

Tygodnik ekonomiczny

Moc PKB i niemoc CPI

Najbliższy tydzień w pigułce

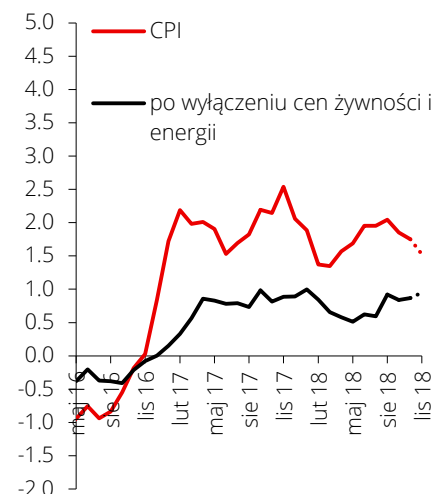
- W najbliższą niedzielę odbędzie się szczyt UE, na którym podpisany ma być dokument zawierający warunki wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii. Jeśli wszystko pójdzie bez komplikacji, wydarzenie te nie powinno mieć dużego wpływu na notowania. Niepewność związana z Brexitem nie spadnie jednak, bowiem porozumienie musi zostać jeszcze poparte przez brytyjski parlament. Rząd walczy o głosy by uzyskać większość.
- Na koniec tygodnia GUS opublikuje szczegółowe dane o PKB za III kw. oraz wstępny szacunek CPI za listopad. Zobaczmy więc co stało za pozytywną niespodzianką we wstępnym szacunku PKB. Jeden trop sugeruje silniejsze od oczekiwań odbicie inwestycji. Zakładamy, że konsumpcja prywatna utrzymała tempo ok. 5% r/r, za to eksport netto zaczął wpływać ujemnie na wynik PKB. Wstępny odczyt inflacji może pokazać spadek z 1,8% r/r do 1,5%. Niski szacunek to efekt wyjątkowo silnego negatywnego efektu bazy (przed rokiem miały miejsce duże wzrosty cen żywności i paliw).
- Na świecie, inwestorzy będą śledzić publikację danych z Niemiec oraz USA. W ostatnich dniach kilku członków FOMC zasugerowało, że w 2019 może mieć miejsce mniej podwyżek stóp niż dotychczas sądzono i być może obawy o perspektywy gospodarcze zostaną w pewnym stopniu odzwierciedlone w minutes po ostatnim posiedzeniu. Inwestorzy będą też czekać na rozmowy USA-Chiny na zaplanowanym na koniec tygodnia szczycie G20.

Wnioski rynkowe

Zakładamy, że będzie to kolejny tydzień kiedy kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,26-4,34 obserwowanym od sierpnia. Nadal istotna jest korelacja z EURUSD i wygląda na to, że zagraniczne dane mogą w najbliższym czasie mieć kluczowy wpływ na złotego.

Sądzimy, że polskie rentowności/IRS mogą w najbliższych dniach spaść, ale 10-letni spread do Bunda może się rozszerzyć, ponieważ perspektywa aukcji może ograniczać potencjał do spadku rentowności na długim końcu. Obligacje 2-letnie mogą z kolei korzystać z danych inflacyjnych, które wg nas i rynku pokażą wyraźny spadek CPI w stosunku do października.

Miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, 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

Już wkrótce rozwiązanie zagadki czemu wzrost PKB okazał się tak wysoki w III kw. (wstępny odczyt 5,1% r/r, konsensus 4,7%). Jeden trop sugeruje silniejsze od oczekiwań odbicie inwestycji. Zakładamy, że konsumpcja prywatna utrzymała tempo ok. 5% r/r, za to eksport netto zaczął wpływać ujemnie na wynik PKB.

Dane BAEL za III kw. pokażą co z zatrudnieniem (dane z przedsiębiorstw pokazały w sierpniu i wrześniu nieoczekiwany spadek) i stopą aktywności ekonomicznej (w obliczu niedoborów siły roboczej).

