

# Tygodnik ekonomiczny

## Konserwatywna projekcja

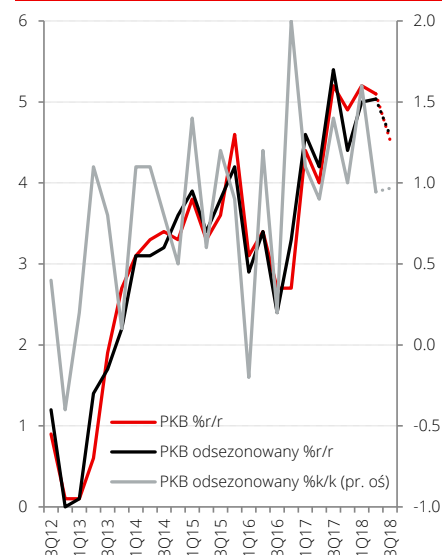
### Najbliższy tydzień w pigułce

- Po hucznych obchodach 100-lecia niepodległości i przedłużonym w ostatniej chwili weekendzie czeka nas w nowym tygodniu całkiem sporo atrakcji.
- We wtorek rano analitycy NBP przedstawią nowy Raport o inflacji i omówią szczegóły projekcji, która – przypomnijmy – pokazała znacznie wyższą niż poprzednio ścieżkę inflacji (wyraźnie powyżej celu w 2019 r.) i nieco mocniejsze spowolnienie wzrostu PKB. Dla RPP takie prognozy to wciąż nie jest argument za rozważaniem podwyżek stóp, ponieważ (a) wyższa inflacja to głównie efekt szoku podażowego (ceny energii), na co polityka pieniężna nie ma wpływu; (b) założenia dot. wzrostu cen energii były wg Prezesa NBP 'konserwatywne' (czytaj: przesadzone). W zasadzie trudno się z tym nie zgodzić (naszym zdaniem URE zaakceptuje podwyżki detalicznych cen prądu nie wyższe niż 3-4%), ale wydaje nam się, że RPP może nie doceniać pośredniego wpływu wyższych cen energii na inflację bazową. Te jednak objawiać się będą stopniowo, więc jeszcz przez wiele miesięcy utrzymywać się będzie podejście „wait-and-see” w polityce pieniężnej.
- We wtorek po południu wrześniowe dane o bilansie płatniczym, które naszym zdaniem pokażą odbicie w eksporcie i imporcie oraz prawie wyzerowane saldo obrotów bieżących (w sumie całkiem pozytywne informacje, ale w otoczeniu innych publikacji tego tygodnia rynek raczej nie zwróci na nie większej uwagi).
- W środę potencjalnie najważniejsza publikacja tygodnia - wstępny odczyt PKB za III kw. Naszym zdaniem pierwszy raz od ponad roku zobaczymy dynamikę PKB wyraźnie poniżej 5% (nasza prognoza 4,5%, konsensus 4,7% r/r), ale na szczegółową strukturę przyjdzie nam zaczekać do końca miesiąca.
- Poznamy też finalne dane o październikowej inflacji, które potwierdzą zapewne wstępny odczyt 1,7% r/r, spójny z lekkim wzrostem inflacji bazowej do 0,9% r/r (te dane w czwartek). Wyraźny ruch inflacji w górę rozpocznie się naszym zdaniem dopiero po Nowym Roku.
- Oprócz czynników krajowych pojawi się sporo informacji za granicą, w tym dane dot. aktywności ekonomicznej i inflacji w Europie i USA. We wtorek Włochy mają zaprezentować nowe propozycje dot. budżetu po ich odrzuceniu przez KE.

