

Tygodnik ekonomiczny

CPI w dół przed posiedzeniem RPP

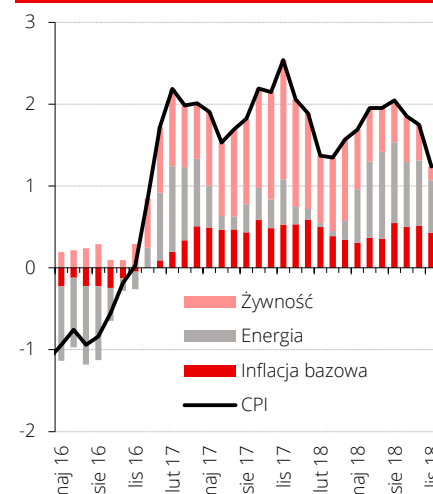
Najbliższy tydzień w pigułce

- Na zbliżającej się konferencji Rady Polityki Pieniężnej po posiedzeniu prezes NBP Adam Glapiński zapewne zostanie zapytany o złożony w listopadzie wniosek o podwyżkę stóp procentowych. Nie ma co liczyć na jasną odpowiedź poza powtarzaną deklaracją, że stopy powinny zostać bez zmian przez przyszły rok. 20 grudnia powinniśmy dostać odpowiedź na to ilu członków przeciwstawiło się mocno zakorzenionym poglądom większości skupionej wokół Adama Glapińskiego. Zwolenników luźnej polityki monetarnej jest zdecydowanie więcej niż tych członków, których frustruje brak reakcji na niekomfortowo wysoką ścieżkę CPI ukazaną w projekcji NBP. Spadek dynamiki CPI z 1,8% r/r do zaledwie 1,2% w listopadzie, prawdopodobnie z cofającą się też inflacją bazową, to dostateczna przeciwwaga dla domysłów, że obóz zwolenników podniesienia stóp stał się silniejszy, skoro udało mu się doprowadzić do głosowania w listopadzie.
- Weekendowe rozmowy G20 mogą nadać ton na rynkach w przyszłym tygodniu. Zawieszenie broni w amerykańsko-chińskiej wojnie handlowej byłoby ważnym pozytywnym sygnałem dla ryzykownych aktywów i walut wschodzących. Wystąpienie Szefa Fed Jerome Powell, który ma w tym tygodniu wystąpienie w Kongresie USA zdążył już w mijającym tygodniu zaprezentować rynkom swoje łagodniejsze nastawienie do podwyżek stóp procentowych, więc wydarzenie raczej przejdzie bez echa. Spotkanie OPEC+ w czwartek może dać wsparcie cenom ropy, które spadały przez cały listopad. Skoro jednak wstępne odczyty inflacji za listopad zaskoczyły w dół, to ewentualne odbicie cen ropy może nie wystarczyć do istotnego podbicia dochodowości obligacji. Rynki mogą też przyglądać się wyborom następcy Angeli Merkel na stanowisko szefa niemieckiej partii CDU w piątek. Tego samego dnia może dojść do odcięcia finansowania dla części amerykańskiej administracji, o ile w trakcie tygodnia nie dojdzie do porozumienia prezydenta USA z Demokratami na temat ustawy wydatkowej. Jeśli chodzi o publikacje ekonomiczne, poznamy wskaźniki PMI za listopad, dane z niemieckiego przemysłu oraz raport o rynku pracy USA.

Wnioski rynkowe

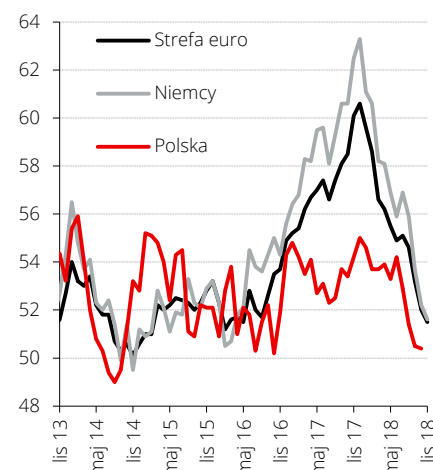
W najbliższym tygodniu spodziewamy się lekkiej przeceny obligacji, w ramach realizacji zysków po rajdzie z zeszłego tygodnia. Sprzyjać jej powinno także odbicie wskaźnika PMI dla polskiego przemysłu. Wzrosty rentowności będą naszym zdaniem niewielkie i przejściowe ze względu na oczekiwane słabsze dane z USA. Powyższy układ danych powinien wspierać wzrost EURUSD i spadek kursu EURPLN. Konferencja RPP raczej nie będzie miała większego wpływu na rynki. Elementem ryzyka pozostaje przebieg spotkania Trump-Xi Jinping zapowiedzianego na ten weekend. W przypadku osłabienia napięć na linii Chiny-USA można liczyć się z silnym umocnieniem złotego i przeceną długu.

