek wyceniona w dniach poprzednich. Na skutek większych ruchów walut G10, kursy złotego wobec innych walut nie zmieniły się w ujęciu tydzień do tygodnia: USDPLN po 3,91, CHFPLN po 3,99. Kurs GBPPLN wzrósł o 1,2% do 5,094.

Stopy procentowe Rentowności polskich obligacji konsekwentnie wzrastały każdego dnia mijającego tygodnia w oczekiwaniu na jastrzębie zaskoczenie w piątkowych publikacjach. W poniedziałek 10L POLGB miała rentowność 2,07% (najniższy poziom od 3 stycznia) a tuż przed publikacją danych w piątek osiągnęła 2,22% tylko po to by w klasycznym stylu „kupowania plotek - sprzedawania faktów” spaść po danych do 2,18%. Pozytywne nastawienie względem danych było obserwowane również na rynku FRA, gdzie zarówno 9x12 jak i mniej płynny 21x24 wzrosły z powrotem do poziomu 3M WIBOR-ów (ok. 1,71%). Ze względu na stabilne rentowności w Niemczech (i ogólnie – na rynkach bazowych), gdzie rentowności 10-latek pozostały na poziomie -0,39%, rozszerzył się spread 10L PL-DE do poziomu 260 pb. Ministerstwo Finansów podało, że w styczniu sprzedało obligacji detalicznych za kwotę 2,49 mld złotych.

Kluczowe wydarzenia

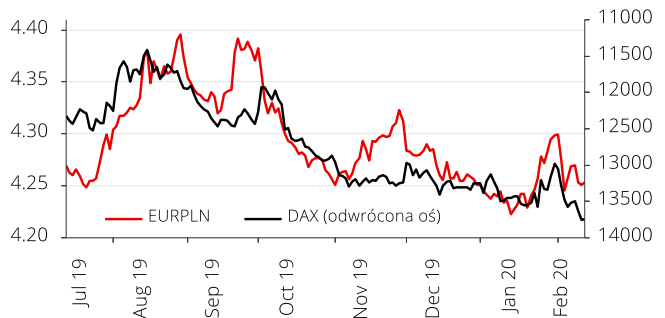
W przyszłym tygodniu, we wtorek publikowane są indeksy ZEW dla strefy euro oraz Niemiec a w piątek wstępne PMI w strefie euro, Niemczech oraz Francji. W USA we wtorek rozpoczyna się kolejna runda publikacji indeksów koniunktury w przemyśle przez lokalne oddziały Fed (Empire State), w środę PPI oraz *minutes* z posiedzenia FOMC, w czwartek Philly Fed, a w piątek sprzedaż domów. W czwartek Chiny decydują o stopach procentowych (póki co rynek oczekuje obniżki rocznej LPR o 10 pb). W Polsce też sporo publikacji (szczegóły w kalendarzu na kolejnej stronie), co do większości danych nasze prognozy są poniżej rynkowego konsensusu.

Wpływ na rynek

Rynek FX Prognozowanie polskich aktywów w najbliższym czasie wymaga *implicite* zdania na temat rozwoju sytuacji koronawirusa globalnie. Zadanie to jest ogólnie trudne, my zakładamy, że czas trwania będzie dłuższy a ewentualny wpływ na spowolnienie gospodarcze mocniejszy niż to obecnie rynek wycenia. Przy styczniowej inflacji 4,4% r/r oraz stopie NBP 1,5%, prawie 3% ujemna realna stopa procentowa w środowisku spowalniającego wzrostu powoduje, iż oczekujemy wzrostu EURPLN do 4,30 w najbliższym czasie.

