

22 stycznia 2020

Równowaga fiskalna

Dziś w centrum uwagi:

- **Forum Ekonomiczne w Davos** ma dziś w agendzie m.in. panel o przyszłości rynków finansowych z udziałem K.Georgiev, A.Webera i S.Mnuchina.
- **Wyniki krajowej produkcji przemysłowej za grudzień** pozwolą doprecyzować szacunek skali wyhamowania dynamiki PKB w 4q19.
- **Dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym w USA za grudzień** powinny potwierdzić pozytywny wpływ obniżek stóp Fed na amerykański rynek nieruchomości.

Przegląd wydarzeń:

- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu wzrosło o 6,2% r/r, a zatrudnienie o 2,6% r/r. Widoczne w ostatnich miesiącach wyhamowanie dynamiki płac może być „ciszą przed burzą” – wciąż zakładamy, że w 2020 płace będą rosły w tempie ok. 8%. **Spadkowi produkcji budowlanej w grudniu** (-3,3% r/r) towarzyszył minimalny wzrost w budownictwie infrastrukturalnym, który jednak nie oznacza odwrócenia trendu spadkowego. Dane o inwestycjach firm budowlanych (zatr. > 49 osób) potwierdzają, że w oczekiwaniu na słabszy popyt firmy budowlane już w 2q19 zaczęły dostosowywać stan swoich środków trwałych (por. wykres). Więcej w Makro Flashu: „[Flauta na rynku pracy i w budownictwie](#)”.
- **POL:** Według danych Eurostat **wynik sektora finansów publicznych po 3q19** (ESA2010, 4kw. skum.) **był zrównoważony** (minimalny deficyt 0,02% PKB). Wynik fiskalny skorygowany o nadwyżkę inwestycji publicznych ponad zużycie kapitału publicznego utrzymał się nieco powyżej 2,0% PKB (por. wykres). **Relacja długu publicznego do PKB po 3q19 wyniosła 47,4%, co oznacza spadek o 2,1pp r/r.** Dane nie zmieniają naszych oczekiwań co do wyników fiskalnych w całym 2019 i 2020.
- **ŚWIAT:** W swoim przemówieniu w Davos **D.Trump** zasugerował, że kraje europejskie powinny kupować więcej gazu od USA. Podsumowując swoje rozmowy z U. von der Leyen D.Trump wyraził nadzieję na zawarcie porozumienia handlowego z Europą, chociaż jednocześnie zagroził, że jeśli nie zostanie ono osiągnięte, USA poważnie rozważy wprowadzenie ceł na europejskie samochody.
- **GER:** Indeks ZEW w styczniu wzrósł do 26,7 pkt. (z 10,7 pkt. w grudniu), powyżej oczekiwań (kons.: 15,0 pkt.). Indeks potwierdza wyraźną poprawę nastrojów analityków po redukcji niepewności ws. brexitu oraz amerykańsko-chińskiej umowy handlowej. Nawet wyraźna poprawa indeksu ZEW nie zawsze przekłada się na lepsze

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

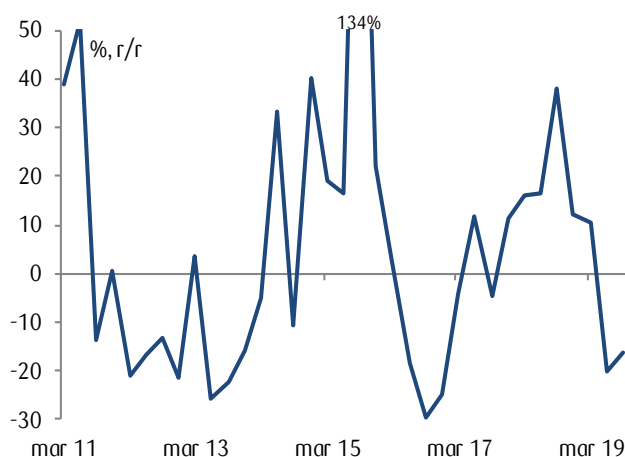
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

