

Tygodnik ekonomiczny

Wirus nadal na pierwszym planie

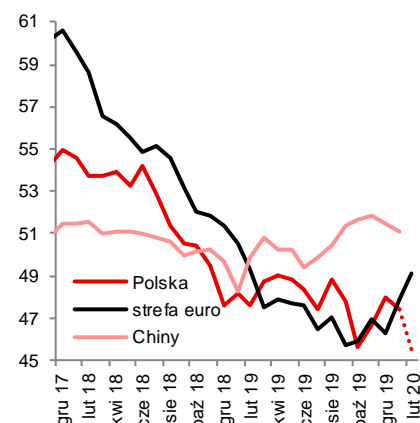
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Zeszły tydzień był zdominowany przez obawy przed ekspansją koronawirusa i prawdopodobnie najbliższy tydzień będzie wyglądał podobnie. W poniedziałek i środę poznamy indeksy PMI, ale w przypadku Niemiec i strefy euro nie będą szczególnie ciekawe, gdyż opublikowano już wstępne odczyty. Ciekawsza będzie statystyka dla Polski, gdyż pokaże ona jak wyglądały nastroje przedsiębiorców tuż przed ekspansją wirusa w Europie. Warto jednak przypomnieć ciekawą wadę konstrukcyjną wskaźnika: potencjalne wydłużenie czasu dostaw zwiększa jego wartość (co m.in. stało za wzrostem tego indeksu dla Niemiec). Poza tym ważne dane z USA – zamówienia w przemyśle i zatrudnienie poza rolnictwem. Jako że na rynku dominuje pesymizm, to i prognozy są niskie, nie można zatem wykluczyć pozytywnego zaskoczenia.
- W Polsce poza PMI kolejne posiedzenie RPP. Jakkolwiek nie spodziewamy się zmian stóp, to Rada zostanie skonfrontowana ze styczniowym wzrostem inflacji CPI do 4,4% r/r, który jest wyraźnie powyżej oczekiwań bankierów centralnych. W każdym razie uważamy, że przyspieszenie inflacji zostanie ponownie nazwane „tymczasowym” a RPP skupi się na słabszych danych z gospodarki i być może znowu usłyszymy, że następnym ruchem będzie raczej obniżka, niż podwyżka. Na obecnym posiedzeniu poznamy też nową projekcję inflacyjną. Spodziewamy się wzrostu ścieżki inflacji i obniżenia oczekiwań co do wzrostu gospodarczego. Niewykluczone, że po raz kolejny na tym samym posiedzeniu rozpatrywane będą wnioski o obniżkę i podwyżkę stóp.

Wnioski rynkowe

- Oceniamy, że złoty znajduje się w trendzie na osłabienie i niewykluczone, że EURPLN osiągnie 4,35, gdzie powinien się stabilizować. Jednocześnie spodziewamy się umocnienia euro do dolara, zatem para USDPLN może poruszać się w dół.
- Spodziewalibyśmy się korekty po ostatnim umocnieniu na rynku długu, zwłaszcza, że rynek stopy procentowej zaczął wyceniać już kilka obniżek stóp procentowych, co wydaje się być zbyt pesymistyczną interpretacją. Wiadomości o stymulacji fiskalnej w Chinach lub Niemczech wzmocniłyby taki ruch. Z drugiej strony nie można wykluczyć dalszego wzrostu liczby zachorowań na Covid-19, co mogłoby pchnąć rentowności w dół.

Wskaźniki PMI dla przemysłu przetwórczego



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

Dane o PKB za IV kw. zaniepokoiły słabszym od oczekiwań popytem krajowym. Wg badania ESI nastroje konsumentów znów się wyraźnie pogorszyły w lutym. Rynek pracy pozostał silny w IV kw. oceniając po danych BAEL. Dane kredytowe pokazały, że tylko kredyty hipoteczne nie spowalniają.

