

20 lutego 2020

Produkcja w cieniu kalendarza

Dziś w centrum uwagi:

- Publikowane dziś dane z sektora przemysłowego za styczeń znajdują się pod negatywnym wpływem czynników kalendarzowych (jeden dzień roboczy mniej r/r). Szacujemy, że produkcja sprzedana spadła o 2,5% r/r, a nasze oczekiwania kształtują się poniżej konsensusu (+0,3% r/r). Utrzymujący się pomimo niekorzystnego otoczenia trend wzrostowy w przemyśle najprawdopodobniej również słabnie, a dodatkowym czynnikiem ryzyka jest epidemia koronawirusa, która może spowodować zaburzenia w międzynarodowych łańcuchach produkcyjnych.
- Koniunktura konsumencka w strefie euro za luty pozwoli ocenić kondycję sektora, który jest obecnie filarem europejskiego wzrostu gospodarczego.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Styczniowe dane z rynku pracy pokazały umiarkowane przyspieszenie przeciętnego wynagrodzenia do 7,1% r/r z 6,2% r/r w grudniu. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, o 1,1% r/r. Rynek pracy jest obecnie mniej „rozgrzany” niż na początku ubiegłego roku. Dynamika wynagrodzeń z wyłączeniem mocno zmiennego górnictwa, pomimo ponad 15-procentowej podwyżki płacy minimalnej, tylko powróciła do poziomów z początku 2019, przyspieszając do 7,3% r/r wobec średnio 6,1% r/r w 4q19. Wydaje się, że podwyżce płacy minimalnej towarzyszy cykliczne osłabienie popytu na pracę, na co wskazują m.in. mniejsze problemy ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników (więcej w Makro Flash: [Ciepło, ale nie gorąco](#)).
- **USA:** *Minutes* z posiedzenia FOMC, które odbyło się pod koniec stycznia potwierdziły, że większość członków Rezerwy Federalnej uważa obecny poziom stóp procentowych za optymalny a bazowym scenariuszem na najbliższe miesiące pozostaje ich stabilizacja. W Fed dominuje przekonanie, że kondycja amerykańskiej gospodarki poprawia się, chociaż wciąż istnieje przestrzeń do dalszego zwiększenia aktywności inwestycyjnej oraz zatrudnienia (i płac). W ocenie Rezerwy część z czynników ryzyka dla amerykańskiej i światowej gospodarki (napięcia handlowe) uległa osłabieniu, chociaż równocześnie pojawiły się nowe źródła niepewności (epidemia koronawirusa w Chinach). Chociaż głównym punktem odniesienia w decyzjach FOMC pozostaje kondycja gospodarki, to w *Minutes* nie zabrakło nawiązań do inflacji, w tym (ponownie) postulatów, by dopuścić do przejściowego przekroczenia przez nią celu Fed (to podkreślałoby jego symetryczne postrzeganie przez bank centralny). Równolegle *Minutes* pokazały, że jednym obszarów, nad którym FOMC

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

@PKO_Research

Marta Petka-Zagajewska

Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

Marcin Czaplicki

Ekonomista
tel. 22 521 54 50

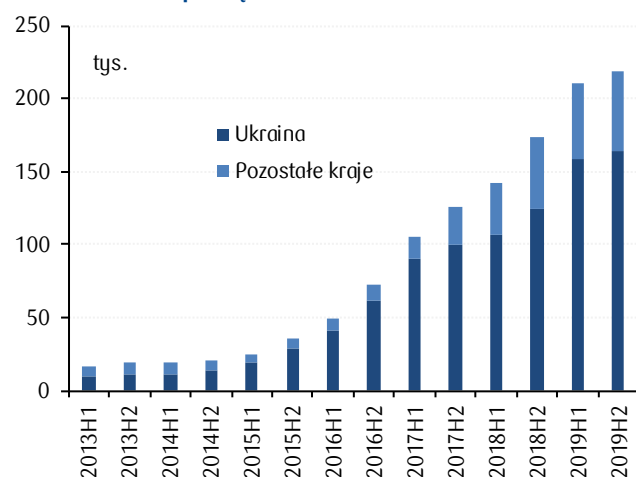
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

