

29 stycznia 2020

Słabnie koniunktura w przedsiębiorstwach

Dziś w centrum uwagi:

- **Posiedzenie FOMC** najpewniej nie przyniesie zmian w amerykańskiej polityce pieniężnej – dobra koniunktura na rynku pracy, stabilizacja wzrostu gospodarczego w 4q19 i podpisanie wstępnej umowy handlowej USA z Chinami wystarczają, aby wstrzymać cykl obniżek stóp.
- W Polsce kluczową publikacją będzie dzisiaj **wstępny szacunek PKB w 2019**. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy wyhamował silniej niż zakłada konsensus, do 4,0% z 5,1% w 2018, a w samym 4q19 za silnym spowolnieniem dynamiki PKB stało przede wszystkim budownictwo (czyli inwestycje).
- Publikacja grudniowej **podaży pieniądza M3 w strefie euro** pokaże zapewne kontynuację spowolnienia dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, co może stawiać pod znakiem zapytania skuteczność prowadzonej przez EBC polityki pieniężnej.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Wyniki ankiety NBP – [Szybki Monitoring za 4q19](#) wskazują na **wyraźne pogorszenie sytuacji ekonomicznej ankietowanych firm pod koniec ubiegłego roku**. Jednocześnie badane przedsiębiorstwa uważają, że ich kondycja będzie słabnąć także w 2020. W 4q19 najczęściej wymienianym przez firmy problemem były szybko i niekorzystnie, w ich opinii, zmieniające się przepisy oraz dynamicznie rosnące koszty działalności. Wzrosła odczuwana przez przedsiębiorstwa niepewność, która materializowała się m.in. poprzez podwyższony odsetek firm o wysokiej ekspozycji na ryzyko bankructwa. Wyraźnie wzrósł udział przedsiębiorstw (szczególnie małych i mikro), które w 1q20 oczekują wzrostu wynagrodzeń, co należy wiązać z dużą podwyżką płacy minimalnej. Firmy kreślą mniej optymistyczne plany inwestycyjne, co zgodnie z naszym scenariuszem bazowym wskazuje na potencjalny spadek inwestycji w 2020. W ramach prowadzonych inwestycji nastąpiło przesunięcie z działań nakierowanych na rozbudowę potencjału produkcyjnego na inwestycje, których celem jest redukcja kosztów. Jest to związane zarówno ze wzrostem presji płacowej (i udziału kosztów pracy w ogóle wydatków operacyjnych), jak i z niższym niż w szczytowym okresie wykorzystaniem zdolności produkcyjnych przy lekkim wzroście bariery popytowej. Poprawiła się sytuacja płynnościowa ankietowanych firm, ale skarżą się one na malejącą dostępność kredytu. Potwierdza to nasze wnioski o wpływie spadku rentowności banków (odpisy, opłaty na BFG, wprowadzenie MREL i innych wymogów, podatek bankowy, środowisko niskich stóp procentowych) na

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

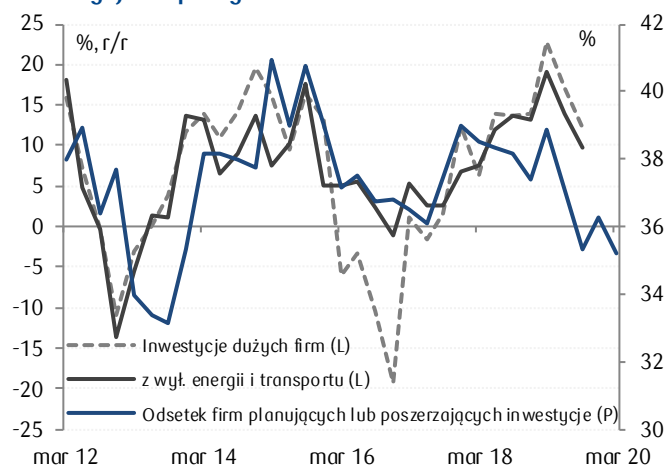
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