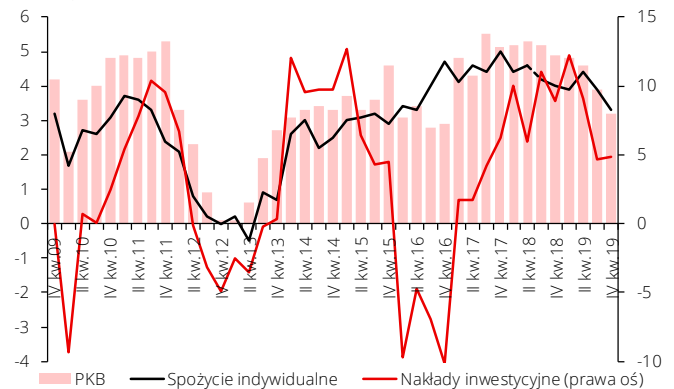
Wzrost PKB w IV kw. 2019 r. wyniósł 3,2% r/r i 0,3% k/k w ujęciu odsezonowanym. Wyniki były 0,1 pkt. proc. powyżej wstępnych szacunków opublikowanych dwa tygodnie temu. Do tego wzrost za cały 2019 r. został podniesiony do 4,1% z 4,0%. Konsumpcja prywatna spowolniła do 3,3% r/r w IV kw., najniższego tempa od II kw. 2016 r. (pomimo transferów od rządu przekraczających 20 mld zł i wciąż solidnych wzrostach dochodów z pracy), wskazując na wzrost stopy oszczędzania gospodarstw domowych. Wzrost inwestycji wyniósł 4,9% r/r (wobec 4,7% w III kw.), co oznacza, że zaskakujące odbicie (do ponad 7%) zasugerowane przez wcześniejsze wstępne dane nie zmaterializowało się (ale wobec spadku nakładów samorządów o 10,7% r/r w IV kw. oznacza to, że inwestycje prywatne musiały rosnąć o ok. 15% r/r). Wkład eksportu netto do wzrostu PKB urósł do 1,1 pkt. proc., co jest spójne z dużą poprawą salda handlu międzynarodowego. Ogólnie, chociaż tempo wzrostu PKB było nieco wyższe niż pokazał wstępny szacunek, to wyniki jego składowych budzą raczej obawy, bowiem spowolnienie wynikało głównie ze słabego popytu krajowego (który wzrósł o zaledwie 2,2% r/r, najwolniej od 2016 r.). Wzrost niepewności na początku roku związany z koronawirusem i zakłócenia w łańcuchach dostaw mogą spowodować jeszcze głębsze spowolnienie konsumpcji i inwestycji. Wzrost PKB prawdopodobnie dalej spowolni w I kw., poniżej 3%. Więcej w naszym [Komentarzu ekonomicznym](#).

Według **wskaźników ESI dla Polski**, w lutym doszło do dalszego pogorszenia nastrojów w biznesie oraz wśród konsumentów. Główny wskaźnik koniunktury i łączny wskaźnik zatrudnienia były najniższe od 3,5 lat. Sektor budowlany odczuł poprawę bieżącej aktywności prowadzącej do ponownego narastania problemu niedoboru rąk do pracy. Sektor usług sygnalizuje najgorsze warunki bieżącej działalności i oczekiwany popyt od sześciu lat. Sektor handlu detalicznego coraz bardziej obawia się o zamówienia w kolejnych miesiącach. Z kolei konsumenci skorygowali w dół bieżącą ocenę i oczekiwania co do gospodarki oraz swojej przyszłej sytuacji finansowej a w rezultacie wyraźnie spadły wskaźniki skłonności dużych wydatków. Nie widać, żeby rozszerzanie się epidemii drastycznie odbiło się na oczekiwaniach firm, dość szybko pogarszają się za to nastroje konsumentów.

W styczniu **podaż pieniądza M3** wzrosła o 9,3% r/r, bardziej niż zakładał rynek (8,8%). Słabła dynamika depozytów gospodarstw domowych - do 9,1%, najniższej od ponad roku, przez dalszy spadek środków na lokatach terminowych) Dynamika depozytów przedsiębiorstw wzrosła do 13% r/r, najwyższej od połowy 2016 r. Po stronie kredytu, po usunięciu wpływu wahań kursowych, roczny wzrost wyniósł 5,3% wobec 5,2% poprzednio - kredyt dla gospodarstw domowych rósł nadal w tempie 6,6% r/r (jest to też średnie tempo z II poł. 2019 r.), podczas gdy kredyt dla przedsiębiorstw przyspieszył z 3,3% r/r do 3,8%, co jednak jest wciąż jednym z najniższych odczytów ostatnich trzech lat. W konsumpcyjnych kredytach złotych dla gospodarstw domowych kontynuowane jest stopniowe spowolnienie - do 8,6% r/r w styczniu z blisko 10% r/r we wrześniu, jednocześnie dynamika złotych kredytów hipotecznych utrzymuje się na podobnych poziomach co w poprzednich miesiącach, 12,4% r/r. (to najsilniejsze tempo od ponad czterech lat).

