

30 stycznia 2020

Wzrost poniżej oczekiwań

Dziś w centrum uwagi:

- Ostatnie posiedzenie BoE z udziałem M.Carneya nie przyniesie naszym zdaniem zmiany stóp procentowych, ale decyzja stoi na ostrzu noża (buduje się większość członków komitetu popierająca obniżkę stóp).
- Publikacja amerykańskiego PKB w 4q19 prawdopodobnie pokaże stabilizację wzrostu (2,2% k/k saar vs 2,1% k/k saar w 3q) przy silnej konsumpcji i malejących wydatkach inwestycyjnych.
- Wskaźnik ESI mierzący koniunkturę w strefie euro może pokazać poprawę nastrojów w styczniu, wpisując się w serię badań koniunktury sygnalizujących, że zbliża się moment zwrotny dla europejskiej gospodarki.
- Niemiecka publikacja wstępnej inflacji CPI w styczniu dostarczy przede wszystkim informacji o cenach żywności u naszego zachodniego sąsiada. W dużym stopniu to od cen żywności zależy, czy polska inflacja poziom 4,0% r/r osiągnie już w styczniu, czy dopiero w lutym.

Przegląd wydarzeń:

- USA:** FOMC nie zmienił przedziału dla stopy procentowej *fed funds*, który nadal wynosi 1,50%-1,75%. Decyzja została podjęta jednomyślnie (drugi raz z rzędu). Jednocześnie Fed **wydłużył** okres operacji skupu bonów skarbowych (faktyczne QE) przynajmniej do 2q, a operacji repo co najmniej do kwietnia. Po tym okresie Fed zamierza zwolnić tempo zakupów (o czym wcześniej poinformuje). Uczyni to w 2q20, jak będzie pewien, że poziom rezerw banków jest na tyle duży, że Rezerwa Federalna będzie mogła „bez wspomagania” sprowadzać stopę *fed funds* w okolice celu za pomocą standardowych instrumentów (poziom nadmiernych rezerw musi wzrosnąć powyżej 1,5 bln USD, który stanowi oczekiwane przez Fed minimum). **O 5pb do 1,6% podniesiono stopę IOER** (oprocentowanie nadmiernych rezerw). Stała za tym chęć, aby stopy na rynku kształtowały się wyraźnie w zakresie przedziałowego celu Fed. O tyle samo podniesiono stopę operacji reverse repo ON (do 1,50%).
- Jedynymi zmianami w [komunikacie](#) wobec zapisów z grudnia były: zwrócenie uwagi na umiarkowany (a nie silny) wzrost wydatków gospodarstw domowych oraz ocena Komitetu, że obecna polityka doprowadzi do powrotu inflacji do celu (w grudniu była mowa o jej pozostaniu w pobliżu celu). Wskazanie, że **Fed nie czuje się komfortowo z inflacją poniżej 2% r/r** oznacza, że wciąż nie można wykluczyć powrotu Fed do obniżek stóp w tym roku, zwłaszcza że istnieje do nich przestrzeń.