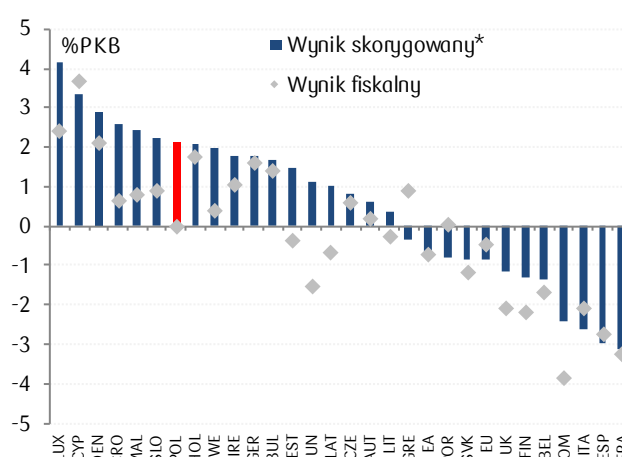
Michał Rot

Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Inwestycje firm budowlanych[^]



Saldo fiskalne z wył. inwestycji*



Źródło: Datastream, Eurostat, PKO Bank Polski. [^]zatr.>49 osób. *po 3q19 (4kw. skum.), z wył. inwestycji ponad zużycie kapitału publicznego.

odczyty twardych danych makro, więc te dane należy interpretować ostrożnie.

- **POL:** A.Ramakrishnan z agencji Fitch powiedział, że stabilna perspektywa ratingu Polski oznacza, iż **nie należy spodziewać się obecnie podjęcia działań ani względem perspektywy ratingu, ani samego ratingu**. Poprawa oceny wiarygodności kredytowej Polski jest możliwa głównie w przypadku poprawy wskaźników zadłużenia zagranicznego Polski w relacji do państw z koszyka ratingowego.

Znalezione w sieci:

- Niepewność dotycząca polityki ogranicza globalną wymianę handlową (voxeu.org): [How policy uncertainty hurt world trade in 2019](#)
- Zmiany klimatu mogą wywołać kryzys systemowy (Bloomberg): [‘Green Swan’ Climate Event Could Trigger Global Financial Crisis, BIS Warns](#)
- Długookresowy wpływ polityki pieniężnej na wydajność w gospodarce potwierdzony empirycznie (NBER): [The Long-Run Effects of Monetary Policy](#).
- Wzrost cen nieruchomości w Wielkiej Brytanii w ostatnich 30 latach może być wyjaśniony przez spadek stopy wolnej od ryzyka oraz wzrost realnych dochodów (Bank Underground): [What’s been driving long-run house price growth in the UK?](#)
- Przesiedlenia podnoszą kapitał ludzki (CEPR/NBER/AER): [Forced Migration and Human Capital: Evidence from Post-WWII Population Transfers](#).

