

# Tygodnik ekonomiczny

## Spowolnienie którego nie ma

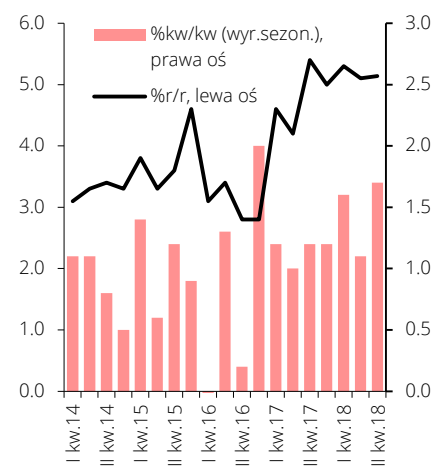
### Najbliższy tydzień w pigułce

- Największym zaskoczeniem w danych makro był wstępny odczyt PKB za III kw., który pokazał wzrost o 5,1% r/r, a po odsezonowaniu 1,7% kw/kw i 5,7% r/r. Nie wiemy wciąż jaka była struktura tego wzrostu (szczegółowe dane poznamy dopiero na koniec miesiąca), ani jak wytłumaczyć fakt, że taki odczyt wskazuje na wyraźne ożywienie aktywności ekonomicznej w III kwartale, gdy tymczasem większość innych sygnałów napływających z gospodarki wskazuje na spowolnienie. Drugą pozytywną niespodzianką były dane o płacach w gospodarce narodowej, które w III kw. przyspieszyły do 7,6% r/r (najwięcej od dekady!), co może wskazywać – również wbrew wcześniejszym sygnałom – że presja płacowa jednak nie hamuje. Obie informacje pozwalają z nieco większym optymizmem patrzeć na perspektywy gospodarki na najbliższe miesiące/kwartały.
- W najbliższych dniach pojawi się sporo nowych krajowych danych: październikowe płace i zatrudnienie w sektorze firm w poniedziałek, produkcja w przemyśle i budownictwie we wtorek, sprzedaż detaliczna w czwartek; GUS opublikuje też listopadowe wskaźniki koniunktury i nastrojów konsumenckich. Jednak te publikacje mogą nie pomóc zbyt wiele w wyjaśnieniu wątpliwości nt tego, co tak naprawdę dzieje się ze wzrostem gospodarczym i rynkiem pracy. Nasze prognozy dla płac i produkcji w budowlance są powyżej konsensusu, w pozostałych przypadkach poniżej. Wyniki finansowe przedsiębiorstw za III kw. (środa) być może rzucą nieco światła na to co dzieje się z inwestycjami sektora prywatnego i marżami w firmach.
- W kalendarzu mamy też trochę wydarzeń politycznych. We wtorek wysłuchanie PE ws. praworządności w Polsce, a w poniedziałek mija miesięczny termin wyznaczony Polsce przez TSUE na zastosowanie się do decyzji o środkach tymczasowych. To jednak nie będzie głównym tematem przyciągającym uwagę. Dzisiaj odbyło się w TSUE wysłuchanie racji polskiego rządu w tej sprawie, po którym podobno ma zostać wydana ponowna decyzja (jeszcze przed Bożym Narodzeniem).
- W środę Komisja Europejska opublikuje opinie do projektów budżetowych krajów członkowskich, w tym oczywiście dla Włoch.
- W niedzielę 25 listopada ma się odbyć specjalny szczyt UE, zatwierdzający Brexit deal (który w tym tygodniu został przyjęty przez brytyjski rząd). To jednak nie rozwiewa niepewności wokół Brexitu, bo porozumienie musi być również ratyfikowane przez brytyjski parlament, a co do tego są coraz większe wątpliwości m.in. ze względu na spory w obozie rządzącym w UK.

### Wnioski rynkowe

Początek tygodnia na rynku może być wciąż trochę nerwowy na rynku walutowym, m.in. pod wpływem niepewności dot. Brexitu. Spodziewamy się jednak osłabienia dolara do euro, co powinno ograniczać skalę wzrostu EURPLN. Rentowności obligacji na początku tygodnia mogą być wciąż podwyższone w związku z aktywnością niektórych krajowych banków. W dalszej perspektywie spodziewamy się poprawy wycen, m.in. pod wpływem danych wskazujących na hamowanie gospodarki i wciąż bardzo dobre informacje o krajowym budżecie.