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

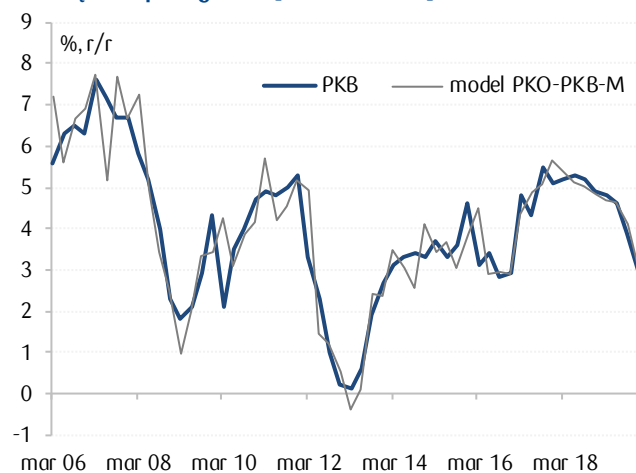
Urszula Kryńska

Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Michał Rot

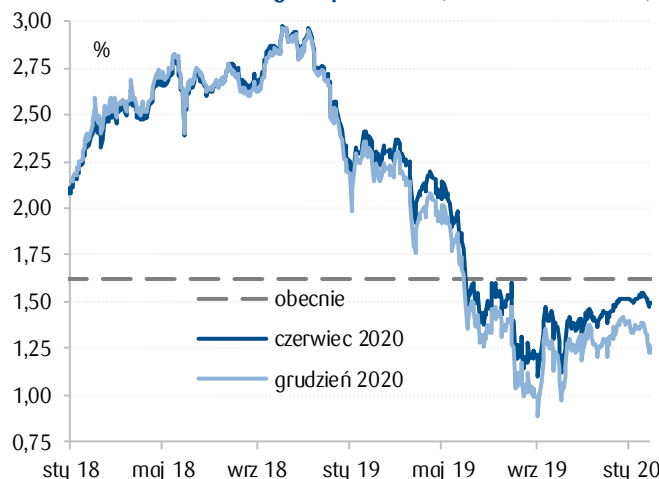
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Miesięczne proxy PKB [PKO-PKB-M]



Źródło: Reuters Datastream, GUS, PKO Bank Polski.

Oczekiwania na zmiany stóp w USA (*fed funds futures*)



Podczas konferencji po posiedzeniu FOMC J.Powell wskazał na podstawy do ostrożnego optymizmu co do perspektyw globalnej gospodarki (m.in. dzięki spadkowi napięć handlowych, mniejszemu ryzyku twardego brexitu oraz prawdopodobnemu osiągnięciu dna przez globalne przetwórstwo). Zwrócił jednak uwagę, że niepewność podnosi wybuch epidemii koronawirusa w Chinach. J.Powell zauważył, że stopa bezrobocia mogła jeszcze nie spaść do swojego neutralnego poziomu (tak, aby doprowadzić do wyższego wzrostu płac). Jego zdaniem dynamika wynagrodzeń jest teraz na poziomie odpowiadającym inflacji i tempu wzrostu produktywności. Powyższe sugeruje, że FOMC nie obawia się, że obecną polityką przegrzewa gospodarkę (choć J.Powell wskazał, że ceny aktywów są wysokie).

J.Powell zwrócił również uwagę na trwający przegląd strategii Fed, który ma się zakończyć w połowie roku i ma sprawić, że strategia będzie dostosowana do nowej pokryzysowej rzeczywistości związanej z tzw. „new normal” (tj. do globalnych trendów dezinflacyjnych, wypłaszczenia krzywej Phillipsa oraz spadku naturalnej stopy procentowej).

Wynik wczorajszego posiedzenia nie zmienia naszego scenariusza dla stopy procentowej Fed: nadal spodziewamy się, że Fed powróci do luzowania polityki pieniężnej w trakcie roku (jedna obniżka), gdy rynek pracy oraz inflacja (wskaźniki opóźnione względem fazy cyklu koniunkturalnego) zareagują na to, co już się stało ze wzrostem gospodarczym. Nie uważamy jednak, aby wyhamowanie wzrostu było na tyle głębokie, że potrzebne będzie jeszcze więcej obniżek stóp.

- **POL:** Polska gospodarka wzrosła w 2019 o 4,0% (wobec 5,1% w 2018). Spowolnienie wzrostu gospodarczego nabrało w końcu roku większego impetu - opublikowane dane pozwalają szacować, że dynamika PKB w ostatnim kwartale roku wyniosła 2,9% r/r (przy możliwym przedziale: 2,8%-3,0%) wobec 3,9% r/r w 3q19. Więcej w Makro Flashu „[Słaba konsumpcja, mocne inwestycje \(prywatne\)](#)”.
- **EUR:** Podaż pieniądza M3 w strefie euro spowolniła w grudniu mocniej od oczekiwań (do 5,0% r/r z 5,6% r/r w listopadzie). Publikacja pokazała kontynuację spadku dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, do czego może prowadzić słaba kondycja firm przemysłowych, ale także kwestie podażowe. Oznacza to, że polityka pieniężna EBC jest coraz mniej skuteczna.
- **POL:** Wg danych NBP, w 3q19 środki przekazane za granicę z tytułu pracy cudzoziemców w Polsce były nieznacznie wyższe od środków przekazanych do Polski (4,17 mld PLN vs. 4,13 mld PLN), już trzeci kwartał z rzędu. W analizowanym okresie, po raz pierwszy od 2013, przekazy były niższe niż rok wcześniej. Spadek o 1,4% r/r wynikał z malejących transferów od migrantów krótkookresowych, które wyniosły 3,6 mld PLN wobec 3,8 mld PLN przed rokiem. Rosły natomiast przekazy zarobków migrantów długoterminowych, co potwierdza tezę o stopniowej zmianie charakteru migracji pracowników z Ukrainy na bardziej trwałą.
- **CHN:** Władze chińskie (w niektórych prowincjach) przedłużyły przerwę noworoczną (Chiński Nowy Rok) o 1 tydzień do 9 lutego, aby walczyć z rozprzestrzenianiem się koronawirusa. Może to negatywnie wpłynąć na odczyty z Chin za luty i PKB w 1q20.
- **EUR:** Parlament Europejski poparł umowę o wyjściu Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, formalnie otwierając drogę dla brexitu. Szef MSZ Irlandii powiedział, że UE uznaje przedłużenie okresu przejściowego poza 2020 za mało prawdopodobne.
- **UK:** Szkocki parlament opowiedział się za przeprowadzeniem nowego referendum w sprawie niepodległości Szkocji.