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
Piątek, 17 stycznia						
CHN: Wzrost PKB (4q)	3:00	6,0% r/r	6,0% r/r	--	6,0% r/r	Stabilizacja wzrostu w Chinach pomimo napięć handlowych osiągnięta dzięki wydatkom na infrastrukturę.
EUR: Inflacja HICP (gru, rew.)	11:00	1,0% r/r	1,3% r/r	--	1,3% r/r	Wzrost inflacji to efekt odwrócenia spadków cen energii. Inflację zaniżają towary pozażywnościowe.
EUR: Inflacja bazowa (gru, rew.)	11:00	1,3% r/r	1,3% r/r	--	1,3% r/r	Niskie stopy i dobra sytuacja na rynku pracy ponownie napędzają popyt na rynku nieruchomości.
USA: Rozpoczęte budowy domów (gru)	14:30	1375 tys.	1370 tys.	--	1608 tys.	Za spadkiem stały problemy w sektorze motoryzacyjnym, a także ciepła zima, która obniżyła produkcję w sekt. użyteczności publ.
USA: Produkcja przemysłowa (gru)	15:15	0,8% m/m	0,1% m/m	--	-0,3% m/m	Styczeń nie przyniósł wymiernych zmian w nastrojach konsumentów - nadal dominuje optymizm.
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, wst.)	16:00	99,3 pkt.	99,0 pkt.	--	99,1 pkt.	
Poniedziałek, 20 stycznia						
Brak publikacji kluczowych danych						
Wtorek, 21 stycznia						
JAP: Posiedzenie BoJ (sty)	--	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	BoJ nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, jednak podniósł prognozy PKB na 2020, co należy wiązać z ogłoszeniem pakietu fiskalnego.
POL: Płace w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	5,3% r/r	6,1% r/r	6,3% r/r	6,2% r/r	Widoczne w ostatnich miesiącach wyhamowanie dynamiki płac to cisza przed burzą, która może nastąpić w styczniu, wraz ze wzrostem płacy minimalnej.
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (gru)	10:00	2,6% r/r	2,6% r/r	2,6% r/r	2,6% r/r	Odbicie produkcji w dziale infrastruktura nie jest sygnałem odwrócenia negatywnych tendencji.
POL: Produkcja budowlano-montażowa (gru)	10:00	-4,7% r/r	0,6% r/r	0,0% r/r	-3,3% r/r	Wyraźna poprawa oczekiwań analityków i inwestorów nie zawsze przekłada się na lepsze odczyty danych makro.
GER: Indeks instytutu ZEW (sty)	11:00	10,7 pkt.	15,1 pkt.	--	26,7 pkt.	
Środa, 22 stycznia						
POL: Produkcja przemysłowa (gru)	10:00	1,4% r/r	6,0% r/r	5,3% r/r	--	Neutralny układ kalendarza pozwoli produkcji na powrót do dynamiki zbliżonej do średnioterminowego trendu.
POL: Inflacja PPI (gru)	10:00	-0,1% r/r	0,9% r/r	0,9% r/r	--	Ceny paliw i niższa baza sprawią, że dynamika cen producentów powróci do dodatniego poziomu.
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (gru)	16:00	5,35 mln	5,42 mln	--	--	Sprzedaż listopadzie była najniższa od 5 miesięcy, głównie ze względu na ograniczenia podażowe. W grudniu oczekiwane jest nieznaczne odbicie sprzedaży.
Czwartek, 23 stycznia						
NOR: Posiedzenie Norges Banku (sty)	10:00	1,50%	1,50%	--	--	Posiedzenie bez konferencji prasowej i aktualizacji prognoz nie przyniesie zmian stóp.
POL: Sprzedaż detaliczna (gru)	10:00	5,2% r/r	5,8% r/r	5,0% r/r	--	Dobre wyniki za listopad mogły wynikać m.in. z wcześniejszych zakupów świątecznych, co oznacza mniejszy potencjał do wzrostu w danych za grudzień.
EUR: Stopa refinansowa EBC (sty)	13:45	0,00%	0,00%	0,00%	--	Bieżące trendy gospodarcze pokrywają się z oczekiwaniami EBC, w centrum uwagi znajdzie się więc nie tyle obecne spojrzenie EBC na politykę pieniężną, co szczegółowy planowany przez bank strukturalnego przeglądu.
POL: Minutes RPP (sty)	14:00	--	--	--	--	Wymowa minutes z dyskusji RPP prowadzonej po silnym wzroście inflacji CPI za gru. może być bardziej jastrzębia, niż konferencja prasowa bezpośrednio po posiedzeniu.
Piątek, 24 stycznia						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	43,7 pkt.	44,5 pkt.	--	--	Złagodzenie napięć handlowych powinno prowadzić do dalszej odwilży w zamówieniach eksportowych.
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	46,3 pkt.	46,8 pkt.	--	--	
POL: Podaż pieniądza M3 (gru)	14:00	9,4% r/r	9,1% r/r	9,1% r/r	--	Uwagę przyciągnie m.in. dynamika kredytów, która wyraźnie wyhamowała w listopadzie.
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	52,4 pkt.	--	--	--	Dywergencja pomiędzy wskazaniami PMI a ISM pogłębia się.

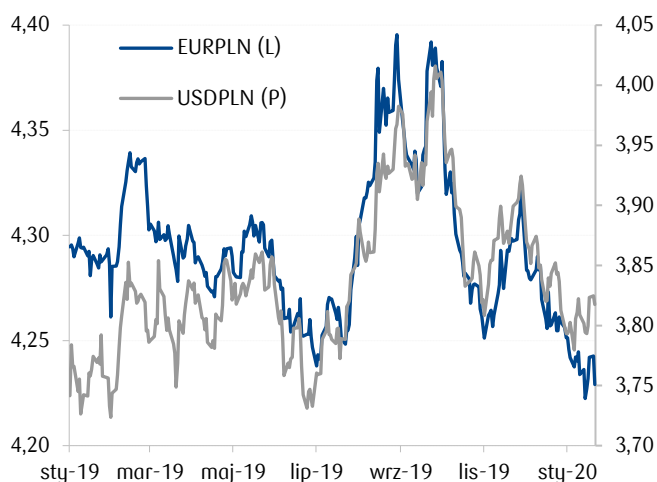
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.*sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

