

Tygodnik ekonomiczny

Jak mocno spowolniła konsumpcja prywatna?

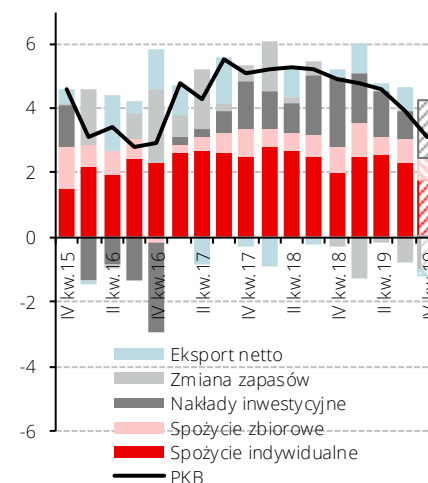
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Nowy tydzień na rynkach zacznie się od dyskontowania weekendowych ustaleń przedstawicieli G20 nt. wpływu koronawirusa na światową gospodarkę. Do tego w poniedziałek poznamy wskaźnik Ifo dla Niemiec i strefy euro a w czwartek indeksy ESI, które mogą precyzyjniej odzwierciedlić wpływ wirusa na nastroje przedsiębiorców niż PMI. Z uwagi na swoją konstrukcję wskaźnik PMI dla przemysłu Niemiec znacząco poprawił się w lutym – odnotowane wyraźne wydłużenie się czasu dostaw (wywołane wirusem) ma bowiem dodatni wpływ na indeks. Dla nastrojów rynkowych znaczenie będą też miały dane o dochodach i wydatkach amerykańskich konsumentów.
- W kraju w ostatni dzień roboczy lutego ukażą się dane o PKB za IV kw. Wiemy już, że wzrost gospodarczy przesunął się z ok. 4% r/r na ok. 3%, ale kluczowe jest który składnik za to odpowiada – szczególnie niepokojące byłoby wg nas gdyby okazało się, że to efekt wyhamowania konsumpcji prywatnej do mniej niż 3,5% r/r. Z drugiej strony najwyraźniej doszło do silniejszego wzrostu inwestycji niż w III kw. a w świetle grudniowych danych o bilansie płatniczym jest prawdopodobne, że eksport netto miał dodatni wkład do wzrostu.
- Z wydarzeń zagranicznych warto też wspomnieć o decyzji banku centralnego Węgier. Zmiana tonu na bardziej jastrzębi w obliczu szybko narastającej inflacji wyraźnie odróżniałaby się od zachowawczej postawy RPP.

Wnioski rynkowe

- Ostatnie dni pokazały, że notowania dolara były ważniejsze dla złotego niż rosnące indeksy giełdowe. Zakładamy, że EURUSD może się teraz ustabilizować, szczególnie po tym jak nie zdołał przebić ważnego wsparcia na 1,08. Jeżeli aprecjacja dolara nie będzie kontynuowana, wtedy złoty może przestać tracić i kurs EURPLN może pozostać poniżej tegorocznego szczytu na 4,31.
- Rynek opcyjny widzi rosnące prawdopodobieństwo umocnienia Bunda. Jeśli rentowność 10-letniej niemieckiej obligacji opuści dołem wąskie pasmo wahań i zacznie szybciej spadać, polski dług może z tego skorzystać. Rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji zbliżyły się do swoich poziomów wsparcia na odpowiednio 1,75% i 2,06%. Sądzymy, że mogą one być testowane w najbliższych dniach.

Struktura wzrostu PKB, % 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

W minionym tygodniu poznaliśmy pierwszą transzę danych z 2020 r. Były one dość mieszane, choć z lekką przewagą w stronę pozytywnego zaskoczenia, zwłaszcza ze względu na dane o produkcji w przemyśle i budownictwie. W każdym razie uważamy, że dane z tego tygodnia sugerują dalsze spowolnienie wzrostu w I kw. 2020 r., zwłaszcza jeśli chodzi o konsumpcję prywatną.

W styczniu **produkcja przemysłowa** wzrosła o 1,1% r/r wobec +3,8% r/r w grudniu, mocniej niż oczekiwaliśmy (-0,1% r/r). Negatywny wpływ na roczną dynamikę miała mniejsza liczba dni roboczych, podczas gdy w danych odsezonowanych nastąpiło przyspieszenie do 3,5% r/r z 2,1% r/r, jest to wynik bliski średniej za drugą połowę 2019 r. Branże nastawione na eksport radziły sobie dobrze, a produkcja dóbr pośrednich nie zanotowała spowolnienia w stosunku do grudnia (sektor ten radził sobie szczególnie słabo w 2019 wskutek spadku popytu zagranicznego). Nadchodzące miesiące mogą okazać się wyzwaniem dla polskiego przemysłu ze względu na słabą aktywność gospodarczą w Niemczech i potencjalne zaburzenia w spowodowane epidemią SARS-CoV-2. Najbardziej narażone na spowolnienie są sektory elektroniczne oraz tekstylne.