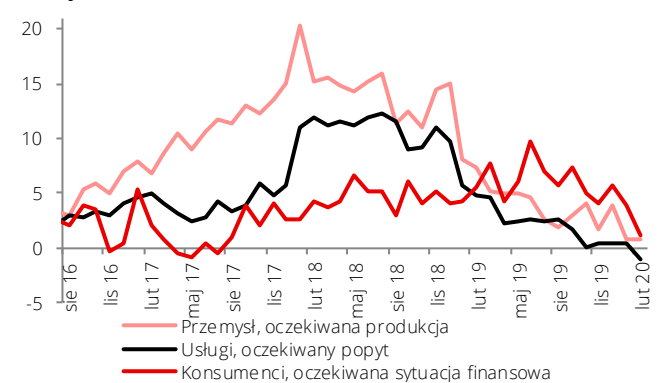
Wg **danych BAEL** w IV kw. 2019 r. stopa bezrobocia ustanowiła nowy rekord obniżając się do 2,9% wobec 3,1% w III kw. 2019 r. i 3,8% w IV kw. 2018 r. Miesięczne szacunki Eurostatu sugerowały delikatny wzrost w IV kw. Roczny spadek stopy bezrobocia (o 0,9 pkt. proc.) był nawet intensywniejszy niż poprzednio. Liczba bezrobotnych spadła w ciągu roku o 163 tys. (to najszybszy roczny spadek od II kw. 2018 r.), czyli o 25,1%. Liczba ludności w wieku produkcyjnym nadal kurczyła się w tempie 0,5% r/r. Wzrosła za to istotnie w skali roku liczba pracujących, o 0,4% r/r, po raz pierwszy od III kw. 2018 r. Współczynnik aktywności zawodowej wyniósł w IV kw. 56% co oznacza, że w skali roku wciąż się obniżał, piąty kwartał z rzędu.

PKB i główne składniki, %/r



Źródło: GUS, Santander

ESI, wybrane wskaźniki dla Polski



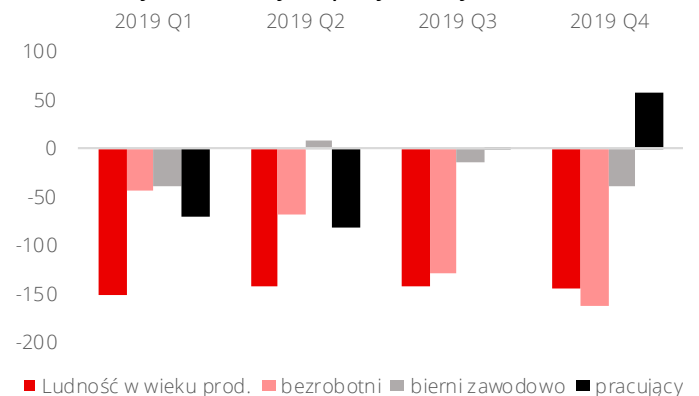
Źródło: Komisja Europejska, Santander

Wzrost kredytu, %/r (kredyty firm skorygowane o efekt kursowy)



Źródło: NBP, Santander

BAEL - zmiany statusu na rynku pracy, r/r w tys. osób



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W ubiegłym tygodniu zachowanie złotego w stosunku do głównych walut DM było zróżnicowane. EURPLN wzrósł o 1,1% do 4,336 podobnie jak inne waluty EM na skutek wzmożonej awersji do ryzyka. EURHUF wzrósł o 0,9% do 340,1, EURCZK o 1,3% do 25,4 a koszyk rubla o znaczne 5,8% do 70,4 (ropa potaniała 13% licząc tydzień do tygodnia). W międzyczasie indeks dolara spadł jednak o 1% (EURUSD w górę o 2%, GBPUSD niżej o 0,8%) i w rezultacie USDPLN spadł o 0,6% do 3,93 a GBPLN o 1,3% do 5,06. Zmienność zrealizowana EURPLN wzrosła, jednak co istotniejsze pierwszy raz od dłuższego czasu wzrosły też zmienności implikowane (1R o 0,5pp).