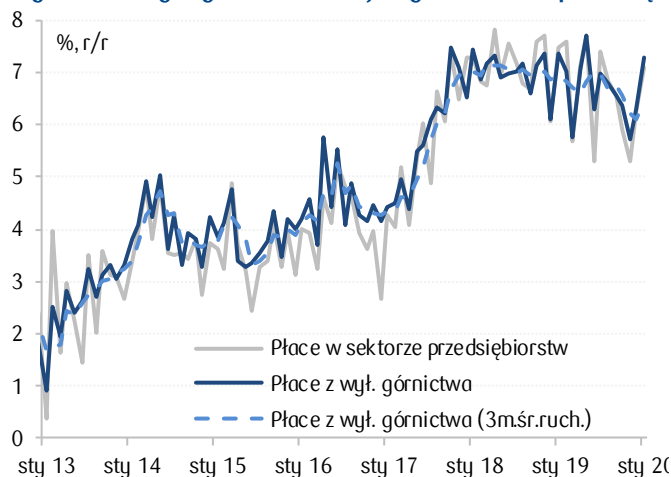
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Zezwolenia na pracę cudzoziemców z Polsce



Źródło: MRPIPS, GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika wynagrodzeń w krajowym sektorze przedsiębiorstw



dyskutuje w ramach prowadzonego przeglądu strategicznego jest definicja celu inflacyjnego. Bilans ryzyk dla światowej gospodarki od czasu posiedzenia FOMC 29 stycznia pogorszył się wraz z eskalacją zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw wywołanych przez koronawirusa. To w zestawieniu z wyrażonym w *Minutes* oczekiwaniem Fed na odbicie inwestycji i dalszą poprawę kondycji rynku pracy pokazuje, że drzwi do ponownych obniżek stóp w USA wciąż pozostają uchylone.

- **CHN:** Według agencji ratingowej S&P, przy założeniu, że szczyt zachorowań na koronawirusa nastąpi w perspektywie miesiąca, **tempo wzrostu gospodarki Chin wyhamuje w tym roku do 5,0% z 6,1% w 2019**. Przy założeniu, że epidemia będzie narastała dłużej niż do kwietnia, spowolnienie będzie silniejsze i może ograniczyć dynamikę PKB do 4,0%. S&P podkreśliła, że wybuch epidemii pociągnie za sobą silny wzrost wolumenu zagrożonych kredytów w chińskich bankach, którego skala w zależności od scenariusza jest szacowana na 1,1-1,4 bln USD.
- **POL:** W drugiej połowie 2019 wydano 219 tys. zezwoleń na pracę (typu A), co oznacza o wzrost o 26% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Obywatele Ukrainy otrzymali 163 tys. zezwoleń, o 31% więcej niż rok wcześniej. Wzrost liczby zezwoleń był nieco wolniejszy niż w pierwszej połowie roku, kiedy ich dynamika była zbliżona do 50% r/r, jednak nadal solidny, co osiągnięto przy prawdopodobnej stabilizacji liczby zagranicznych pracowników na Polskim rynku pracy. Dane wpisują się w trend zmiany charakteru migracji do Polski na bardziej trwały.
- **TUR:** Bank Centralny Turcji, zgodnie z oczekiwaniami, obniżył benchmarkową stopę repo o 50 pb. do 10,75%. Była to już szósta z rzędu obniżka oprocentowania po zmianie na stanowisku prezesa banku centralnego.
- **UK:** Inflacja w Wielkiej Brytanii wzrosła w styczniu silniej od oczekiwań. Wskaźnik CPI wzrósł do najwyższego od 6 miesięcy poziomu 1,8% r/r z 1,3% r/r w grudniu, podczas gdy inflacja bazowa przyspieszyła do 1,6% r/r z 1,4% r/r miesiąc wcześniej. Przyspieszenie inflacji było spowodowane przez ceny energii, paliw i biletów lotniczych i jest prawdopodobnie chwilowe. Wyższy odczyt łagodzi jednak oczekiwania na obniżki stóp procentowych BoE.
- **USA:** Liczba rozpoczętych budów domów w USA wyniosła w styczniu 1,567 mln w ujęciu saar, co oznacza spadek o 3,6% m/m, wobec bardzo wysokiego odczytu z grudnia (1,626 mln). Liczba wydanych pozwoleń na budowę domów w styczniu wyniosła 1,551 mln wobec 1,420 mln w poprzednim miesiącu i była najwyższa od marca 2017. Rynek budowlany w USA znajduje się w rozkwicie czemu sprzyjają niskie stopy procentowe i dobra sytuacja na rynku pracy.
- **POL:** Podsekretarz stanu w ministerstwie finansów J.Sarnowski powiedział, że **deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w całym 2019 będzie niższy niż 1,7% PKB** założone w ubiegłorocznej ustawie budżetowej.
- **HOL:** Holenderska Agencja Inwestycji Zagranicznych poinformowała, że niepewność związana z brexitem spowodowała, że w zeszłym roku ponad **dwukrotnie wzrosła liczba firm, które otworzyły lub przeniosły swoje siedziby z Wielkiej Brytanii do Holandii**.
- **USA:** Inflacja PPI w USA wzrosła w styczniu do 2,1% r/r z 1,3% r/r w grudniu, powyżej oczekiwań. Inflacja bazowa przyspieszyła natomiast do 1,7% r/r z 1,1% r/r przed miesiącem, głównie za sprawą cen usług, co może wskazywać na pewne budowanie się presji cenowej.