Styczeniowa **produkcja budowlana** była wyraźnie powyżej oczekiwań i wzrosła o 6,5% r/r podczas gdy rynek oczekiwał spadku o 3,6% r/r. Tegoroczny styczeń był jednym z najcieplejszych od lat: średnia temperatura była o 3,5°C wyższa r/r i w zasadzie nie było dni z temperaturą poniżej 0°C (patrz wykres obok). O ile dobra pogoda mogła poprawić wyniki sektora, to dane o produkcji przemysłowej wskazały na odbicie w działach związanych z budownictwem, np. w produkcji surowców mineralnych. Nie można zatem też wykluczyć, że sektor zaczyna się odbijać. Więcej na ten temat powiemy po danych lutowych, gdyż w tym miesiącu różnice pogodowe r/r nie są już tak wyraźne jak w styczniu.

W lutym **indeksy nastroju w biznesie** dla wszystkich branż oprócz „informacji i komunikacji” spadły w ujęciu miesięcznym. Nagły przrost optymizmu w przemyśle w styczniu (niepotwierdzony innymi ankietami) został niemal całkowicie zneutralizowany w lutym i indeks znalazł się z powrotem blisko średniej za II połowę 2019 r. Powszechne pogorszenie nastroju w biznesie w ujęciu miesięcznym dotyczyło głównie bieżącej oceny sytuacji, podczas gdy w przypadku oczekiwań zanotowano lekką poprawę.

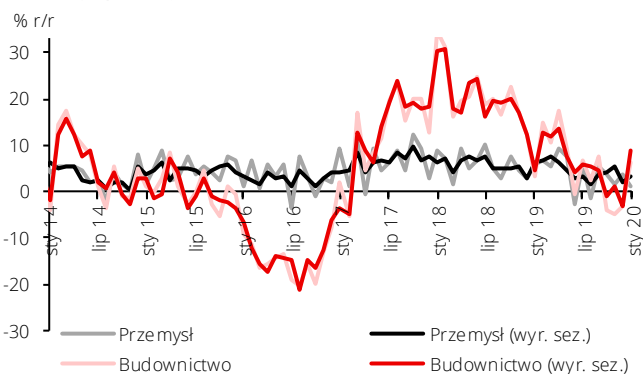
Tempo wzrostu płac w sektorze firm przyspieszyło do 7,1% r/r. Podwyżka płacy minimalnej mogła dodać ok. 1 pkt. proc. i wygląda na to, że nawet bez tego efektu tempo wzrostu płac pozostałoby mocne. **Zatrudnienie** w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 1,1% r/r, mniej niż oczekiwano, ale warto pamiętać, że pierwszy odczyt w roku jest pod mocnym wpływem efektu zmiany próby. W naszej ocenie popyt na pracę w Polsce słabnie i powinno to też ograniczać tempo wzrostu płac w nadchodzących miesiącach. Przyspieszająca inflacja zjada znaczną część dynamiki wzrostu płac, co przedkłada się na dalsze **pogorszenie nastrojów konsumentów**.

Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 3,4% r/r wobec oczekiwań rynku 4,1% i 5,7% w grudniu. Kategorie, które zaskoczyły negatywnie to dobra trwałe – samochody, meble, elektronika i RTV/AGD. Łącznie, sprzedaż dóbr trwałego użytku wzrosła o tylko 3,5% r/r, najmniej od września 2018 r. Wolniejsze tempo wzrostu sprzedaży detalicznej jest spójne ze spowolnieniem w funduszu płac i pogorszeniem nastrojów konsumentów.

Styczeniowy wniosek o obniżkę stóp o 25 pb popierał wciąż tylko E. Łon. Wniosek pojawił się znów w lutym. Z kolei styczeniowy wniosek o podwyżkę o 15 pb uzyskał poparcie 3 członków (Zubelewicz, Hardt, Gatnar), co jest zgodne z naszym rozeznaniami układu sił w Radzie i pokazuje, że obecne nasilenie inflacji nie skłania innych członków do myślenia o podwyżce. W lutym nie powtórzono wniosku o podwyżkę stóp, ale może pojawić się w marcu – to według nas wynika z ostatnich wypowiedzi Gatnara i Hardta.