### Wnioski rynkowe

Na początku tygodnia spodziewamy się lekkiej przeceny PLN w ramach realizacji zysków po ostatnim ruchu EURPLN w dół, ale w drugiej części tygodnia oczekujemy poprawy nastrojów na rynkach akcji i osłabienia dolara, co powinno stabilizować złotego. W przypadku rynku długu, presja na wzrost rentowności powinna zostać zatrzymana w połowie tygodnia pod wpływem słabszych od konsensusu danych o polskim PKB i amerykańskiej inflacji.

Wzrost gospodarczy w Polsce



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.pl  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Wydarzenia najbliższego tygodnia

Wstępny odczyt **PKB** za III kw. to główna publikacja zaplanowana na najbliższy tydzień. Nasza prognoza zakłada spowolnienie do 4,5% po czterech kwartałach ponad 5-procentowego wzrostu PKB. Szczegóły poznamy pod koniec miesiąca, ale naszym zdaniem konsumpcja nadal jest głównym silnikiem wzrostu, inwestycje wzrosły umiarkowanie, a wkład eksportu netto był ujemny.

Zakładamy, że finalny odczyt październikowego **CPI** będzie zgodny ze wstępnym szacunkiem, który pokazał nieoczekiwany spadek do 1,7% r/r. Przyczyna leżała głównie po stronie żywności. Choć widzimy dużo przesłanek do wzrostu cen żywności (np. efekty suszy, widoczne w cenach warzyw i pieczywa, czy wzrost cen mięsa wieprzowego), to w tym miesiącu przeważały siły działające w drugą stronę, na przykład nadpodaż owoców. Wzrost cen energii i paliw był zgodny z naszymi prognozami. Inflacja bazowa wg nas prawdopodobnie lekko wzrosła do 0,9% r/r z 0,8% r/r. Inflacja CPI prawdopodobnie utrzyma się blisko październikowego poziomu w nadchodzących miesiącach, ale już na początku 2019 r. może zbliżyć się do celu (2,5%).

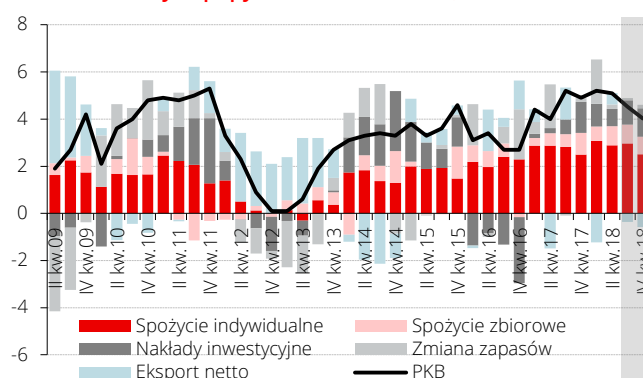
Wrześniowe dane o **bilansie płatniczym** pokażą zapewne odbicie w eksporcie oraz imporcie po słabym sierpniu. Oczekujemy deficytu handlowego w wysokości 235 mln €, który będzie neutralizowany przez nadwyżkę na rachunku dochodów wtórnych, prowadząc do zbilansowania rachunku obrotów bieżących.

## Ostatni tydzień w gospodarce

**Indeks PMI dla polskiego przemysłu** przetwórczego spadł do 50,4 pkt w październiku z 50,5 pkt. Wartość wskaźnika jest wciąż jedną z najniższych od czterech lat i sugeruje hamowanie ekspansji przemysłu. Szczegóły publikacji to kolejny spadek w nowych zamówieniach z zagranicy – w tym roku już piąty, przy czym w październiku ten składnik spadł najmocniej od sześciu lat. Skracająca się kolejka zadań czekających na realizację przez polski przemysł. Trwa dostosowywanie w dół oczekiwań co do przyszłej produkcji (wskaźnik spadł piąty miesiąc z rzędu, do najniższego poziomu od stycznia 2013). Pierwszy raz od połowy 2013 r. doszło do spadku wskaźnika zatrudnienia poniżej 50 pkt – wygląda na to, że już nie tylko ograniczona podaż nowej siły roboczej utrudnia wzrost zatrudnienia, ale w tym samym kierunku też działa strona popytowa. Choć indeks kosztów produkcji pozostał na historycznie wysokim poziomie, doszło do lekkiej obniżki indeksu cen wyrobów gotowych. Kluczową kwestią jest tendencja w nowych zamówieniach z zagranicy.