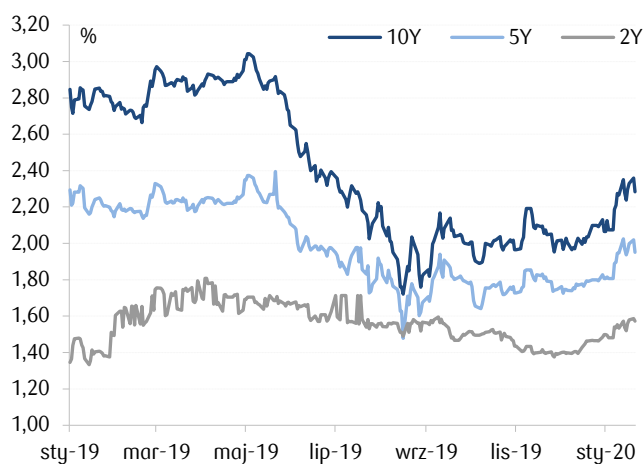
		Wartość 2020-01-21	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2291	-0,32%	0,16%	-0,60%
	USDPLN	3,8107	-0,46%	0,37%	-0,67%
	CHFPLN	3,9379	-0,26%	0,43%	0,64%
	GBPPLN	4,9818	0,11%	0,86%	0,14%
	EURUSD	1,1098	0,14%	-0,21%	0,07%
	EURCHF	1,0740	-0,06%	-0,27%	-1,23%
	GBPUSD	1,3060	0,48%	0,39%	0,75%
	USDJPY	109,91	-0,23%	-0,12%	0,52%
	EURCZK	25,08	-0,08%	-0,37%	-1,72%
Obligacje	EURHUF	334,54	0,00%	0,69%	0,64%
	PL2Y	1,57	-1	3	11
	PL5Y	1,95	-7	-2	15
	PL10Y	2,28	-8	1	19
	DE2Y	-0,58	1	0	6
	DE5Y	-0,53	-2	-4	-2
	DE10Y	-0,25	-4	-4	-1
	US2Y	1,53	-4	-5	-11
	US5Y	1,57	-6	-5	-15
Akcje	US10Y	1,77	-7	-5	-14
	WIG20	2158,0	-0,9%	-1,1%	0,7%
	S&P500	3320,8	-0,3%	1,1%	3,0%
	Nikkei**	24040,9	0,7%	0,1%	0,9%
	DAX	13555,9	0,1%	0,7%	1,9%
Surowce	VIX	12,85	6,2%	3,7%	1,4%
	Ropa Brent	65,3	0,0%	0,8%	-3,0%
	Złoto	1557,8	-0,2%	0,9%	3,9%

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

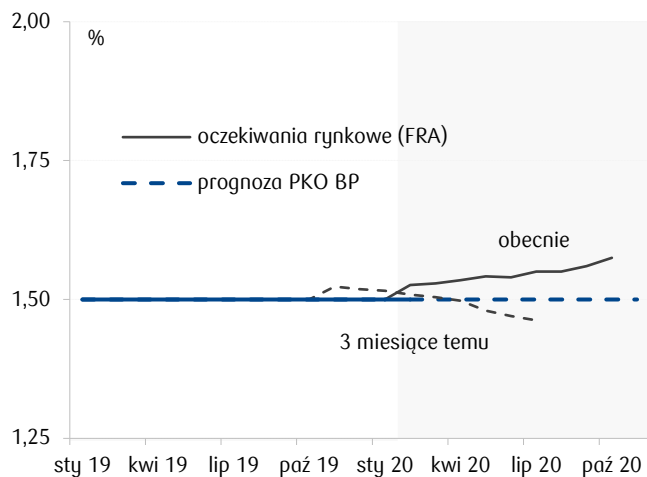
Notowania złotego wobec głównych walut



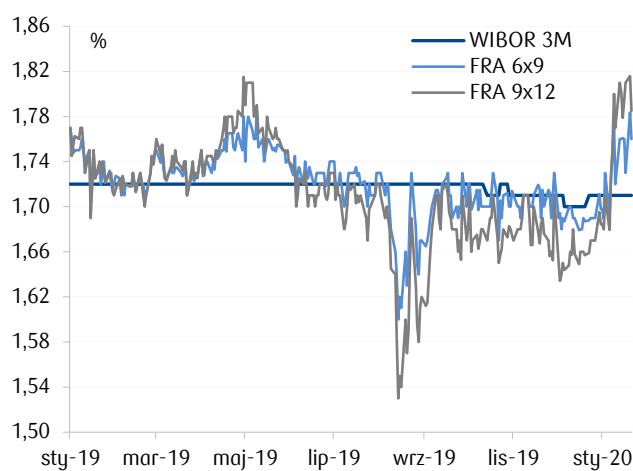
Rentowności polskich obligacji skarbowych