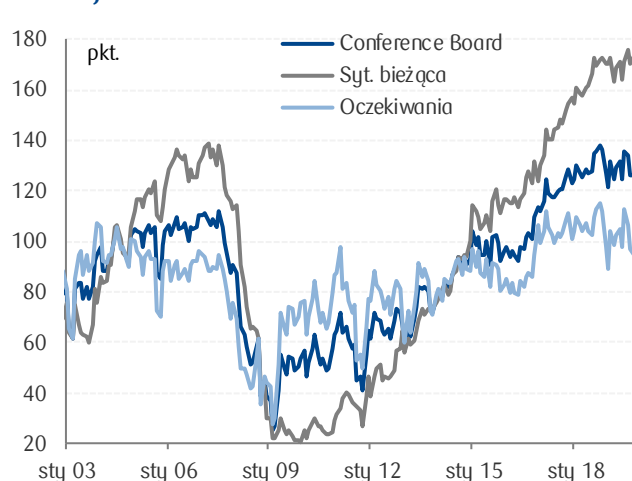
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Inwestycje vs plany firm



Nastroje konsumentów w USA



Źródło: Macrobond, NBP (Szybki Monitoring), PKO Bank Polski.

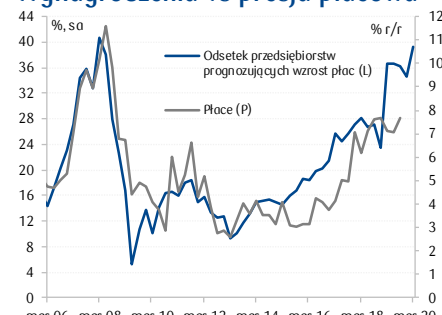
obniżenie ich aktywności kredytowej. Wyniki ankiety wspierają nasz scenariusz makro na ten rok – pozytywne impulsy dla gospodarki nie będą płynąć z sektora przedsiębiorstw. Naszym zdaniem tegoroczny wzrost gospodarczy będzie oparty na konsumpcji oraz poprawie eksportu netto.

- **HUN:** Zgodnie z oczekiwaniami MNB nie zmienił stóp procentowych (główna stopa: 0,90%). Bank centralny Węgier wskazał na bardzo dobrą kondycję węgierskiej gospodarki (podnosząc swoje prognozy wzrostu PKB) oraz podwyższoną inflację (także bazową), która jednak, w świetle oczekiwań banku powinna zacząć wyhamowywać. Niski wzrost za granicą determinuje prowadzoną tam luźną politykę pieniężną, która stanowi punkt odniesienia dla decyzji MNB. W tym kontekście nie spodziewamy się, żeby środowisko wciąż solidnego wzrostu gospodarczego oraz podniesionej inflacji wpłynęło na zmianę obecnego, gołębiego nastawienia banku.
- **USA:** Zamówienia na dobra trwałe wzrosły w grudniu o 2,4% m/m po spadku o 3,1% m/m (po rewizji z -2,1% m/m) w listopadzie. Dane nie napawają jednak optymizmem. Źródłem wzrostu były zamówienia na samoloty wojskowe (168,3% m/m), które przykryły problemy Boeinga (bardzo silny spadek zamówień w lotnictwie cywilnym: -74,7% m/m). Po wyłączeniu środków transportu zamówienia nadal spadały (-0,1% m/m vs -0,4% m/m w listopadzie, po rewizji z -0,1% m/m), a jeżeli wyłączyć tylko zamówienia wojskowe, to agregat skurczył się o 2,5% m/m) potwierdzając, że dynamika inwestycji w USA wciąż słabnie, a problemy amerykańskiego przemysłu utrzymują się. Sytuacja może się jednak odmienić po podpisaniu wstępnej umowy handlowej między USA i Chinami.
- **USA:** Silny wzrost indeksu Richmond Fed (20 pkt. w styczniu vs -5 pkt. w grudniu) sugeruje, że styczniowy ISM w przetwórstwie może powrócić powyżej neutralnej bariery 50 pkt.
- **USA:** Amerykańską gospodarkę na ścieżce solidnego wzrostu utrzymuje konsumpcja. W styczniu indeks nastrojów konsumentów Conference Board wzrósł do 131,6 pkt. (ze 128,2 pkt. w grudniu, po rewizji ze 126,5 pkt.). Wzrosły zarówno oczekiwania, jak i ocena bieżącej sytuacji, która była najwyższa od 2000.
- **USA:** Indeks cen domów S&P/Case-Shiller wzrósł w listopadzie o 2,6 % r/r wobec 2,2% r/r miesiąc wcześniej co sugeruje, że rynek nieruchomości jest daleki od przegrzania.