Struktura inflacji, w pp.



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

Wskaźniki PMI dla przemysłu



Źródło: IHS Markit, 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

Nasza prognoza PMI na listopad to 51,1. Wskaźniki GUS pokazały poprawę w tym miesiącu, podczas gdy wstępny wskaźnik PMI dla Niemiec i strefy euro obniżyły się. Ponadto, pewne sygnały z poprzedniego badania PMI, tj. słabe zamówienia i wskaźnik zatrudnienia nie znalazły potwierdzenia w danych.

Uważamy, że tym razem posiedzenie RPP będzie mniej ekscytujące (ostatnio zobaczyliśmy nową projekcję i odbyło się głosowanie w sprawie podwyżki stóp). Ostatnie dane (niska inflacja w listopadzie i niższa dynamika konsumpcji w III kw. 2018) wzmacniają argumenty gołębi i ich pogląd o utrzymaniu stóp bez zmian.

Ostatni tydzień w gospodarce

Wstępny odczyt inflacji w listopadzie pokazał 1,2% r/r wobec 1,8% r/r w październiku, co oznacza wyraźne zaskoczenie w dół (nasza prognoza: 1,5% r/r, Bloomberg: 1,6% r/r). Odpowiedzialność za niski odczyt CPI ponosi przede wszystkim żywność, ale w dół poszła także inflacja bazowa – do 0,7% r/r z 0,9% r/r, najniżej od lipca.

Tempo wzrostu PKB w III kw. 2018 wyniosło 5,1% r/r, a po korekcie sezonowej 1,7% kw./kw., potwierdzając tym samym wstępne szacunki GUS z połowy miesiąca. Kwartalne odczyty PKB za dwa poprzednie lata zostały lekko zrewidowane w górę. Dane potwierdziły, że utrzymanie wzrostu na poziomie 5,1% r/r możliwe było głównie za sprawą wyraźnego ożywienia w inwestycjach i dużej zmianie zapasów. Jeśli chodzi o strukturę wzrostu w III kw., negatywnie zaskoczyła dynamika konsumpcji prywatnej, która spowolniła do 4,5% r/r, najniższego poziomu od I kw. 2017. Saldo obrotów z zagranicą miało w III kw. ujemny wkład we wzrost PKB w wysokości -0,9 pkt. proc. W kolejnych kwartałach nadal spodziewamy się lekkiego hamowania wzrostu gospodarczego.

Według danych BAEL, w III kw. stopa bezrobocia wzrosła do 3,8% z 3,6% przerywając tym samym serię dziewięciu kolejnych kwartałów spadków (dane nieodsezonowane). W III kw. doszło do wzrostu współczynnika aktywności zawodowej do 56,8% (+0,3 pkt. proc kw./kw. i +0,1 pkt. proc. r/r). Liczba nieaktywnych spadła 0,8% r/r (tj. 112 tys.), gdyż dobra koniunktura umożliwia powrót na rynek pracy.

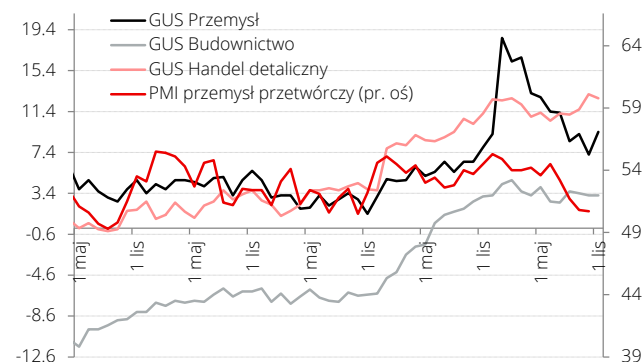
Po październiku w budżecie centralnym wciąż utrzymywała się nadwyżka ok. 6,5 mld zł. Październik był kolejnym miesiącem gdzie jednocześnie wpływy budżetowe okazały się lepsze od planu i wydatki zostały wykonane w mniejszym stopniu niż założono. W szczególności, koszty obsługi długu wyniosły zaledwie 1,6 mld zł wobec 6,6 mld zł w październiku 2017 r. Wygląda na to, że Ministerstwo przyspieszyło część kosztów na lipiec (11,7 mld zł w lipcu 2018 r. wobec 6,9 mld zł w lipcu 2017 r.).