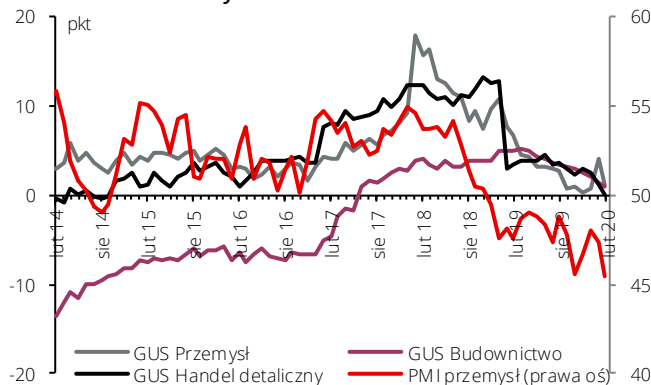
Opis dyskusji na lutymowym posiedzeniu RPP zawiera fragment traktujący o potencjalnej uporczywości czynników podbijających inflację i sugerujący, że głosowanie podwyżki w marcu będzie zależało od nowej projekcji. Dokument zawiera też zapis, że zdaniem większości gospodarka może hamować mocniej niż zakładano – dlatego też obecną wysoką inflację należy przeczekać, a jej powrót do celu nastąpi jeszcze w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Nadal większość Rady wskazuje na podażowo-regulacyjny charakter ostatniego wzrostu inflacji. Zdaniem większości oczekiwania inflacyjne nie stanowią problemu – ich wzrost ma charakter adaptacyjny a firmy w obliczu spowolnienia będą podnosić ceny w ograniczonym stopniu. Zakładamy brak zmian stóp w Polsce w 2020 r.

Produkcja przemysłowa i budowlana, 5 r/r



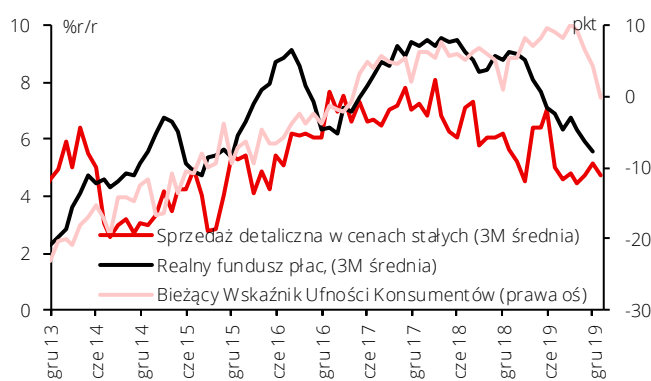
Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki koniunktury GUS



Źródło: GUS, Santander

Handel detaliczny, optymizm i dochód konsumentów



Źródło: GUS, Santander

Cytat tygodnia:

Eugeniusz Gatnar, członek RPP, 18 lutego, PAP: Jeżeli marcowa projekcja pokaże w horyzoncie projekcji podniesioną ścieżkę inflacji w stosunku do projekcji listopadowej, ze wskaźnikiem CPI w górnym paśmie odchyleniu od celu, wskazane będzie wówczas złożenie wniosku o podwyżkę

Łukasz Hardt, członek RPP, 21 lutego, PAP: Poprzez podwyżkę o 15 pb. bank centralny zakomunikowałby, że nadal mocno trzyma się celu inflacyjnego i mandatu określonego w art. 3 ustawy o NBP. Byłoby to więc wyraźne działanie wzmacniające wiarygodność polityki monetarnej i ograniczające wzrost oczekiwań inflacyjnych. (...) Jeśli projekcja inflacji nie pokaże wyraźnego powrotu inflacji do celu w najbliższym czasie, przy utrzymywaniu się czynników trwale utrzymujących inflację na wyższym poziomie, jest bardzo prawdopodobne, że na marcowym posiedzeniu do rozważenia będzie wniosek o podwyżkę stóp.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W mijającym tygodniu złoty osłabił się do głównych walut – o ok. 1% do euro, dolara i franka oraz mniej niż 0.1% do funta. Wśród walut z rynków wschodzących, w ostatnich dniach jedynie ukraińska hrywna zanotowała umocnienie. Złoty oraz inne waluty były pod presją mocnego dolara, podczas gdy główne giełdy zanotowały wzrost. Kurs EURPLN zbliżył się do 4,30, naszego celu z zeszłego tygodnia i górnego ograniczenia przedziału wahań 4,24-4,30 obserwowanego od początku lutego.