Znalezione w sieci:

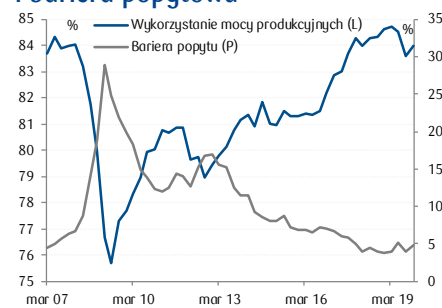
- Bezpartyjne Congressional Budget Office prognozuje, że wkułowany deficyt budżetowy USA wyniesie w ciągu najbliższej dekady 13,1 bln USD. Później jeszcze wzrośnie (FT): [US budget deficit forecast to blow out by mid-century](#).
- Wzrost płacy minimalnej jest w USA związany z poprawą zdrowia dzieci (NBER): [Effects of the Minimum Wage on Child Health](#).
- Państwa UE tracą miliardy (nawet 13% wpływów CIT) w związku ze sztucznym przesuwaniem zysków pomiędzy krajami i unikaniem opodatkowania (PIE): [Tax unfairness in the European Union Towards greater solidarity in fighting tax evasion](#).
- Kolejny głos w rozważaniach o wpływie kapitału zagranicznego w sektorze bankowym na wzrost gospodarczy (Applied Economic Letters): [Foreign-owned banks and foreign trade in CESEE countries – a growth enhancing duo?](#)
- Zmiany klimatu mogą wywołać kryzys systemowy (Bloomberg): [‘Green Swan’ Climate Event Could Trigger Global Financial Crisis, BIS Warns](#), oryginalne opracowanie (BIS): [The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change](#).

Wynagrodzenia vs presja płacowa*



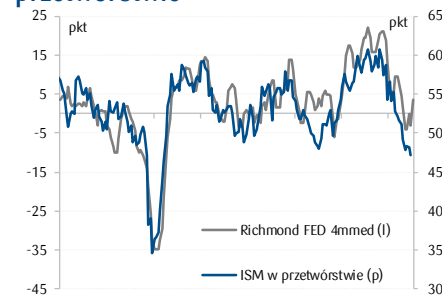
Źródło: NBP (Szybki Monitoring), PKO Bank Polski. * W 1q19 miała miejsce zmiana w metodzie badania.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych i bariera popytu



Źródło: NBP (Szybki Monitoring), PKO Bank Polski.

Nastroje w amerykańskim przetwórstwie



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Zamówienia na dobra trwałe w USA