Wstępny odczyt inflacji za listopad może pokazać spadek z 1,8% r/r do 1,5%, podczas gdy rynek głowi się jak bardzo CPI odbije na początku przyszłego roku. Niski szacunek to efekt wyjątkowo silnego negatywnego efektu bazy (przed rokiem miały miejsce duże wzrosty cen żywności i paliw). Inflacja bazowa mogła minimalnie wzrosnąć.

Ostatni tydzień w gospodarce

W III kw. przychody przedsiębiorstw wzrosły o 8,3% r/r a koszty o 8,2%. Wynik brutto i netto okazały się być lepsze niż przed rokiem o odpowiednio 9,5% i 11,1%, po dwóch kwartałach pogarszających się wyników w ujęciu r/r. Przeciętna marża wzrosła w III kw. z 4,7% do 5,3% (dane odsezonowane) co sugeruje, że nie doszło do istotnego wzrostu presji na firmy w stronę podnoszenia własnych cen. Niemniej jednak zakładamy, że w 2019 dojdą wyraźne wzrosty kosztów energii powodujące zacieśnienie marż, jeśli firmy nie odpowiedzą podwyżkami cen.

Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób przyspieszyły w III kw. z 13,2% r/r do 15,7%, dynamika nakładów na budynki i budowlę wyniosła ok. 23,5% r/r (poprzednio 18,7%) a na maszyny 16% r/r (17%). Łącznie z danymi o nakładach samorządów (+74% r/r), sugeruje to mocne przyspieszenie inwestycji w III kw., nawet powyżej 10%. Zwracamy uwagę, że w II kw. dane z dużych firm i JST też wyglądały bardzo dobrze, ale ostateczny wynik wypadł słabo (przez zastój inwestycyjny w sektorze MŚP).

Produkcja przemysłowa w październiku zaskoczyła w górę odczytem 7,4% r/r. Rynek oczekiwał 6,6%, my 6%. Jednak w danych oczyszczonych z wahań sezonowych zobaczyliśmy wzrost jedynie o 5% r/r – porównywalny z wrześniowym i sierpniowym, i dużo niższy od średniej za I półrocze (6,4%). Więcej w [komentarzu ekonomicznym](#). W górę zaskoczyły też w październiku płace w sektorze przedsiębiorstw, przyspieszając z 6,7% r/r do 7,6% (rynek oczekiwał 6,7%). Wzrost zatrudnienia został na 3,2% r/r.

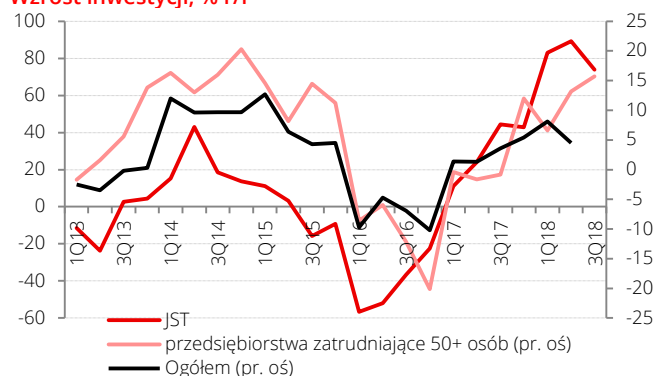
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w październiku o 7,8% r/r po rozczarowujących 3,6% r/r we wrześniu i przy oczekiwaniach rynkowych 5,8%. Pomogło odreagowanie w sprzedaży aut. Perspektywy dla sprzedaży są pozytywne. Nastroje w sektorze handlu detalicznego poprawiły się w listopadzie do najwyższego poziomu od lutego, wysoki był też wskaźnik oczekiwanego popytu.

Wskaźniki GUS opisujące koniunkturę w biznesie wykazały stosunkowo dużą i szeroką zakrojoną poprawę w listopadzie, niwelując spadki z dwóch poprzednich miesięcy, które dały poczucie, że gospodarka przechodzi w fazę spowolnienia.