Biuletyn Statystyczny GUS pokazał, że za silnym odbiciem płac w październiku w sektorze przedsiębiorstw stały dodatki w górnictwie i różnice w dniach roboczych. Wzrost płac bez tego sektora wyniósł 7,1% r/r czyli wrócił do tegorocznej średniej (wobec łącznego wzrostu 7,6% r/r).

Cytat tygodnia

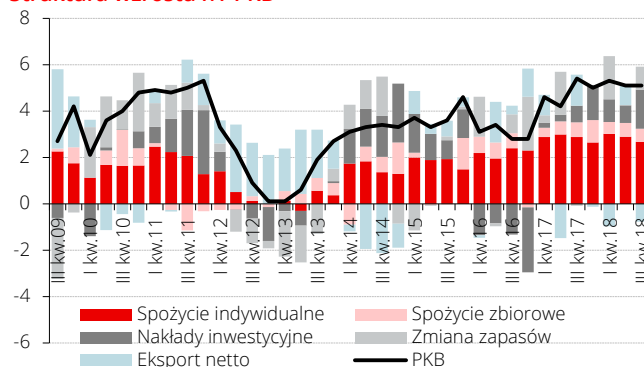
Kamil Zubelewicz potwierdził swoje jastrzębie nastawienie słowami, że NBP jest już spóźniona z podwyżką i że cel NBP powinien być co najmniej o 50 punktów niższy. Naszym zdaniem jest on jednym z prawdopodobnie dwóch członków RPP, którzy poparli wniosek na posiedzeniu w listopadzie. Dokładne wyniki głosowania zostaną opublikowane tuż przed Bożym Narodzeniem. Tymczasem Eryk Łon stwierdził, że czuje się komfortowo jeśli chodzi o informacje spoza polskiej gospodarki i wspiera politykę stabilnych stóp. Oznacza to wyraźną poprawę nastroju tego członka RPP, gdyż jeszcze niedawno postulował on obniżenie stóp w celu pobudzenia koniunktury.

Wskaźniki nastrojów w biznesie



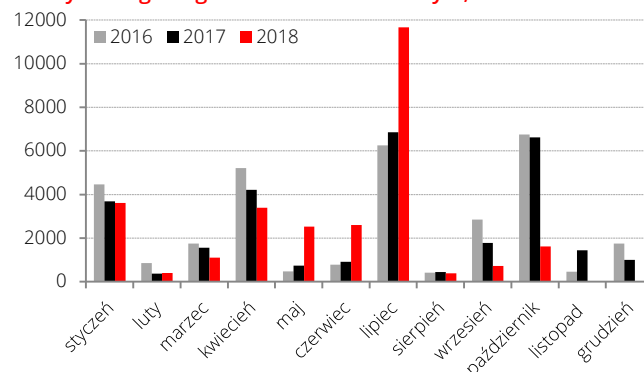
Źródło: GUS, IHS Markit, Santander Bank Polska

Struktura wzrostu r/r PKB



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Koszty obsługi długu w budżecie centralnym, mln zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Kamil Zubelewicz, członek RPP, Bloomberg, 27 listopada

Jeżeli nie nastąpią gwałtowne pozytywne szoki podażowe, to ceny mogą rosnąć w tempie powyżej 3% r/r. Podzielim projekcję Departamentu Analiz Ekonomicznych, że w dłuższym okresie inflacja prawdopodobnie utrzyma się powyżej celu inflacyjnego. Jestem przekonany, że ewentualne decyzje Rady w kwestii podwyżek stóp będą spóźnione. Tylko nieufność wobec przedstawianych Radzie prognoz może usprawiedliwiać utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie. W „Założeniach polityki pieniężnej na rok 2019” przyjęto zbyt wysoki poziom celu inflacyjnego, dlatego ich nie poparłem. Według mnie cel powinien być co najmniej o 0,5 pkt. proc. niższy.