Źródło: Reuters Datastream, PKO Bank Polski.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 24 stycznia						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	43,7 pkt.	44,5 pkt.	--	45,2 pkt.	Wskaźniki sugerują, że spowolnienie gospodarcze się kończy.
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	46,3 pkt.	46,8 pkt.	--	47,8 pkt.	
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	9,4% r/r	9,1% r/r	9,1% r/r	8,3% r/r	Dalszy spadek dynamiki kredytów i depozytów.
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	52,4 pkt.	52,5 pkt.	--	51,7 pkt.	Sygnał słabnięcia amerykańskiego przemysłu.
Poniedziałek, 27 stycznia						
POL: Stopa bezrobocia (gru)	10:00	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	Wzrost stopy bezrobocia wynika z czynników sezonowych, trend spadkowy jest kontynuowany. Sytuacja w niemieckim przetwórstwie się poprawia, ale w usługach i budownictwie jest coraz gorsza. Ubiegłoroczne obniżki stóp wciąż sprzyjają rynkowi nieruchomości.
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	96,3 pkt.	97,0 pkt.	--	95,9 pkt.	
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	697 tys.	730 tys.	--	694 tys.	
Wtorek, 28 stycznia						
HUN: Posiedzenie MNB (sty)	14:00	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	Wysoka inflacja nie uzasadnia bieżącej (luźnej) polityki MNB, ale też nie wpływa na jej zmianę.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, wst.)	14:30	-3,1% m/m	1,2% m/m	--	2,4% m/m	
USA: Ceny nieruchomości (lis)	15:00	2,23% r/r	2,45% r/r	--	2,55% r/r	Przy słabych inwestycjach to silna konsumpcja pozostaje motorem napędowym amerykańskiej gospodarki.
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty)	16:00	128,2 pkt.	128,0 pkt.	--	131,6 pkt.	
Środa, 29 stycznia						
POL: Wzrost PKB (2019)	10:00	5,1% r/r	4,2% r/r	4,0% r/r	--	Budownictwo pociągnęło w dół wyniki gospodarki w 4q19. Wyhamowywanie podaży pieniądza i akcji kredytowej wskazuje na potrzebę dalszego luzowania polityki EBC. Fed nadal będzie ze spokojem podchodził do napływających danych. Dopiero ewentualne zaostreżenie relacji USA z UE może zmusić FOMC do działania.
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	5,6% r/r	5,4% r/r	--	--	
USA: Posiedzenie Fed (sty)	20:00	1,50-1,75%	1,50-1,75%	1,50-1,75%	--	
Czwartek, 30 stycznia						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty)	11:00	101,5 pkt.	101,8 pkt.	--	--	Poprawa wskaźników koniunktury zwiastuje odbicie aktywności gospodarczej w dalszej części roku.
EUR: Koniunktura konsumencka (sty, rew.)	11:00	-8,1 pkt.	--	--	--	
UK: Posiedzenie BoE (sty)	13:00	0,75%	0,75%	--	--	Ostatnie posiedzenie z udziałem ustępującego M.Carneya może nie przynieść oczekiwanej przez rynki zmiany stóp. Stycyniowy silny wzrost PMI może opóźnić obniżkę, za którą opowiada się rosnąca liczba członków Komitetu. Decyzja będzie podjęta na ostrzu noża. Z perspektywy polskiej gospodarki najciekawszy będzie tradycyjnie komponent cen żywności. Solidny wzrost w 4q odciąga FOMC od decyzji o kolejnej obniżce stóp.
GER: Inflacja CPI (sty, wst.)	14:00	1,5% r/r	1,6% r/r	--	--	
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	2,1%k/k saar	2,2%k/k saar	--	--	
Piątek, 31 stycznia						
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,2% r/r	1,1% r/r	--	--	Seria danych ze strefy euro, które sugerują ostrożność i wskazują na potencjał dla dalszego luzowania europejskiej polityki pieniężnej.
EUR: Inflacja CPI (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (sty, wst.)	11:00	1,3% r/r	1,2% r/r	--	--	
USA: Dochody Amerykanów (gru)	14:30	0,5% m/m	0,3% m/m	--	--	Dane z USA wskazują na solidne fundamenty konsumpcji, ale brak presji inflacyjnej nie pozwala zapomnieć, że FOMC może jeszcze obniżyć stopy procentowe, w szczególności gdyby pogłębiły się problemy przetwórstwa lub zaostrzyły relacje handlowe USA z UE.
USA: Wydatki Amerykanów (gru)	14:30	0,4% m/m	0,3% m/m	--	--	
USA: Inflacja bazowa PCE (gru)	14:30	1,6% r/r	1,6% r/r	--	--	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, rew.)	16:00	99,1 pkt.	99,0 pkt.	--	--	

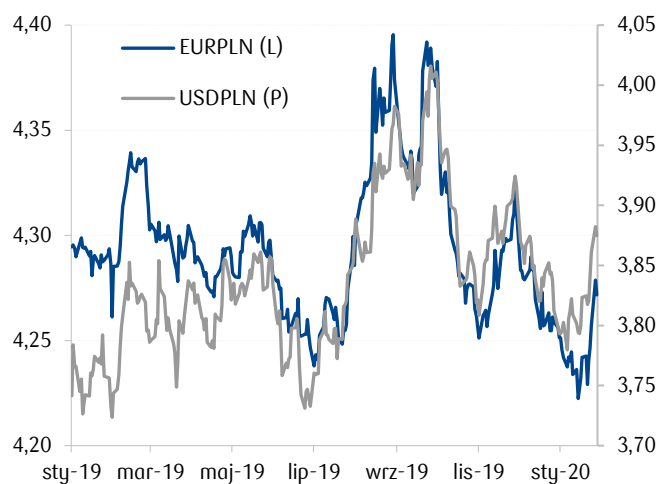
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