Znalezione w sieci:

- Wykorzystanie robotów we francuskich firmach zwiększa produktywność, ale obniża udział czynnika pracy w produkcji (NBER): [Competing with Robots: Firm-Level Evidence from France](#)
- Ceny nieruchomości rosną globalnie, jednak nie na wszystkich rynkach są one oderwane od fundamentów (BIS): [Property price dynamics: domestic and international drivers](#).
- Firmy zasobne w gotówkę dużo lepiej przetrwały kryzys finansowy (Bank Underground): [All you need is cash](#).

- Szara strefa w Polsce w 2018 jest szacowana na 10,8% PKB (EY): [Szara strefa w Polsce.](#)
- Ograniczenie imigracji do USA może być przyczyną (czasowego) przyspieszenia wynagrodzeń (The Economist): [Immigration to America is down. Wages are up.](#)
- Wprowadzenie ceł na import do USA ograniczyło wzrost eksportu ze względu na zaburzenia w łańcuchach wartości dodanej (Federal Reserve): [Rising Import Tariffs, Falling Export Growth: When Modern Supply Chains Meet Old-Style Protectionism.](#)

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 14 lutego						
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	1,0% r/r	0,2% r/r	--	0,3% r/r	Po raz kolejny w ubiegłym roku niemiecka gospodarka uniknęła recesji. Kombinacja „quasi-stagflacyjna” wzrostu i inflacji nie powinna wpłynąć istotnie na poglądy większości członków RPP. Słabsze dane o PKB oznaczają, że nie można wykluczyć dalszego luzowania polityki EBC.
POL: Wzrost PKB (4q)	10:00	3,9% r/r	3,0% r/r	2,9% r/r	3,1% r/r	
POL: Inflacja CPI (sty)	10:00	3,4% r/r	4,2% r/r	4,0% r/r	4,4% r/r	
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,2% r/r	1,0% r/r	--	0,9% r/r	
USA: Sprzedaż detaliczna (sty)	14:30	0,2% m/m	0,3% m/m	--	0,3% m/m	
USA: Produkcja przemysłowa (sty)	15:15	-0,4% m/m	-0,3% m/m	--	-0,3% m/m	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut, wst.)	16:00	99,8 pkt.	99,0 pkt.	--	100,9 pkt.	
Wtorek, 18 lutego						
GER: Indeks instytutu ZEW (lut)	11:00	26,7 pkt.	20,0 pkt.	--	8,7 pkt.	Obawy o negatywne skutki epidemii koronawirusa przyczyną pogorszenia nastrojów ekspertów rynkowych.
Środa, 19 lutego						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	6,2% r/r	6,8% r/r	7,8% r/r	7,1% r/r	Podwyżka płacy minimalnej tylko nieznacznie podniosła temperaturę na krajowym rynku pracy.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty)	10:00	2,6% r/r	2,2% r/r	1,2% r/r	1,1% r/r	
UK: Inflacja CPI (sty)	10:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	1,8% r/r	Przyspieszenie inflacji, chociaż prawdopodobnie jest tymczasowe, studzi oczekiwania na obniżki stóp.
UK: Inflacja bazowa (sty)	10:30	1,4% r/r	1,5% r/r	--	1,6% r/r	
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty)	14:30	1,626 mln	1,4 mln	--	1,567 mln	Amerykańska gospodarka utrzymuje się na ścieżce wzrostu, ale przy ponownie rosnących zagrożeniach dla światowej gospodarki Fed nie może ostatecznie zamknąć kwestii obniżek stóp.
USA: Inflacja PPI (sty)	14:30	1,3% r/r	1,6% r/r	--	2,1% r/r	
USA: Minutes Fed (sty)	20:00	--	--	--	--	
Czwartek, 20 lutego						
POL: Produkcja przemysłowa (sty)	10:00	3,8% r/r	0,3% r/r	-2,5% r/r	--	Efekty kalendarzowe (i słabnący trend) zaowocują wg nas kolejnym słabym odczytem z przemysłu. Sektor gospodarstw domowych pozostaje kluczowym czynnikiem wspierającym wzrost w strefie euro.
POL: Inflacja PPI (sty)	10:00	1,0% r/r	1,0% r/r	0,7% r/r	--	
EUR: Koniunktura konsumencka (lut)	16:00	-8,1 pkt.	-8,0 pkt.	--	--	
Piątek, 21 lutego						
GER: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	9:30	45,3 pkt.	44,8 pkt.	--	--	Dane o nastrojach mogą odzwierciedlać wybuch epidemii koronawirusa w Chinach. Kluczowe będzie, czy obawy o koniunkturę w globalnej gospodarce przebiją nadzieję na odwrócenie trendu spadkowego, jaka płynęła z podpisania wstępnej umowy handlowej Chiny - USA.
GER: PMI w usługach (lut, wst.)	9:30	54,2pkt.	53,6pkt.	--	--	
EUR: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	10:00	47,9 pkt.	47,5 pkt.	--	--	
EUR: PMI w usługach (lut, wst.)	10:00	52,5 pkt.	52,3 pkt.	--	--	Negatywne efekty kalendarzowe zaważą o słabości styczniowych odczytów z gospodarki realnej.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty)	10:00	-3,3% r/r	-2,1% r/r	-7,7% r/r	--	
POL: Sprzedaż detaliczna (sty)	10:00	5,7% r/r	4,4% r/r	4,4% r/r	--	Nikła presja inflacyjna oznacza, że EBC musi rozważać kolejne działania stymulujące gospodarkę.
EUR: Inflacja HICP (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (sty, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,1% r/r	--	--	Pomimo poprawy nastrojów w przemyśle twarde dane nie pokazują jeszcze odbicia koniunktury.
USA: PMI w przetwórstwie (lut, wst.)	15:45	51,9 pkt.	51,5 pkt.	--	--	
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty)	16:00	5,54 mln	5,48 mln	--	--	