Eryk Łon, członek RPP, Bloomberg, 27 listopada

Podtrzymuję swój pogląd, że bardzo pożądane byłoby utrzymanie podstawowej stopy procentowej na poziomie 1,5 proc. do końca obecnej kadencji RPP. Co więcej, być może dałoby się utrzymać wspomniany poziom stopy procentowej jeszcze dłużej. Z otoczenia zewnętrznego płyną informacje, które napawają mnie ogromnym wewnętrznym spokojem.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Po przecenie na koniec poprzedniego tygodnia, w ostatnich dniach złoty zyskał. W poprawie wycen wspierały go słabsze dane makro z USA i uspokojenie rynków regionu po negatywnej reakcji na zajęcie przez rosyjskie wojsko trzech ukraińskich statków. Ponadto złotego wsparło odebrane jako gołębie środowe wystąpienie szefa Fed. Krajowe dane o inflacji i PKB miały marginalny wpływ na polską walutę. W efekcie EURPLN zsunął się z 4,299 na początku tygodnia do 4,289 w końcu. W przypadku USDPLN wahania EURUSD przełożyły się na jego wzrost z 3,79 na początku tygodnia do 3,813, by w końcu tygodnia spaść do 3,765.

Rynek stopy procentowej Po wyprzedzący z połowy listopada, w minionym tygodniu rentowności i stawki IRS spadały podobnie jak na rynkach bazowych. Pierwsze poważniejsze ruchy zanotowaliśmy po wypowiedzi prezesa Fed Jerome Powella o tym, że obecnie stopy procentowe są tylko nieco poniżej poziomu neutralnego. Drugą falę zniżek wywołała publikacja danych o inflacji w kraju (odczyt był niepodziewanie niski). W konsekwencji, w skali całego tygodnia doszło do przesunięcia krzywej rentowności w dół o 5-11 pb i krzywej IRS o 7-14 (silniej w długich końcach). Pozytywne tło dla tych zmian zapewniały informacje o nadwyżce budżetowej po październiku (+6,5 mld PLN) oraz odwołanie regularnej aukcji i przeprowadzenie w jej miejsce aukcji zamiany (sprzedano blisko 7 mld obligacji).

Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu inwestorzy z uwagą będą patrzeć na zapowiedziane na najbliższy weekend rozmowy o handlu Trump-Xi Jinping w ramach spotkania G20. W dalszej części tygodnia zobaczymy dane PMI z Eurostrefy i z Polski. W przypadku Eurostrefy spodziewamy się potwierdzenia pogorszenia ocen widocznych we wstępnych odczytach. Dane PMI z kraju powinny pokazać umiarkowane odbicie. Rynek będzie uważnie przyglądał się danym z rynku pracy w USA – spodziewamy się osłabienia koniunktury.

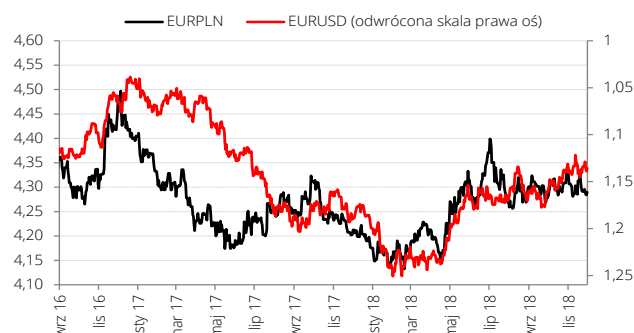
Naszym zdaniem konferencja RPP (spodziewamy się podtrzymania retoryki) nie wzbudzi większych rynkowych emocji.

Wpływ na rynek

Rynek FX Spodziewamy się, że w tym tygodniu EURPLN spróbuje zmierzyć się z wsparciem na poziomie 4,26. Pomagać w tym powinien rosnący po ostatnich wypowiedziach szefa Fed Jerome Powella kurs EURUSD. Ponadto złotego w relacji do euro i dolara wspierać powinna publikacja danych z rynku pracy w USA (oczekujemy lekkiego rozczarowania danymi o nowo zatrudnionych w sektorze pozarolniczym). Krajowe dane powinny być obojętne dla złotego. Elementem ryzyka dla scenariusza umocnienia polskiej waluty jest przebieg spotkania Trump-Xi Jinping w trakcie weekendowego spotkania G-20.