Cytat tygodnia

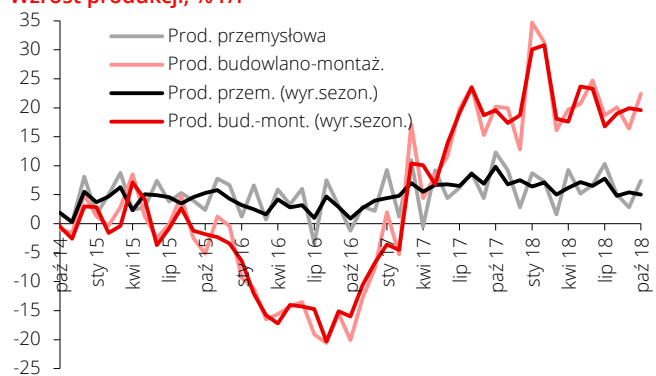
Wg nas to co skłoni RPP do podjęcia dyskusji nad podwyżkami stóp to wyjście inflacji ponad 2,5% i projekcje pokazujące jej dłuższy pobyt powyżej celu niż Rada może tolerować. Niektórzy członkowie już listopadową projekcję uznali za niepokojąco wysoką i na posiedzeniu pojawił się wniosek o podwyżkę stóp procentowych o 25pb. Jastrzębia mniejszość zasygnalizowała też, że trzeba śledzić czy impuls pochodzący z cen energii przesunie CPI w górę na dłuższy czas, wbrew projekcji NBP, która nie zawierała istotnych efektów drugiej rundy. Ogólnie, minutes nie pokazały zmiany przeważającego łagodnego nastawienia w Radzie. Naszym zdaniem do podwyższenia stóp procentowych mogłoby dojść najwcześniej pod koniec 2019 r.

Wzrost inwestycji, % r/r



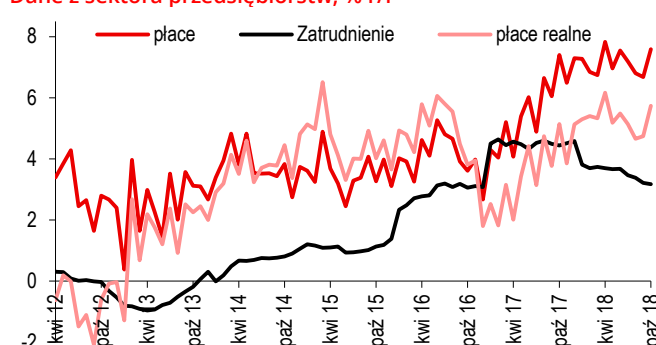
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Wzrost produkcji, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Dane z sektora przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Rafał Sura, członek RPP, Bloomberg/PAP, 19 listopada

Sytuacja nie wymaga jednak od RPP żadnych automatycznych ruchów, gdyż najpierw musimy zobaczyć, czy ledwo zarysowane trendy (inflacyjne - PAP) staną się bardziej wyraźne.

Jerzy Żyźniński, członek RPP, Bloomberg/PAP, 21 listopada

Perspektywy dla inflacji w pełni wspierają wydłużenie okresu stabilnych stóp procentowych. Zacieśnienie polityki monetarnej w obliczu rosnącej inflacji napędzanej wzrostem cen paliw i energii "byłoby nie tylko nieefektywne, ale zaszkodziłoby gospodarce.