Stopy procentowe Rentowności na rynkach bazowych mocno spadały w ubiegłym tygodniu i jak zwykle rentowności polskich obligacji podążały za nimi. Co interesujące, tym razem POLGBs, w szczególności te na długim końcu krzywej, podążały bardziej za krzywą amerykańską niż Niemiecką, co zazwyczaj czynią. Rentowności obligacji amerykańskich o tenorach 2L i 5L spadły poniżej 1,0%, a 10L odnotowała rekord wszechczasów na poziomie 1,16% - cała krzywa przesunęła się równolegle w dół o 30bp. Krzywa niemiecka obniżyła się mniej więcej o połowę tego. Polska 10L obniżyła się o 37pb do 1,69%. 10L asset swap poszerzył się powyżej 30pb a krzywa swapowa znajduje się poniżej 3M WIBOR-u. O kolejne 20bp zawężił się spread 10L DE-PL do 228pb. Krótki koniec krzywej wycenia obecnie 1 pełne tj 25bp cięcie stóp w rok (FRA 9x12 spadł do 1,40% z 1,64% tydzień wcześniej). Mniej płynne FRA o dłuższych tenorach wyceniają nawet więcej cięć (np. FRA 21x24 spadł o 60bp do 1,03% w tydzień).

Kluczowe wydarzenia

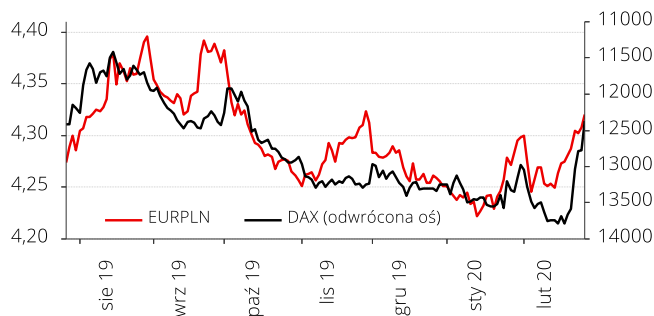
W przyszłym tygodniu, polskie PMI przemysłowe za luty w poniedziałek (oczekujemy 46,8 po 47,4 miesiąc wcześniej), a w środę decyzja RPP w sprawie stóp (nie oczekujemy zmian). Na świecie, w poniedziałek PMI przemysłowe w USA, strefie euro oraz Niemczech, a w środę PMI usługowe. W środę również sprzedaż detaliczna w strefie euro, a w USA lutowy odczyt ADP. W USA w czwartek zamówienia dóbr trwałych a w piątek lutowy odczyt NFP – rynek oczekuje 195tys. podczas gdy 3- oraz 6-miesięczna średnia ruchoma znajduje się na poziomie 211 tys oraz 205.5 tys.

Wpływ na rynek

Rynek FX Zwiększona awersja do ryzyka w różnych klasach aktywów w otoczeniu podwyższonej niepewności związanej z koronawirusem powoduje, że prognozowanie krótkoterminowe jest trudne. Jednak wydaje nam się, iż po pierwsze trend osłabiania złotego powinien być w najbliższym czasie kontynuowany, szczególnie, że kurs znajduje się solidnie powyżej 200d MA. EURPLN może jednak najpierw przez chwilę konsolidować wokół 4,35 (dno korekty z września) – i to jest nasz scenariusz bazowy na następny tydzień. Po drugie, bardziej jastrzębi bank centralny Węgier i o ok 40bp wyższe koszty finansowania forinta powodują, że uważamy, że HUF może zachowywać się mocniej względem walut regionu a PLN/HUF może schodzić do 76. Po trzecie, na skutek podwyższonej zmienności EURUSD warto być ostrożnym przy handlowaniu USDPLN – jeśli EURUSD dotrze do 1,11 to USDPLN spadnie aż do 3,90