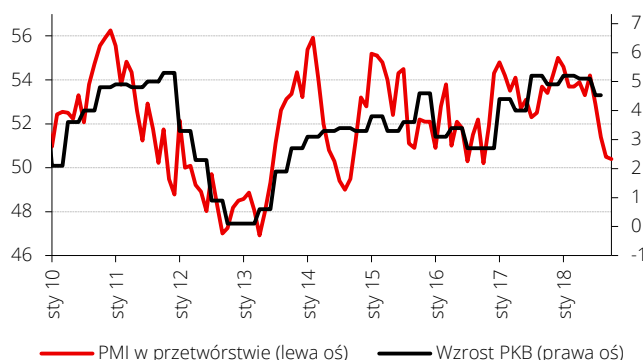
Na listopadowym posiedzeniu **Rada Polityki Pieniężnej** otrzymała aktualizację projekcji NBP, pokazującą silniejsze wybicie inflacji CPI i nieco większe spowolnienie wzrostu PKB w 2019. Jednak, jak zakładaliśmy, te wyniki nie wywołały zmiany w podejściu i retoryce Rady, mimo że dyskusja na posiedzeniu była – jak to ujął prezes NBP Adam Glapiński – „bardziej ożywiona niż zwykle”. RPP wciąż przyjmuje, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną” a prezes Glapiński przyznał, że projekcja nie dała nowych argumentów za zmianą polityki pieniężnej. Zapytany o czynniki, które skłoniłyby RPP do zacieśnienia polityki, powiedział, że musiałyby zobaczyć, że wzrosty inflacji mają charakter permanentny. Zgadza się, że jeszcze daleko do momentu, kiedy dane dostarczą na to mocnych dowodów, ale – o ile spowolnienie gospodarcze nie okaże się dużo dotkliwsze niż myślimy – możemy dojść do tego punktu pod koniec 2019, gdy dynamika CPI i inflacja bazowa znajdą się powyżej celu 2,5% a prognozy na kolejne kwartały będą wskazywać dalej w górę. Do tego czasu RPP utrzyma stopy bez zmian, informując (jak to zrobił prof. Osiatyński po zapoznaniu się z listopadową projekcją), że potrzebuje więcej jasności co do perspektyw i licząc na to, że pomogą w tym kolejne projekcje NBP.

## Udział składowych popytu we wzroście PKB, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## PMI a wzrost PKB



Źródło: GUS, Markit, Santander Bank Polska

## Prognozy CPI i PKB w kolejnych projekcjach NBP

	Wzrost PKB			
	Lis 17	Mar 18	Lip 18	Lis 18
2017	4.2 (±0.4)			
2018	3.7 (±0.8)	4.3 (±0.8)	4.6 (±0.6)	4.8 (±0.4)
2019	3.3 (±1.0)	3.8 (±1.0)	3.75 (±0.95)	3.55 (±0.85)
2020	-	3.6 (±1.0)	3.35 (±0.95)	3.25 (±0.95)
Inflacja CPI				
2017	1.95 (±0.05)			
2018	2.3 (±0.7)	2.1 (±0.5)	1.8 (±0.3)	1.8 (±0.1)
2019	2.7 (±1.0)	2.7 (±1.0)	2.7 (±0.8)	3.25 (±0.65)
2020	-	3.0 (±1.1)	2.8 (±1.1)	2.9 (±1.0)

Uwaga: Środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się w 50-procentowym prawdopodobieństwie.