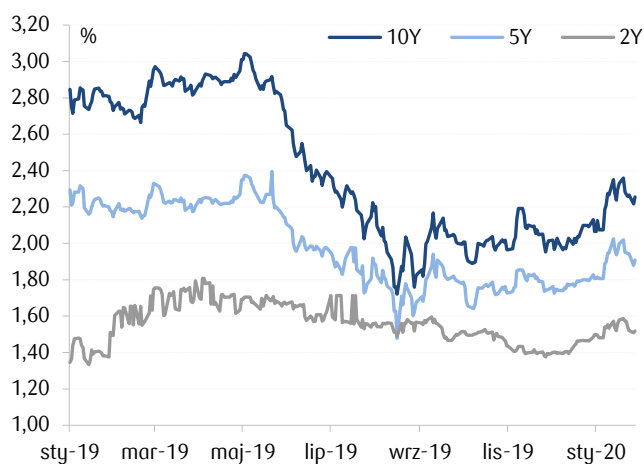
		Wartość 2020-01-26	Δ 1D	Δ (% pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2717	-0,16%	1,01%	0,48%
	USDPLN	3,8832	-0,05%	1,90%	2,53%
	CHFPLN	3,9876	-0,47%	1,26%	1,96%
	GBPPLN	5,0479	-0,40%	1,33%	0,29%
	EURUSD	1,1001	-0,11%	-0,88%	-2,00%
	EURCHF	1,0713	0,31%	-0,25%	-1,45%
	GBPUSD	1,2982	-0,56%	-0,60%	-2,00%
	USDJPY	109,14	0,22%	-0,70%	0,43%
	EURCZK	25,22	-0,10%	0,58%	-0,75%
	EURHUF	338,22	0,18%	1,10%	2,27%
Obligacje	PL2Y	1,52	1	-5	2
	PL5Y	1,91	3	-4	10
	PL10Y	2,26	4	-3	19
	DE2Y	-0,63	0	-4	-3
	DE5Y	-0,61	1	-8	-15
	DE10Y	-0,38	1	-13	-19
	US2Y	1,46	1	-8	-10
	US5Y	1,47	3	-11	-22
	US10Y	1,64	4	-13	-27
Akcje	WIG20	2098,0	0,7%	-2,8%	-2,4%
	S&P500	3276,2	1,0%	-1,3%	1,4%
	Nikkei**	23215,7	0,0%	-2,7%	-1,9%
	DAX	13323,7	0,9%	-1,7%	0,6%
	VIX	16,28	-10,7%	26,7%	18,1%
Surowce	Ropa Brent	59,1	0,0%	-8,6%	-10,9%
	Złoto	1570,9	-0,8%	0,8%	3,3%

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

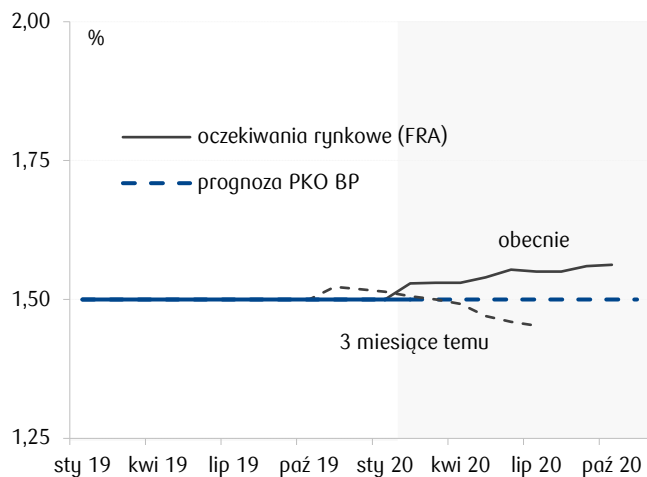
Notowania złotego wobec głównych walut



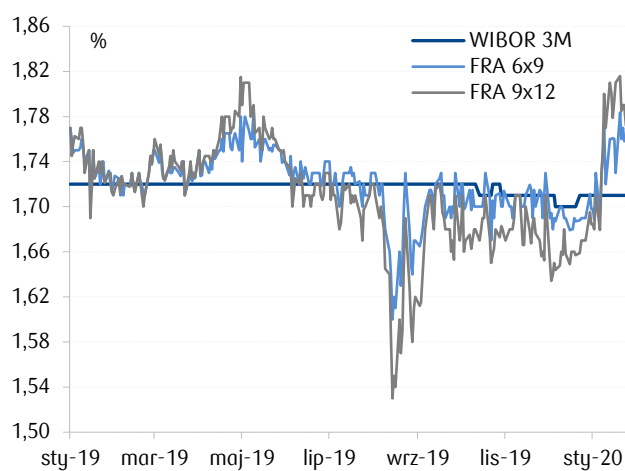
Rentowności polskich obligacji skarbowych