Stopy procentowe IRS i rentowności spadły o ok. 10 pb dzięki lekkiemu umocnieniu obligacji z rynków bazowych. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy zawęził się o ok. 5 pb do 255 pb. Na aukcji zamian, Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 4,1 mld zł i podało, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są pokryte już w 73%.

Kluczowe wydarzenia

W przyszłym tygodniu bank centralny Węgier ogłosi decyzję w sprawie stóp procentowych i poznamy ważne dane z USA.

Węgierska inflacja wzrosła znacząco w styczniu do 4,7% r/r z 4,0% r/r w grudniu. Wiceprezes banku centralnego Węgier (MNB) Nagy powiedział, że bank wykorzysta wszelkie dostępne narzędzia by sprowadzić inflację do celu, ale zapewne poczeka do marca, aby móc wtedy lepiej ocenić wpływ koronawirusa na gospodarkę. Niezależnie, komunikacja po lutowym posiedzeniu może być mniej gołębia niż w poprzednich miesiącach.

Wpływ na rynek

Rynek FX Ostatnie dni pokazały, że notowania dolara były ważniejsze dla złotego niż rosnące indeksy giełdowe.

EURUSD spada od początku roku. 8-tygodniowa % zmiana wskazuje, że tempo spadku jest najszybsze od połowy 2018. Wówczas EURUSD ustabilizował się na kilka kolejnych tygodni po umocnieniu dolara. W ostatnim czasie amerykańska waluta zyskała dzięki dobrym danym z USA i wg nas kolejne odczyty musiałyby zaskoczyć mocno na plus, by pchnąć EURUSD niżej. Zakładamy, że kurs może się teraz ustabilizować, szczególnie po tym jak nie zdołał przebić ważnego wsparcia na 1,08.

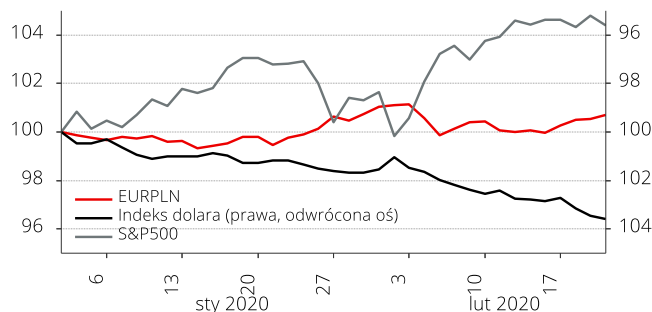
Jeżeli aprecjacja dolara nie będzie kontynuowana, wtedy złoty może przestać tracić i EURPLN może pozostać poniżej tegorocznego szczytu na 4,31.

Jest szansa na to, że forint może zyskać do złotego w najbliższych dniach jeżeli bank centralny Węgier podtrzyma oczekiwania rynku na mniej akomodacyjną politykę pieniężną. Jeśli bank centralny będzie brzmiał choćby nieco bardziej jastrzębio, złoty może pozostać sam w grupie CEE3 bez perspektyw na bardziej restrykcyjną politykę pieniężną przy wysokiej inflacji.

Stopa procentowa Po stabilizacji obserwowanej od początku lutego, rentowność 10-letniego Bunda próbowała wznowić ruch spadkowy, ale powstrzymała ją przed tym lepsze od prognoz wstępne szacunki lutowych PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec. Według oficjalnego komunikatu do danych niemieckich, IHS Markit napisał, że niemal połowa z miesięcznego wzrostu była skutkiem wydłużenia czasu dostaw, co z kolei można wiązać z wpływem koronawirusa. Jeśli rynek zda sobie sprawę, że zaskakujący wzrost indeksu nie mówi całej prawdy, popyt na bezpieczne aktywa może wrócić. Rynek opcyjny widzi rosnące prawdopodobieństwo umocnienia Bundu. Jeśli rentowność 10-letniej niemieckiej obligacji opuści dołem wąskie pasmo wahań i zacznie szybciej spadać, polski dług może z tego skorzystać.