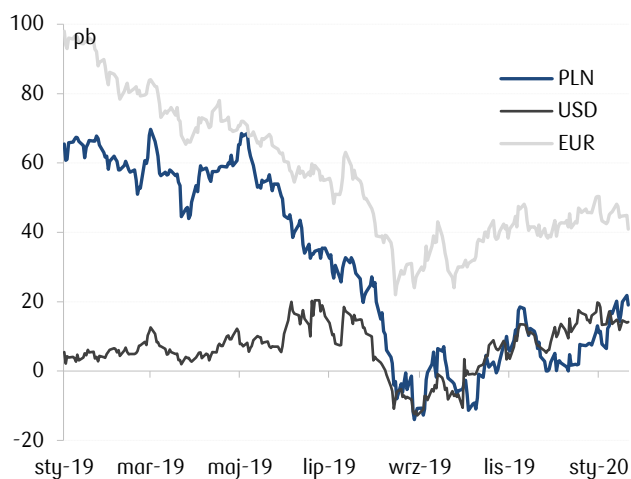
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



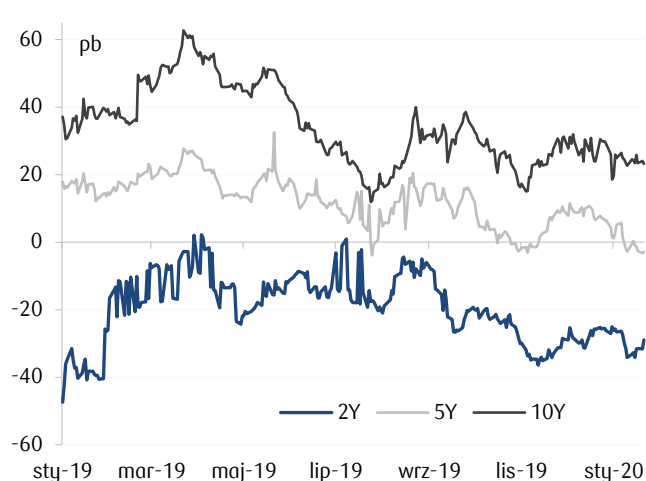
Krótkoterminowe stopy procentowe



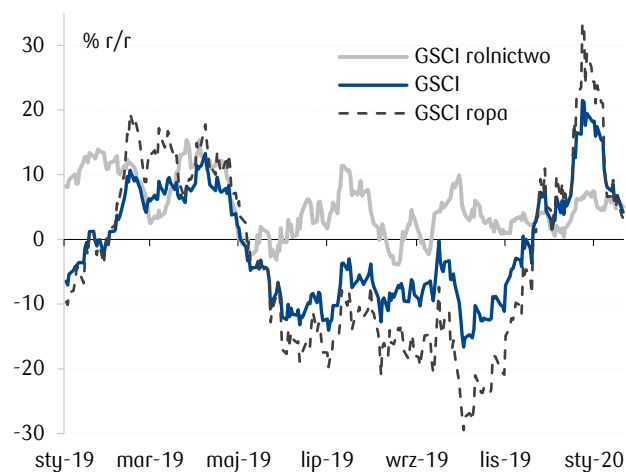
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



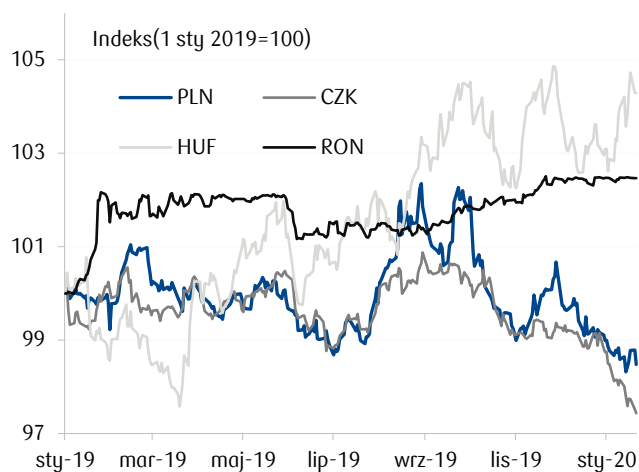
Spread asset swap dla PLN



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 Koleśnikow 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): Piotr Bujak

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.