### Wzrost PKB 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 Luzziński 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

Poznamy wiele danych z gospodarki. Produkcja i sprzedaż detaliczna za październik mogą znowu zaskoczyć negatywnie, potwierdzając, że wciąż silny PKB w III kw. to łabędzi śpiew i ścieżka wzrostu zakreśli teraz w dół. Wskaźniki nastrojów konsumentów i biznesu podpowiedzą co stało się z koniunkturą w listopadzie. Dynamika płac w przedsiębiorstwach mogła przyspieszyć z 6,7% r/r we wrześniu (inaczej niż zakłada konsensus) a wzrost zatrudnienia mógł znowu spaść, bo zasoby wolnej siły roboczej są na wyczerpaniu. Kwartalny raport GUS o wynikach przedsiębiorstw będzie szczególnie ważny dla rozeznania, czy niespodziewanie wysoki wzrost PKB w III kw. mógł pochodzić z ożywienia inwestycji poza samorządami. Raport pokaże też strukturę kosztów, stopy wzrostu poszczególnych składników i implikowany poziom marż. Dalsze kurczenie się marż zwiększałoby ryzyko silnego odbicia inflacji na początku 2019 r.

## Ostatni tydzień w gospodarce

**Wzrost PKB w III kw.** 2018 r. zaskoczył w górę i według wstępnego szacunku wyniósł 5,1% r/r wobec oczekiwań rynkowych 4,6% i najwyższej prognozy na rynku 4,9%. Wzrost utrzymał się powyżej 5% już piąty kwartał z rzędu – to najlepszy wynik od boomu z lat 2006-2008. Według nas w kolejnych kwartałach PKB będzie spowalniał, głównie ze względu na słabszy klimat w handlu międzynarodowym.

Wrześniowe saldo obrotów bieżących pokazało deficyt w wysokości ok. 550 mln €. Za niespodziankę w dużym stopniu odpowiadał **słaby eksport**, który wzrósł o zaledwie 0,3% r/r. Import wzrósł o 5,4% r/r. Deficyt na rachunku obrotów bieżących może się powiększyć z 0,4% do 1% PKB w 2019.

**Finalny odczyt CPI za październik** wyniósł 1,8% r/r wobec wstępnego szacunku GUS 1,7% i poprzedniego odczytu 1,9%. Inflacja bazowa wzrosła z 0,8% do 0,9% r/r. Wyraźniejsze odbicie dynamiki CPI i inflacji bazowej powinno zacząć się od stycznia 2019 r.

**Listopadowa projekcja NBP** pokazała wyższą ścieżkę inflacji, do czego przyczyniły się założenia o wyższych cenach energii. Prognoza inflacji bazowej pozostała bez zmian wobec wersji z lipca, nie pokazując ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. CPI zaczyna spadać w 2020, ale inflacja bazowa stopniowo rośnie w horyzoncie projekcji (obie miary przecinają się na poziomie ok. 2,7% w IV kw. 2020). Prezes NBP sugerował na konferencji po listopadowym posiedzeniu, że celowo przyjęto znaczny wzrost cen energii by zobaczyć jak mocno może przyspieszyć inflacja z tego tytułu. Raport pokazuje jednak, że ryzyko dla nowej ścieżki CPI jest w górę. W nowej projekcji widoczne są mniej optymistyczne prognozy inwestycji i wzrostu płac, ale nieco bardziej odnośnie perspektyw eksportu.

**Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej** wzrosło w III kw. br. o 7,6% r/r, to najwyższa dynamika od dekady. Wygląda na to, że fundusz płac w III kw. nadal rósł o ponad 10%, wspierając wysoką dynamikę konsumpcji prywatnej. Co ciekawe, dane dotyczące gospodarki narodowej nie potwierdzają sygnałów z sektora przedsiębiorstw, wskazujących na hamowanie presji płacowej.