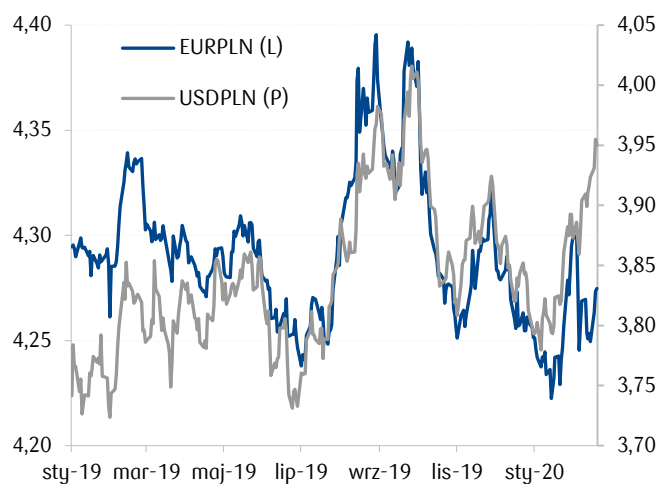
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

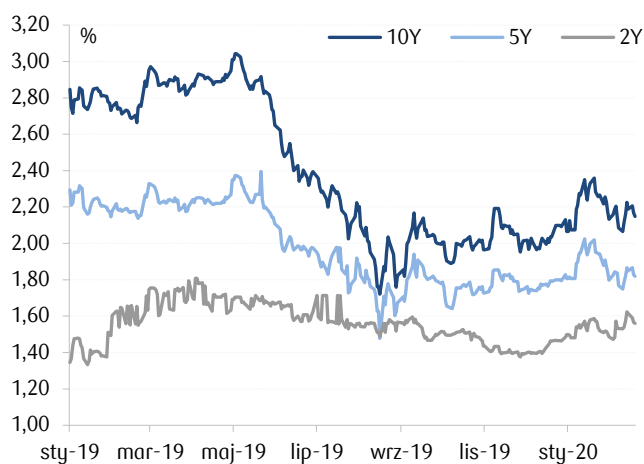
		Wartość 2020-02-19	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2747	0,03%	0,56%	0,80%
	USDPLN	3,9608	0,32%	1,52%	3,44%
	CHFPLN	4,0276	0,11%	0,82%	2,04%
	GBPPLN	5,1043	-0,72%	0,71%	1,66%
	EURUSD	1,0793	-0,28%	-0,95%	-2,56%
	EURCHF	1,0614	-0,08%	-0,25%	-1,22%
	GBPUSD	1,2952	-0,66%	-0,19%	-1,44%
	USDJPY	110,95	1,04%	0,85%	0,95%
	EURCZK	24,96	-0,04%	0,46%	-0,71%
Obligacje	EURHUF	336,91	0,35%	-0,91%	0,25%
	PL2Y	1,56	-1	-1	-1
	PL5Y	1,82	-1	0	-13
	PL10Y	2,15	-2	-1	-12
	DE2Y	-0,64	1	0	-5
	DE5Y	-0,62	0	-3	-8