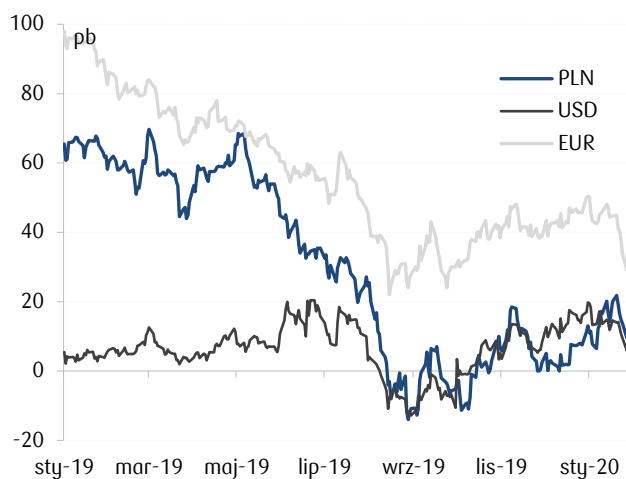
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



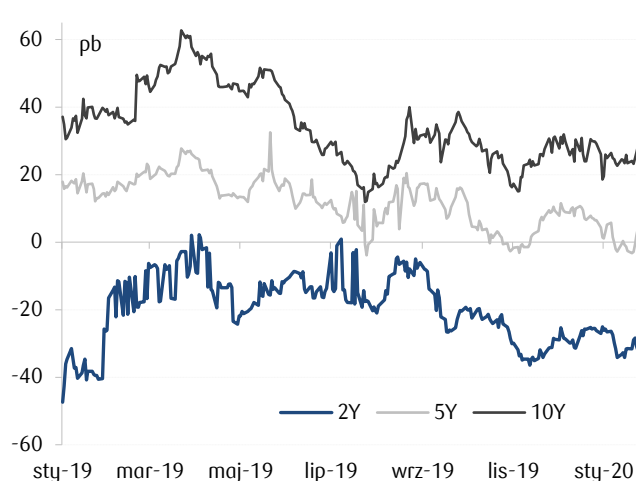
Krótkoterminowe stopy procentowe



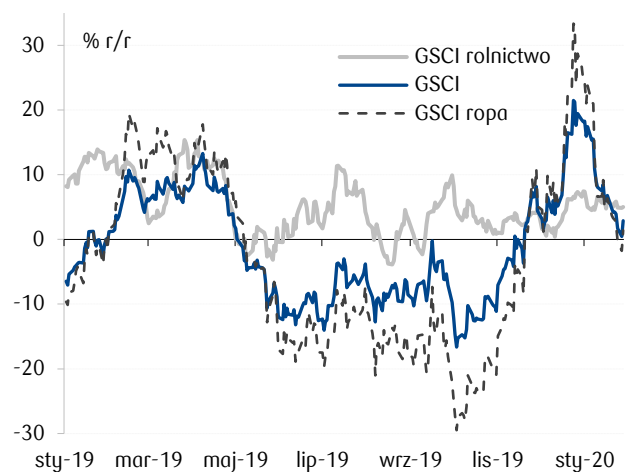
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



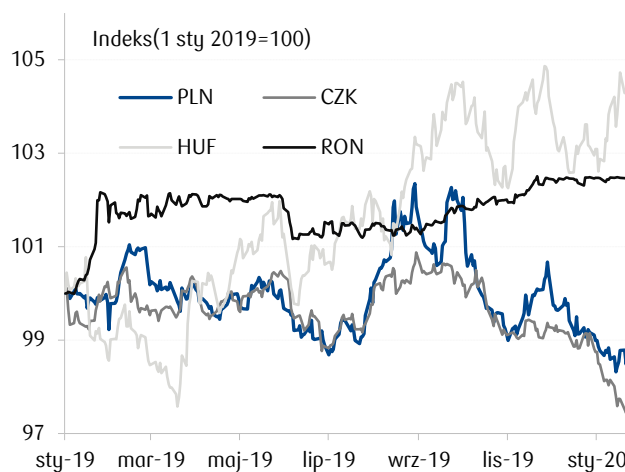
Spread asset swap dla PLN



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, usługa 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.