**Opinia NBP do budżetu na 2019** wskazuje na możliwość zejścia z deficytem sektora finansów publicznych poniżej 1% PKB w bieżącym roku (co jest też naszą prognozą) i jego dalszego, niewielkiego spadku w 2019 (co oznaczałoby niższe potrzeby pożyczkowe od wpisanych w projekt budżetu 46 mld zł). Ministerstwo spodziewa się, że deficyt sektora finansów publicznych nie przekroczy 0,5-0,6% PKB.

## Cytat tygodnia

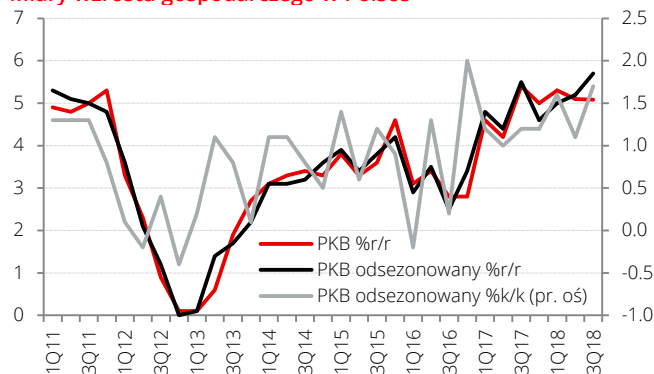
Jerzy Kropiwnicki, uważany za jednego z bardziej gołębih członków RPP, wspominał o możliwości użycia niestandardowych narzędzi do zacieśnienia polityki pieniężnej wobec inflacji kosztowej. Zakładamy, że NBP analizuje różne instrumenty, ale większość Rady najwyraźniej nie popiera – przynajmniej na razie – stosowania działań niekonwencjonalnych.

Realna produkcja i sprzedaż detaliczna, 3M śr. ruchoma, % r/r



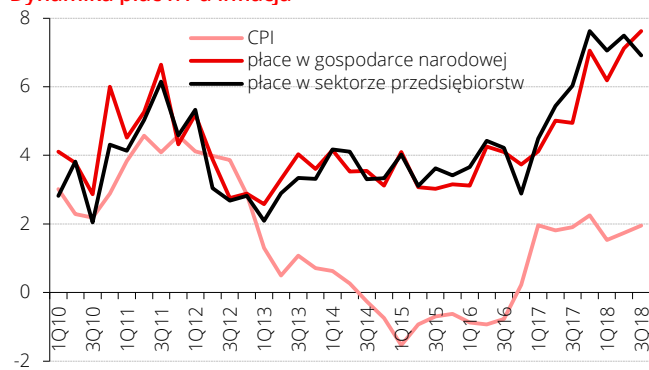
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Miary wzrostu gospodarczego w Polsce



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Dynamika płac r/r a inflacja



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

## Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, Bloomberg/PAP, 15 listopada

Pracujemy nad niestandardowymi narzędziami, których będziemy mogli użyć, jeśli wciąż będziemy chcieli powstrzymać się od podnoszenia kosztów pożyczkowych i zgodzimy się, że pewnego rodzaju interwencja jest potrzebna. Tegoroczne podwyżki cen energii elektrycznej na rynku hurtowym zostaną bez wątpienia przerzucone na konsumentów. Sytuacja na rynku pracy również może podbić inflację. Wszystko to sprawia, że jestem mniej optymistyczny, jeśli chodzi o inflację, niż projekcja NBP.

## Adam Glapiński, prezes NBP, PAP, 15 listopada

Nie ma żadnej potrzeby QE w Polsce. Dopóki będę prezesem NBP żadnych eksperymentów nie będziemy robić w polityce pieniężnej.

## Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 15 listopada

Koszt pieniądza jest już tak niski, to trudno powiedzieć, że dalsze jego zmniejszenie może w jakikolwiek sposób stymulować aktywność inwestycyjną. Jestem absolutnie przeciwko stosowaniu obecnie w Polsce niekonwencjonalnych działań. Listopadowa projekcja inflacji NBP, mówię o jej centralnej ścieżce, przedstawia maksymalny możliwy wzrost inflacji w najbliższych dwóch latach i z dużym prawdopodobieństwem inflacja będzie niższa. W 2019 roku scenariusze status quo i podwyżki stóp mają zbliżone prawdopodobieństwa.

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Na początku tygodnia EURPLN maszerował w górę, aż do osiągnięcia 4,3050. Osłabienie złotego wobec euro było pochodną mocniejszego dolara w stosunku do euro, problemów z włoskim deficytem i spadków na rynkach akcji. W drugiej połowie tygodnia EURPLN zszedł w dół w reakcji na osłabienie dolara i poprawę wycen na giełdach. Dobrą oprawę dla umocnienia złotego dał zaskakująco wysoki odczyt PKB dla Polski za III kw. 2018 r. Końcówka tygodnia upłynęła pod znakiem wyprzedzaży naznaczonej Brexitem.

**Rynek stopy procentowej** Krajowy rynek długu zyskiwał w pierwszej części tygodnia, co było związane ze spadkami dochodowości na świecie w reakcji na niższe na rynkach akcji oraz silne obniżenie się cen ropy naftowej. W drugiej połowie tygodnia mieliśmy odreagowanie i wzrosty rentowności. Tym razem napędzane one były czynnikami krajowymi. Cieniem na długi położył się zaskakująco wysoki odczyt PKB za III kw. oraz prawdopodobna korekta portfeli obligacji przez krajowe banki. W efekcie krajowa krzywa przesunęła się w górę o 2-4 pb. najmniej w środku krzywej.

### Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z Polski – zatrudnienie, płace, produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, podaź pieniądza oraz sprzedaż detaliczna. W przypadku większości danych (wyjątkiem jest produkcja budowlano-montażowa i płace) spodziewamy się odczytów poniżej konsensusu..

Na rynkach bazowych warto będzie zwrócić uwagę na informacje o zamówieniach w przemyśle w USA (dane nie powinny zaskoczyć) oraz na publikację PMI z Eurostrefy (tutaj widzimy perspektywę do odbicia wskaźników przemysłowych dla Niemiec).

### Wpływ na rynek

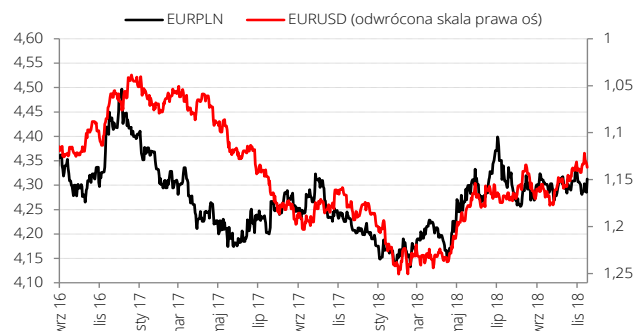
**Rynek FX** Sądymy, że EURPLN będzie rósł, po tym jak w piątek przebił 4,30 i będzie zmierzał w kierunku 4,35. Sądymy, że spodziewane przez nas osłabienie dolara (po czterech tygodniach umocnienia) oraz lepsze niż średnia prognoz dane PMI z Niemiec (oczekujemy nieznacznego odbicia za sprawą poprawy w przemyśle samochodowym) powinny ograniczać skalę ruchu co pozwoli EURPLN zatrzymać się na 4,34.

### Rynek stopy procentowej

Sądymy, że początek nadchodzącego tygodnia upłynie pod znakiem podwyższonej rentowności, po tym jak w końcu mijającego tygodnia doszło do przeceny długu, przy okazji korekty pozycji płynnościowej w krajowym sektorze. Uważamy, że rentowności pozostaną na podwyższonym poziomie co najmniej do połowy tygodnia. W perspektywie końca tygodnia możliwa jest lekka poprawa wycen, której sprzyjać powinny słabsze dane o sprzedaży detalicznej z kraju. Skala zniżek nie powinna jednak być zbyt duża, z uwagi na prognozowane przez nas nieco lepsze od oczekiwań dane PMI z Eurostrefy.