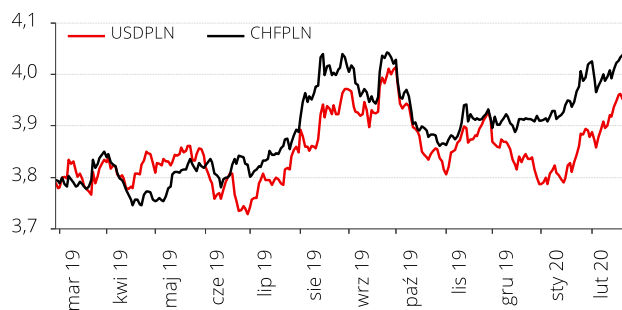
Stopa procentowa Z perspektywy czysto rynkowej nasz scenariusz bazowy to stabilizacja oraz być może małe odreagowanie po ostatnich istotnych zmianach rentowności. Już całkiem sporo złych wiadomości zostało wycenionych w krzywych dochodowości – w Polskiej 1 pełne cięcie 25pb w rok oraz ok 3 pełne cięcia 25pb w 2 lata. Ryzyka do scenariusza bazowego są po obu stronach: po pierwsze, dalsza eskalacja paniki związanej z koronawirusem może dalej obniżać rentowności. Po drugie i być może bardziej istotne, jakiegokolwiek istotne działanie interwencyjne po stronie polityki gospodarczej (np. chińskie lub europejskie luzowanie fiskalne) miało by odwrotny efekt. Sugerujemy ostrożność, mniej ryzyka na książkach i poczekać aż rynek odnajdzie nową równowagę.

EURPLN i indeks DAX



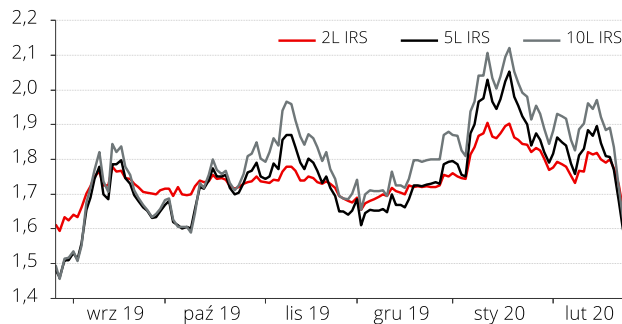
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



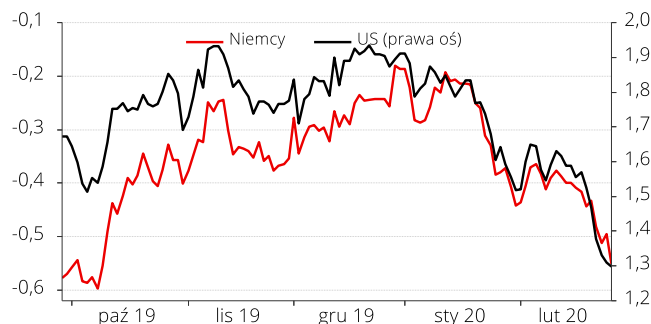
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (2 marca)							
	DE	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0,8	-	-2,0
09:00	PL	PMI przemysł	II	pkt	48,0	45,5	47,4
09:55	DE	PMI przemysł	II	pkt	47,8	-	45,3
10:00	EZ	PMI przemysł	II	pkt	49,1	-	47,9
16:00	US	ISM przemysł	II	pkt	50,5	-	50,9
WTOREK (3 marca)							
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1,7	-	1,7
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	II	% r/r	1,2	-	1,4
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	I	%	7,4	-	7,4
ŚRODA (4 marca)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
02:45	CN	PMI usługi	II	pkt	48,0	-	51,8
09:55	DE	PMI usługi	II	pkt	53,3	-	54,2
10:00	EZ	PMI usługi	II	pkt	52,8	-	52,5
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	I	% m/m	0,5	-	-1,6
14:15	US	Raport ADP	II	tys.	170	-	291
16:00	US	ISM usługi	II	pkt	55,5	-	55,5
CZWARTEK (5 marca)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	29/02/2020	tys.	212	-	219
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	I	% m/m	-1,4	-	-0,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	-0,4	-	1,8
PIĄTEK (6 marca)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	I	% m/m	1,5	-	-2,1
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	0,0	-	-3,7
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	II	tys.	195	-	225
14:30	US	Stopa bezrobocia	II	%	3,5	-	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 obowiązująca 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