Znalezione w sieci:

- Wyczerpują się możliwości rozwoju polskiego eksportu opierającego się na niskich kosztach (PIE): [Konkurencyjność polskiego eksportu w wymiarze jakościowo-cenowym](#).
- Bezpartyjne Congressional Budget Office prognozuje, że skumulowany 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](#).

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.
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	96,3 pkt.	97,0 pkt.	--	95,9 pkt.	Sytuacja w niemieckim przetwórstwie się poprawia, ale w usługach i budownictwie jest coraz gorsza.
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	697 tys.	730 tys.	--	694 tys.	Ubiegłoroczne obniżki stóp wciąż sprzyjają rynkowi nieruchomości.
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	4,0% r/r	Konsumpcja i eksport netto pociągnęły w dół wzrost PKB w 4q19.
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	5,6% r/r	5,5% r/r	--	5,0% r/r	Wyhamowywanie podaży pieniądza i akcji kredytowej wskazuje na potrzebę dalszego luzowania polityki EBC.
USA: Posiedzenie Fed (sty)	20:00	1,50-1,75%	1,50-1,75%	1,50-1,75%	1,50-1,75%	Fed wydłużył okres operacji skupu bonów skarbowych (faktyczne QE) przynajmniej do 2q, a operacji repo co najmniej do kwietnia.
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. Styczeniowy silny wzrost PMI może opóźnić obniżkę, za którą opowiada się rosnąca liczba członków Komitetu. Decyzja będzie podjęta na ostrzu noża.
GER: Inflacja CPI (sty, wst.)	14:00	1,5% r/r	1,6% r/r	--	--	Z perspektywy polskiej gospodarki najciekawszy będzie tradycyjnie komponent cen żywności.
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	2,1%k/k saar	2,2%k/k saar	--	--	Solidny wzrost w 4q odciąga FOMC od decyzji o kolejnej obniżce stóp.
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.	--	--	

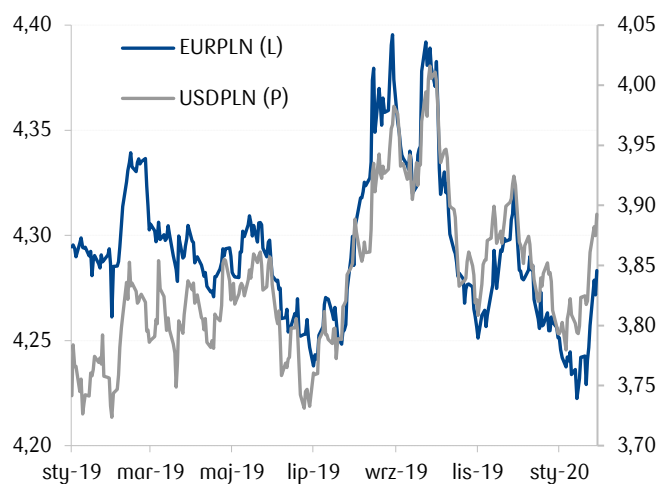
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters. *sprzed publikacji szacunku flash.