	DE10Y	-0,42	-1	-4	-16
	US2Y	1,43	2	-2	-10
	US5Y	1,41	2	-4	-17
Akcje	US10Y	1,57	1	-6	-20
	WIG20	2115,2	0,1%	-0,5%	-1,5%
	S&P500	3386,2	0,5%	0,2%	1,9%
	Nikkei**	23489,4	0,4%	-1,6%	-2,3%
	DAX	13789,0	0,8%	0,3%	2,0%
Surowce	VIX	14,38	-3,4%	4,7%	11,4%
	Ropa Brent	57,1	0,0%	2,5%	-9,8%
	Złoto	1606,2	0,2%	2,5%	3,1%

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji **zamknięcie dnia bieżącego.

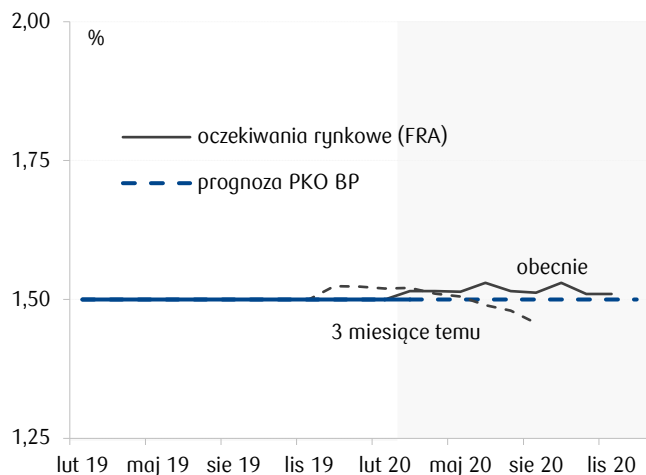
Notowania złotego wobec głównych walut



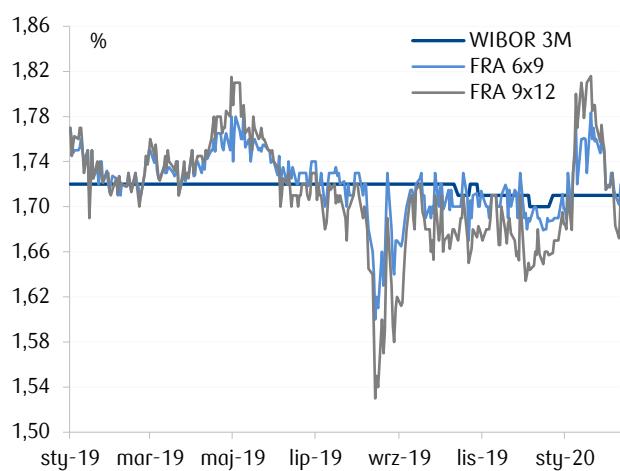
Rentowności polskich obligacji skarbowych



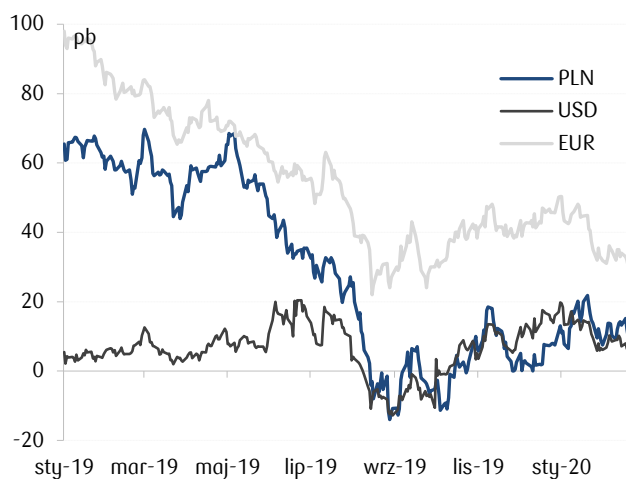
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