Opis dyskusji na listopadowym posiedzeniu RPP, NBP, 22 listopada

Podniesiono argument, że za podwyższeniem stóp procentowych już na bieżącym posiedzeniu przemawia rewizja w górę prognoz inflacji na najbliższy rok, zwiększająca ryzyko utrzymania się inflacji powyżej 2,5% w dłuższym okresie. Zdaniem [części] członków Rady ocena zasadności podwyższenia stóp procentowych powinna w szczególności uwzględniać skalę i trwałość przełożenia się wyższych cen energii na dynamikę pozostałych cen oraz oczekiwania inflacyjne.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Tylko na początku tygodnia złoty był pod presją obaw rynku o płynność mniejszych polskich banków. W kolejnych dniach, kiedy przedstawiciele NBP i rządu zapewnili, że w razie potrzeby są gotowi działać, kurs EURPLN wrócił do 4,30 z 4,34. EURUSD rósł przez większą część tygodnia pomagając złotemu odrabiać straty pomimo słabego nastroju na globalnym rynku. Nie zanotowano żadnej istotnej reakcji na wiadomość o złożonym wniosku o podwyżkę stóp na listopadowym posiedzeniu RPP. GBPPLN pozostał stabilny blisko 4,85 po tym jak spadł z 4,93 w poprzednim tygodniu, CHFPLN zanotował tylko chwilowy wzrost do 3,82 z 3,78.

Rynek stopy procentowej Rentowności obligacji i stawki IRS zakończą zapewne tydzień poniżej poziomów z poprzedniego piątku. Obligacje odrabiały po weekendzie straty dzięki uspokajającym sygnałom z NBP. W połowie tygodnia ruch umacniający uległ jednak korekcie w reakcji na zaskakującą informację zawartą w protokole z ostatniego posiedzenia RPP.

Kluczowe wydarzenia

W najbliższą niedzielę odbędzie się szczyt UE, na którym podpisany ma być dokument zawierający warunki wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii. Jeśli wszystko pójdzie bez komplikacji, wydarzenie to nie powinno mieć istotnego wpływu na notowania. Niepewność związana z Brexitem nie spadnie jednak, ponieważ porozumienie musi zostać jeszcze poparte przez brytyjski parlament. Rząd walczy o głosy by uzyskać większość. Na koniec tygodnia GUS opublikuje szczegółowe dane o PKB za III kw. i zobaczymy co stało za pozytywną niespodzianką we wstępnym szacunku. Poznamy też wstępną inflację za listopad.

W czwartek odbędzie się aukcja obligacji.

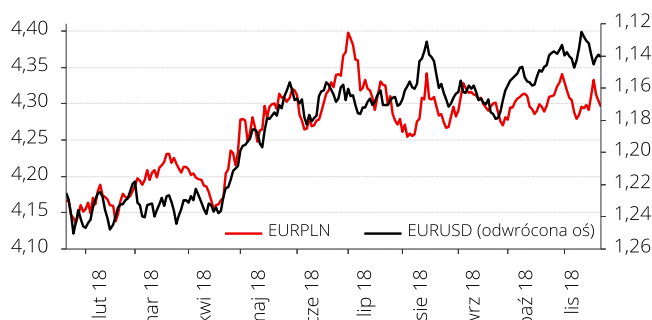
Na świecie, inwestorzy będą śledzić publikację danych z Niemiec oraz USA. W ostatnich dniach kilku członków FOMC zasugerowało, że w 2019 może mieć miejsce mniej podwyżek stóp niż dotychczas sądzono i być może obawy o perspektywy gospodarcze zostaną w pewnym stopniu odzwierciedlone w minutes po ostatnim posiedzeniu.

Wpływ na rynek

Rynek FX Zakładamy, że będzie to kolejny tydzień kiedy kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,26-4,34 obserwowanym od sierpnia. Nadal istotna jest korelacja z EURUSD i wygląda na to, że zagraniczne dane mogą w najbliższym czasie mieć kluczowy wpływ na złotego. Trwające od połowy listopada odbicie EURUSD jest największe w obserwowanym od połowy września trendzie spadkowym, co może sugerować, że euro będzie w najbliższym czasie zyskiwać do dolara. Trend ten mógłby zyskać na sile jeśli od ostatnich zachowawczych wypowiedzi członków FOMC dołączyłyby kolejne słabe dane z USA. Wyższy EURUSD mógłby pomóc EURPLN zbliżyć się do wsparcia na 4,26.