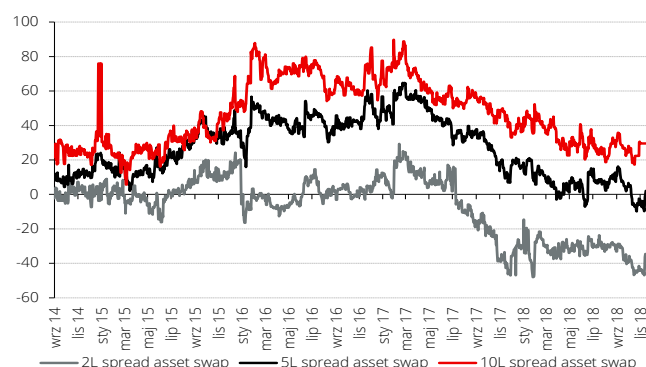
W dłuższej perspektywie oczekujemy powrotu rentowności w okolice 1,55%, 2,45% i 3,21%, odpowiednio dla 2L, 5L i 10L. Sprzyjać temu powinny utrzymujące się obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego, wysoki popyt na dług ze strony krajowych banków oraz spodziewane dobre dane fiskalne.

### EURPLN i USDPLN

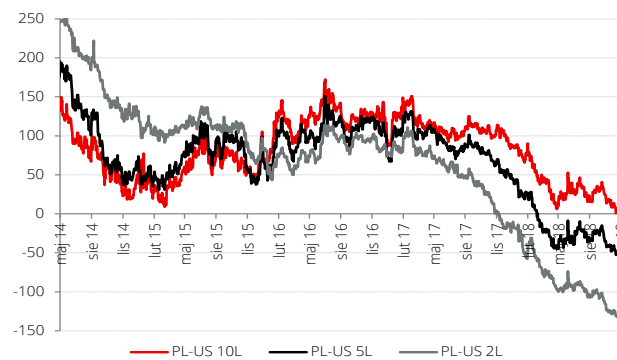


Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

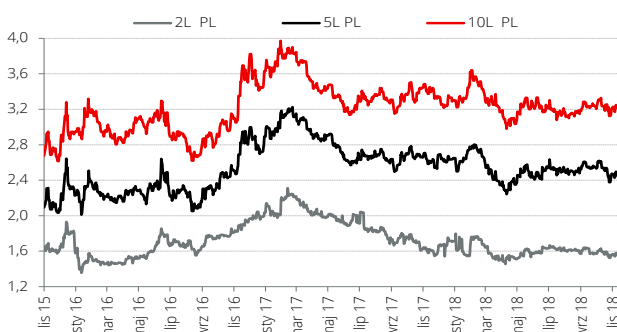
### Spread asset swap (pb)



### Spread między polskim a amerykańskimi obligacjami (pb)



### Rentowności polskich obligacji



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (19 listopada)</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie	X	% r/r	3,2	3,1	3,2
10:00	PL	Płace	X	% r/r	6,5	6,9	6,7
<b>WTOREK (20 listopada)</b>							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	6,6	6,0	2,8
10:00	PL	Produkcja budowlana	X	% r/r	21,0	25,0	16,4
10:00	PL	PPI	X	% r/r	3,0	3,0	2,9
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	20/11/2018	%	0,9		0,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	% m/m	2,0		-5,3
<b>ŚRODA (21 listopada)</b>							
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	-2,0		0,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	213,0		216,0
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	98,3		98,3
16:00	US	Sprzedaż domów	X	% m/m	1,0		-3,4
<b>CZWARTEK (22 listopada)</b>							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	X	% r/r	5,6	5,4	3,6
<b>PIĄTEK (23 listopada)</b>							
08:00	DE	PKB WDA	III kw.	% r/r	1,1		1,1
09:30	DE	PMI przemysł	XI	pkt	52,0		52,2
09:30	DE	PMI usługi	XI	pkt	54,4		54,7
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	51,7		52,0
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	53,5		53,7
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	X	% r/r	8,0	8,0	7,9

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