Źródło: NBP, Santander Bank Polska

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Złoty umacniał się w ostatnim tygodniu za sprawą lepszych nastrojów na globalnych rynkach. Pozwoliło to na aprecjację walut rynków wschodzących, w tym w szczególności walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej. W efekcie EURPLN przesunął się w skali tygodnia z 4,3250 do 4,2870. USDPLN zszedł z 3,7980 do 3,7310, korzystając na przejściowym osłabieniu dolara do euro. Jednak umocnienie dolara przepchnęło USDPLN w okolice 3,7840.

**Rynek stopy procentowej** W minionym tygodniu obserwowaliśmy wzrosty rentowności. Było to odreagowanie po spadkach dochodowości w końcu października, w reakcji na wykup długu w końcu zeszłego miesiąca oraz serię spadków na giełdach. Drugim czynnikiem spychającym krzywą w górę było podniesienie ścieżki inflacji w nowej projekcji inflacyjnej NBP. Pewien wpływ na wzrost rentowności w kraju miało także zachowanie obligacji rynków bazowych. Niemiecka krzywa została przesunięta w górę przez lepsze od oczekiwań dane z przemysłu. Ruch w górę w przypadku papierów amerykańskich był konsekwencją oczekiwań na decyzję FOMC. Na przestrzeni tygodnia krzywa dochodowości polskich obligacji przesunęła się w górę o 2-5pb., ruch krzywej IRS był nieco większy i wyniósł 2-6pb.

### Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z Polski – PKB, inflacja i bilans płatniczy. W przypadku danych inflacyjnych nie spodziewamy się zaskoczenia w stosunku do wstępnego odczytu. W przypadku PKB oczekujemy odczytu niższego niż poprzedni i niższego niż konsensus. Dane o bilansie płatniczym powinny być bliskie konsensusowi.

W czwartek odbędzie się aukcja zamiany obligacji, na której zostaną zaoferowane papiery OK0521, PS0424, WZ0524, WS0428, WZ0528 w zamian za WZ0119, OK0419, PS0719.

W drugiej połowie tygodnia czeka nas publikacja danych o sprzedaży detalicznej i inflacji w USA, gdzie odczyty powinny pokazać lekkie osłabienie napięć inflacyjnych.

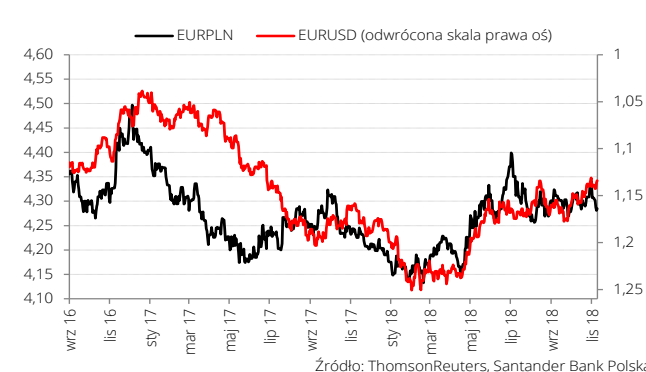
### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Początek tygodnia powinien przynieść lekką przecenę złotego, w ramach realizacji zysków, maksymalnie do poziomu 4,30. W drugiej części tygodnia spodziewamy się poprawy nastrojów na rynkach akcji oraz publikacji inflacji w USA za październik (gdzie oczekujemy odczytu poniżej konsensusu - 2,2% r/r), co powinno stabilizować złotego. Sądzymy, że taki scenariusz przyczyni się do pozostania EURPLN nieco poniżej 4,30. Elementem ryzyka dla tego scenariusza jest umocnienie dolara, co mogłoby być pochodną lepszych niż oczekiwane danych o sprzedaży detalicznej w USA.