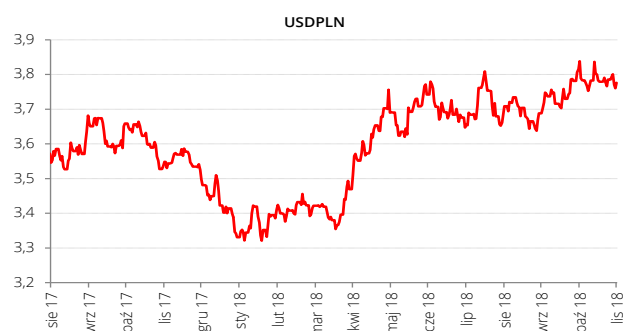
Rynek stopy procentowej Poniedziałek może przynieść realizację zysków po bardzo dobrym mijającym tygodniu. Wsparcie dla niewielkich wzrostów rentowności powinny przynieść publikacja danych PMI z kraju za listopad (oczekujemy odbicia z 50,4 do 51,1) oraz oczekiwana przez nas realizacja zysków na rynkach bazowych. W dalszej części tygodnia wierzymy w powrót do zniżek dochodowości w oczekiwaniu na słabsze dane w USA i w ramach dalszego dyskontowania słabych danych z Europy z ostatnich dni. Ten tydzień powinniśmy zakończyć na poziomie 3,08% dla 10L, 2,50% dla 5L i 1,53% dla 2L.

EURPLN i EURUSD



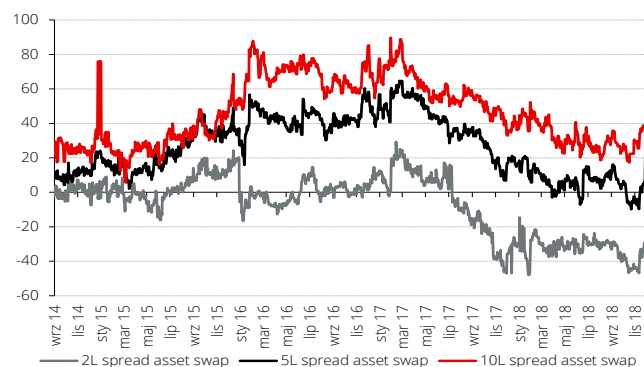
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

USDPLN

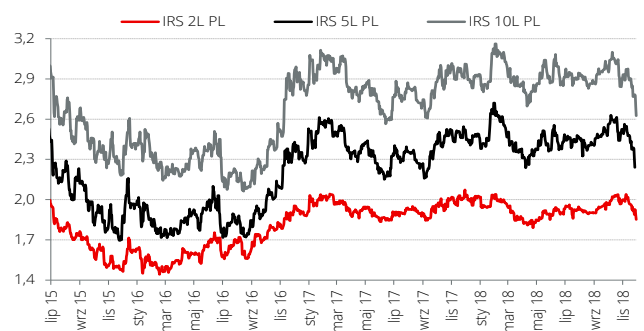


Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



IRS



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (3 grudnia)							
09:00	PL	PMI przemysł	XI	pkt	50,3	51,1	50,4
09:55	DE	PMI przemysł	XI	pkt	51,6	-	51,6
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	0,0	-	51,5
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	58,0	-	57,7
WTOREK (4 grudnia)							
Brak ważnych wydarzeń							
ŚRODA (5 grudnia)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,5	1,5	1,5
02:45	CN	PMI usługi	XI	pkt	50,9	-	50,8
09:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	4,8	-	4,8
09:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	53,5	-	53,3
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	0,0	-	53,1
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,0	-	0,0
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	200	-	227
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	59,5	-	60,3
CZWARTEK (6 grudnia)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-0,6	-	0,3
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	0,0	-	2,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	220	-	224
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	-	-	-4,4
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	-2,0	-	0,7
PIĄTEK (7 grudnia)							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	0,0	-	0,2
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	0,0	-	-0,9
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	0,0	-	1,7
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	205	-	250
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	3,7	-	3,7
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	97,0	-	97,5

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