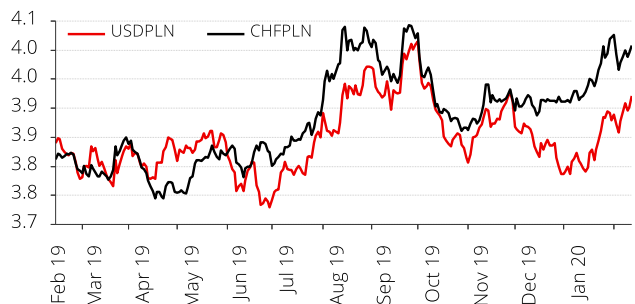
Stopa procentowa Przyzwoite (ok 70%) prefinansowanie potrzeb pożyczkowych brutto na 2020 r., niski (23,4%) udział inwestorów zagranicznych w polskim rynku długu i wysoka sprzedaż obligacji detalicznych w normalnych okolicznościach sugerowałyby przynajmniej stabilne rentowności obligacji w przyszłości. Tym bardziej, że inflacja na poziomie 4,4% r/r prawdopodobnie ustaliła szczyt i nie zmieni nastawienia RPP. Jednakże niezależnie od powyższego, w obliczu istotnych ryzyk do globalnego wzrostu gospodarczego, uważamy, że rynek znacznie przywiązuje więcej uwagi do sytuacji fiskalnej w Polsce. Wywiad z cenionym ekspertem byłym pracownikiem Ministerstwa Finansów Sławomirem Dudkiem rzuca trochę światła na tę kwestię. Wzrastająca świadomość ryzyk fiskalnych w kontekście prawdopodobnie niższego wzrostu powoduje, że zakładamy poszerzenie spreadu 10L PL-DE.

EURPLN i indeks DAX



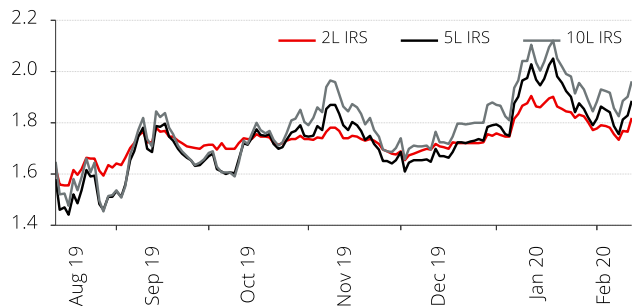
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



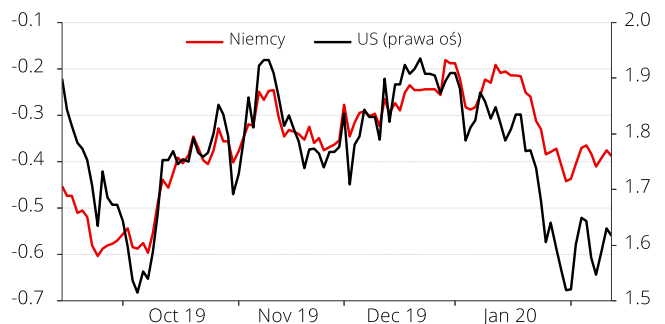
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 (18 lutego)						
11:00	DE	ZEW	II	pkt	-8,0	-9,5
ŚRODA (19 lutego)						
10:00	PL	Zatrudnienie	I	% r/r	2,1	1,6
10:00	PL	Płace	I	% r/r	7,0	6,1
14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	I	% m/m	-12,9	16,9
20:00	US	Minutes FOMC	29/01/2020		-	0,0
CZWARTEK (20 lutego)						
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-0,6	-0,1
10:00	PL	PPI	I	% r/r	1,0	0,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	15/02/2020	tys.	210	205
14:30	US	Indeks Philly Fed	II		10,0	17,0
PIĄTEK (21 lutego)						
09:30	DE	PMI przemysł	II	pkt	44,8	45,3
09:30	DE	PMI usługi	II	pkt	53,5	54,2
10:00	EZ	PMI przemysł	II	pkt	47,5	47,9
10:00	EZ	PMI usługi	II	pkt	52,2	52,5
10:00	PL	Produkcja budowlana	I	% r/r	-3,2	-4,0
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	I	% r/r	4,0	4,5
11:00	EZ	HICP	I	% r/r	1,4	1,4
16:00	US	Sprzedaż domów	I	% m/m	-1,2	3,6

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