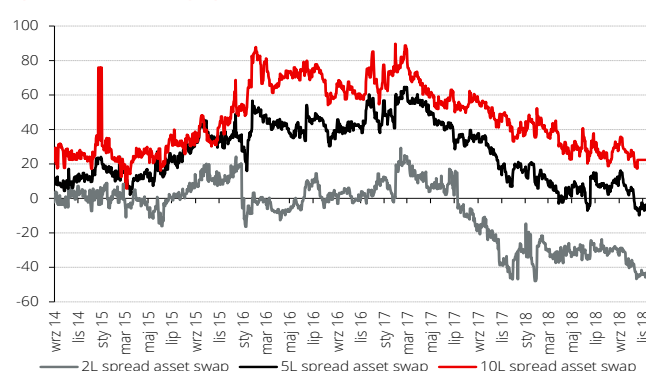
### Rynek stopy procentowej

W początku tego tygodnia spodziewamy się utrzymania negatywnej presji na wycenę krajowego długu, jednak w skali mniejszej niż miało to miejsce w zeszłym tygodniu. Sądzymy, że proces ten zostanie zatrzymany w połowie tygodnia, kiedy to zostaną opublikowane dane na temat wzrostu PKB w III kw. oraz końcowe dane o inflacji za październik. Sądzymy, że słabsze niż się powszechnie oczekuje dane o PKB w III kw. przełożą się na zatrzymanie wzrostów rentowności. Odwróceniu trendów powinno służyć także publikację danych o inflacji w USA za październik, gdzie spodziewamy się odczytu nieco niższego od oczekiwań za sprawą niższych cen ropy naftowej i żywności. W efekcie w końcu tygodnia spodziewamy się powrotu krzywej rentowności w okolice 3,20%, 2,45% i 1,53%, odpowiednio dla 10L, 5L i 2L).

### EURPLN



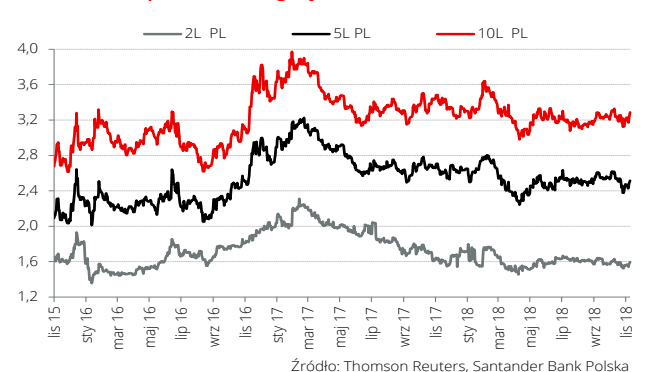
### Spread asset swap (pb)



### Spread asset swap (pb)



### Rentowności polskich obligacji



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
<b>PONIEDZIAŁEK (12 listopada)</b>						
Brak ważnych danych						
<b>WTOREK (13 listopada)</b>						
08:00	DE	Inflacja HICP	X	% m/m	0.1	0.1
9:00	PL	Publikacja Raportu o Inflacji				
11:00	DE	ZEW	XI	pkt	65.0	70.1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-376	-549
14:00	PL	Bilans handlowy	IX	mln €	-107	-329
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	18186	17195
14:00	PL	Import	IX	mln €	18307	17524
<b>ŚRODA (14 listopada)</b>						
08:00	DE	PKB WDA	III kw.	% r/r	1.3	2.0
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	2.6	2.4
09:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	4.4	4.8
10:00	PL	Inflacja	X	% r/r	1.7	1.7
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	4.7	5.1
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1.7	1.7
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-0.4	1.0
14:30	US	Inflacja	X	% m/m	0.3	0.1
<b>CZWARTEK (15 listopada)</b>						
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	0.9	0.8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	10 lis	tys.	215.0	214.0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0.6	0.1
14:30	US	Indeks Philly Fed	XI		20.6	22.2
<b>PIĄTEK (16 listopada)</b>						
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	2.2	2.2
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	0.2	0.3

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 obowiązuje 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