Podstawowe dane rynkowe

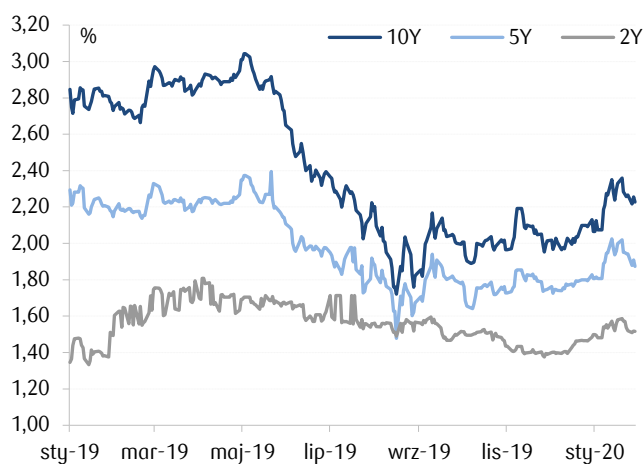
		Wartość 2020-01-27	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
Waluty	EURPLN	4,2832	0,27%	1,00%	0,75%
	USDPLN	3,8944	0,29%	1,71%	2,83%
	CHFPLN	3,9939	0,16%	1,19%	2,12%
	GBPPLN	5,0688	0,41%	0,95%	0,81%
	EURUSD	1,0999	-0,02%	-0,70%	-2,02%
	EURCHF	1,0725	0,11%	-0,19%	-1,34%
	GBPUSD	1,3002	0,15%	-1,05%	-1,85%
	USDJPY	109,18	0,04%	-0,66%	0,46%
	EURCZK	25,23	0,02%	0,36%	-0,73%
Obligacje	EURHUF	337,58	-0,19%	0,46%	2,08%
	PL2Y	1,52	0	-5	2
	PL5Y	1,87	-3	-8	7
	PL10Y	2,23	-3	-4	16
	DE2Y	-0,64	-1	-5	-4
	DE5Y	-0,62	0	-8	-15
	DE10Y	-0,37	1	-11	-19
	US2Y	1,42	-4	-11	-14
	US5Y	1,42	-5	-16	-27
Akcje	US10Y	1,59	-5	-18	-32
	WIG20	2098,2	0,0%	-2,3%	-2,4%
	S&P500	3273,4	-0,1%	-1,5%	1,3%
	Nikkei**	22977,8	-1,7%	-4,4%	-2,9%
	DAX	13345,0	0,2%	-1,3%	0,7%
Surowce	VIX	16,39	0,7%	27,0%	18,9%
	Ropa Brent	60,0	0,0%	-5,4%	-9,6%
	Złoto	1571,2	0,0%	0,9%	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.

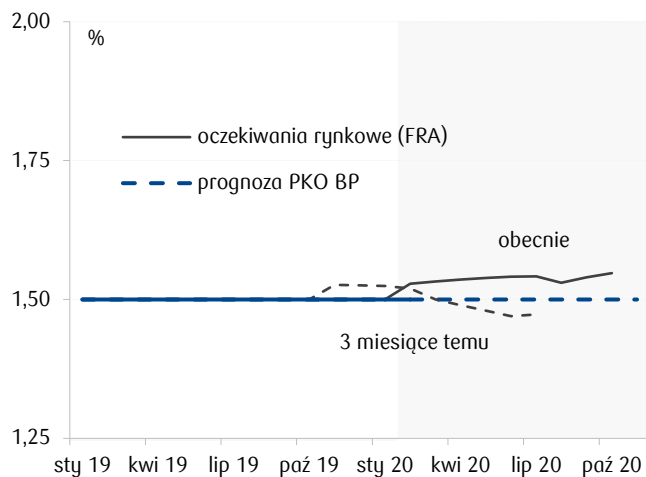
Notowania złotego wobec głównych walut



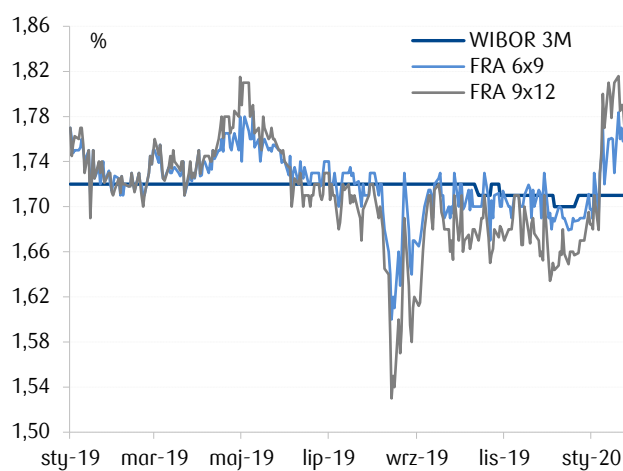
Rentowności polskich obligacji skarbowych