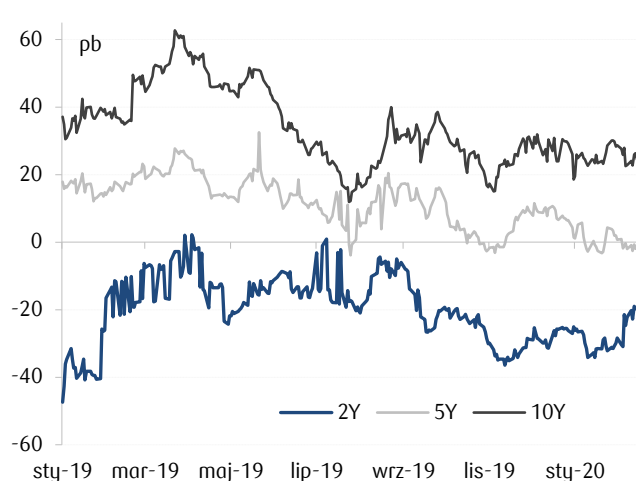
Krótkoterminowe stopy procentowe



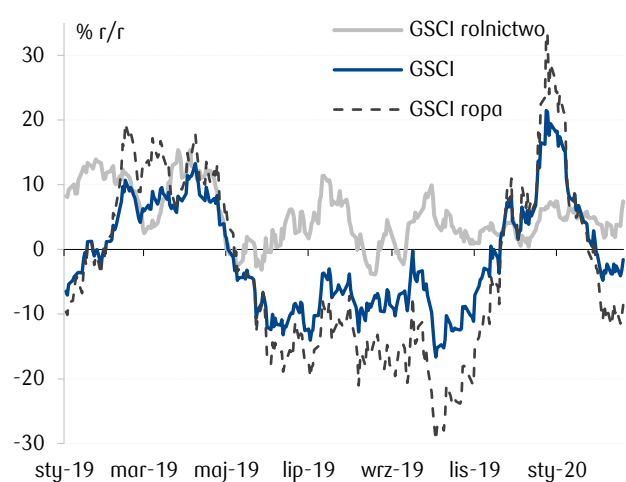
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



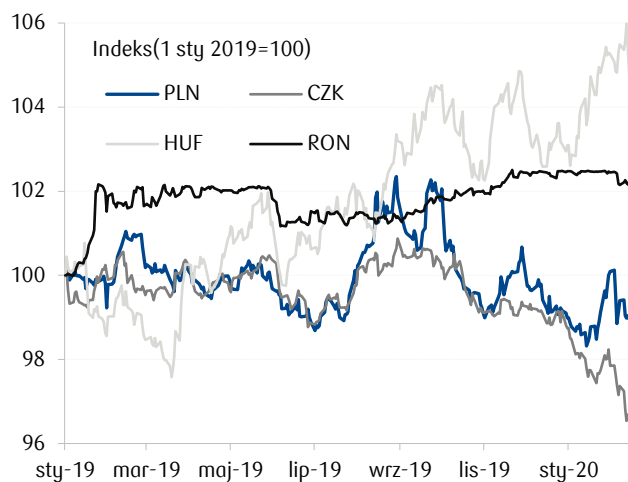
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
f: (22) 521 88 87
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czaplicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Zespół Analiz Sektorowych

	analizy.sektorowe@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl	22 521 81 22
dr Mariusz Dziwulski	mariusz.dziwulski@pkobp.pl	22 521 81 88
Michał Kolesnikow	michal.kolesnikow@pkobp.pl	22 521 81 23
Piotr Krzysztofik	piotr.krzysztofik@pkobp.pl	22 521 81 25
Wojciech Matysiak	wojciech.matysiak@pkobp.pl	22 521 51 80
Katarzyna Piętka-Kosińska	katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl	22 521 65 15
Filip Romanowski	filip.romanowski@pkobp.pl	22 521 87 39
Anna Senderowicz	anna.senderowicz@pkobp.pl	22 521 81 24

Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki	marcin.morawiecki@pkobp.pl	22 521 72 24
-------------------	--	--------------

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usług doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.