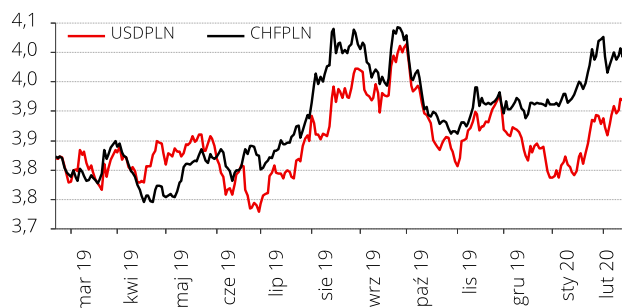
Rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji zbliżyły się do swoich poziomów wsparcia na odpowiednio 1,75% i 2,06%. Sądzymy, że mogą one być testowane w najbliższych dniach.

EURPLN, indeks dolara i S&P500 (1 stycznia 2020=100)



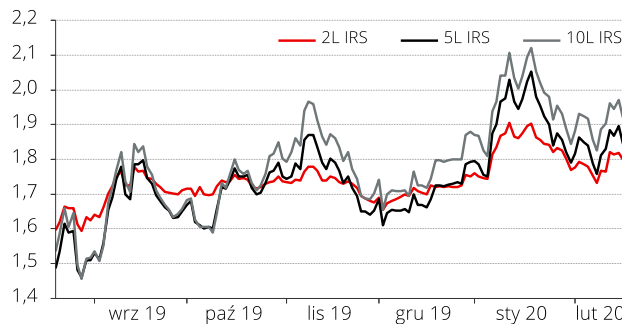
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



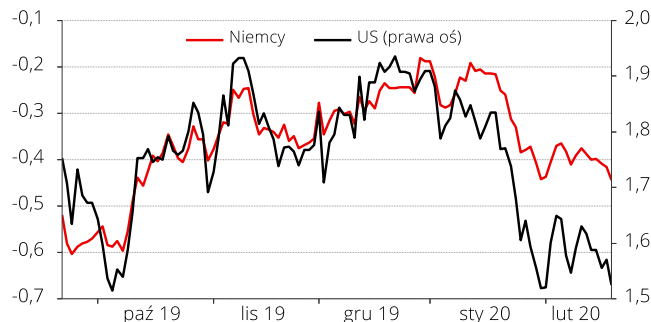
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 | | |
| PONIEDZIAŁEK (24 lutego) | | | | | | | |
| 10:00 | DE | Ifo | II | pkt | 95,3 | - | 95,9 |
| 14:00 | PL | Podaż pieniądza M3 | I | % r/r | 8,8 | 9,0 | 8,3 |
| WTOREK (25 lutego) | | | | | | | |
| 08:00 | DE | PKB | IV kw. | % r/r | 0,4 | - | 0,4 |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia | I | % | 5,5 | 5,5 | 5,2 |
| 14:00 | HU | Decyzja banku centralnego | | % | 0,90 | - | 0,90 |
| 16:00 | US | Indeks nastroju konsumentów | II | pkt | 132,1 | - | 131,6 |
| ŚRODA (26 lutego) | | | | | | | |
| 16:00 | US | Sprzedaż nowych domów | I | % m/m | 2,3 | - | -0,4 |
| CZWARTEK (27 lutego) | | | | | | | |
| 11:00 | EZ | ESI | II | pkt | 102,4 | - | 102,8 |
| 14:30 | US | Zamówienia dóbr trwałych | I | % m/m | -1,5 | - | 2,4 |
| 14:30 | US | PKB | IV kw. | % kw./kw. | 2,2 | - | 2,1 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tyg. | tys. | 211 | - | 210 |
| 16:00 | US | Niezakończona sprzedaż domów | I | % m/m | 2,0 | - | -4,9 |
| PIĄTEK (28 lutego) | | | | | | | |
| 09:00 | HU | PKB | IV kw. | % r/r | 4,5 | - | 4,5 |
| 10:00 | PL | PKB | IV kw. | % r/r | - | 3,1 | 3,9 |
| 10:00 | PL | Konsumpcja prywatna | IV kw. | % r/r | - | 3,5 | 3,9 |
| 10:00 | PL | Inwestycje | IV kw. | % r/r | - | 7,3 | 4,7 |
| 14:00 | DE | Inflacja HICP | II | % m/m | 0,4 | - | -0,8 |
| 14:30 | US | Wydatki osobiste | I | % m/m | 0,3 | - | 0,3 |
| 14:30 | US | Dochody osobiste | I | % m/m | 0,3 | - | 0,2 |
| 14:30 | US | Indeks cen PCE | I | % m/m | 0,1 | - | 0,3 |
| 16:00 | US | Indeks Michigan | II | pkt | 100,6 | - | 100,9 |

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