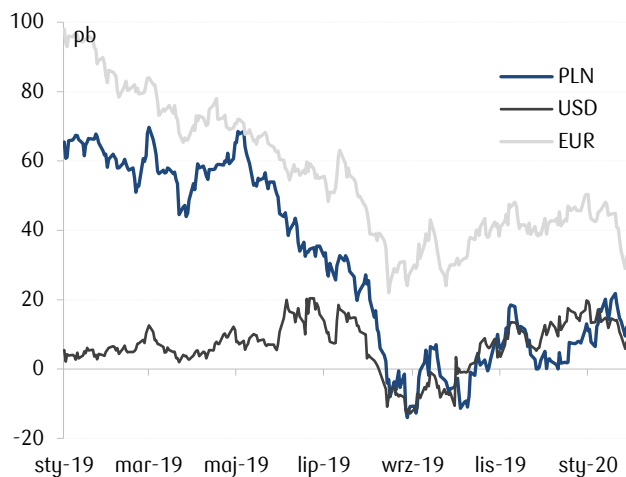
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



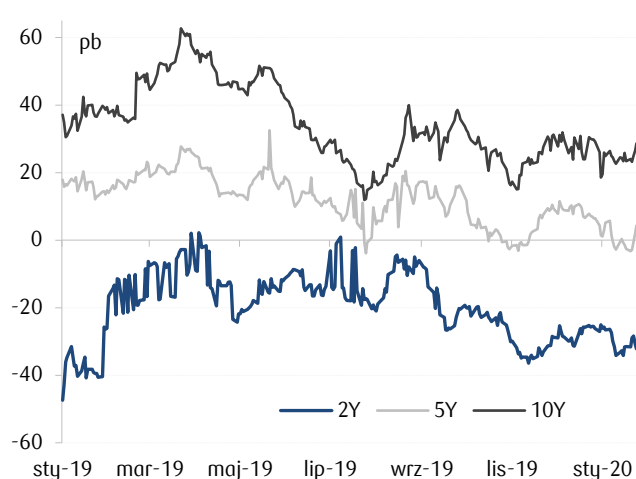
Krótkoterminowe stopy procentowe



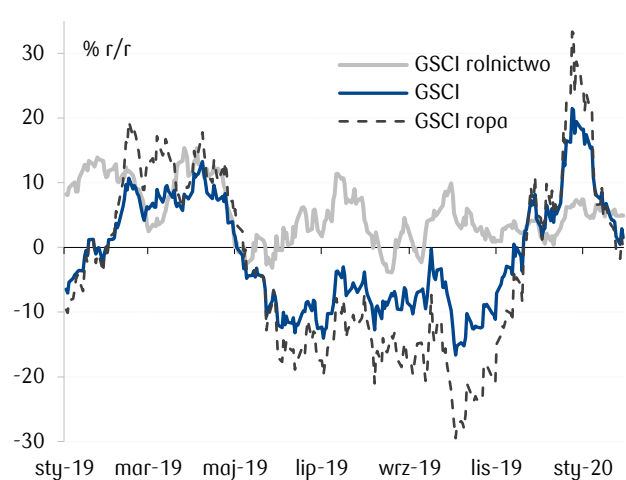
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



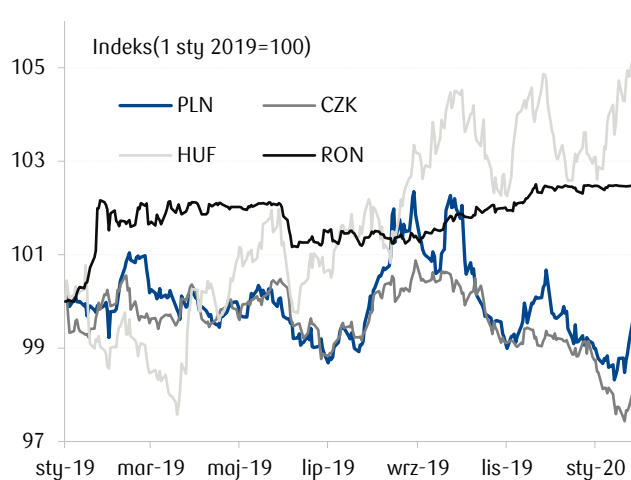
Spread asset swap dla PLN



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 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): 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.