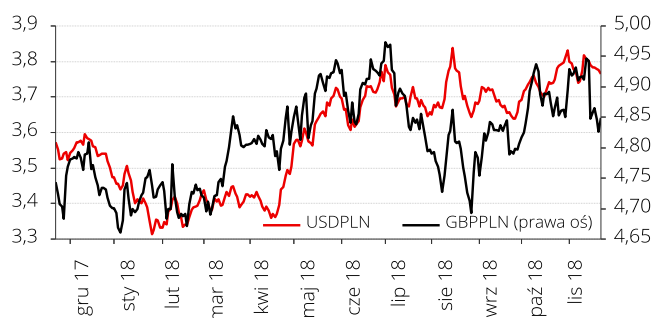
Rynek stopy procentowej Zakładamy, że informacja o złożeniu wniosku o podwyżkę stóp na listopadowym posiedzeniu RPP będzie miała jedynie przejściowy wpływ na obligacje/IRS i trendy na rynkach bazowych będą kluczowe. Ostatnie dane (np. wstępne PMI dla strefy euro) rozczarowały pchając rentowności Bundów w dół. Dodatkowo, ostatnie ostrożne komentarze członków FOMC też pozwoliły obligacjom z rynków bazowych zyskać. Sądzymy, że polskie rentowności/IRS mogą w najbliższych dniach spaść, ale 10-letni spread do Bundów może się rozszerzyć, ponieważ perspektywa aukcji może ograniczać potencjał do spadku rentowności na długim końcu. Obligacje 2-letnie mogą z kolei korzystać z danych inflacyjnych, które według nas i rynku pokażą wyraźny spadek CPI w stosunku do października.

EURPLN i EURUSD



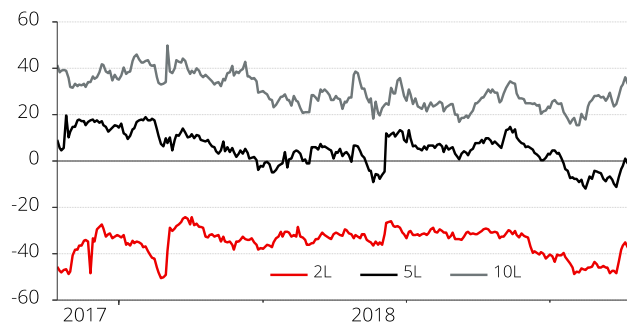
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i GBPPLN



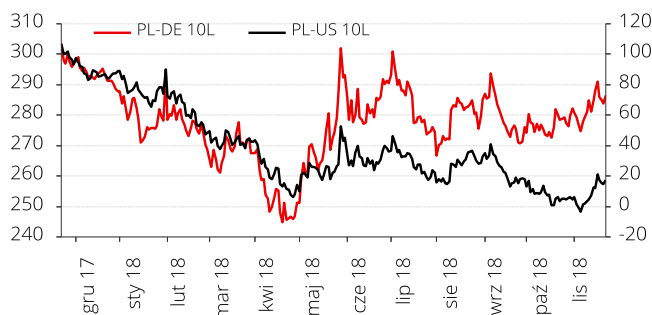
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

10-letnie spready rentowności



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (26 listopada)							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	X	%	-	5,7	5,7
10:00	DE	Ifo	XI	pkt	102,5	-	102,8
WTOREK (27 listopada)							
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XI	pkt	136,2	-	137,9
ŚRODA (28 listopada)							
14:30	US	PKB	III kw.	% kw./kw.	3,6	-	3,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	% m/m	5,3	-	-5,5
CZWARTEK (29 listopada)							
11:00	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EZ	ESI	XI	pkt	-	-	109,8
14:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-	-	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	215	-	216
14:30	US	Wydatki osobiste	X	% m/m	0,4	-	0,4
14:30	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,4	-	0,2
14:30	US	Indeks cen PCE SA	X	% m/m	0,2	-	0,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	1,0	-	0,5
20:00	US	Minutes FOMC					
PIĄTEK (30 listopada)							
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	-	-	2,3
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	1,5	1,5	1,8
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	5,1	5,1	5,1
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XI	% r/r	-	-	2,2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	X	%	-	-	8,1

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