

Tygodnik ekonomiczny

Być albo nie być (w UE), oto jest pytanie

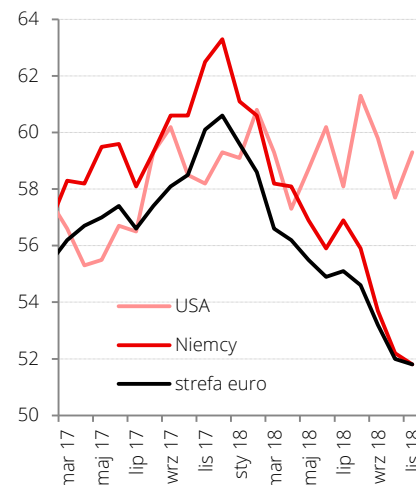
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Kolejny tydzień będzie zdominowany przez dwa tematy: Brexit i politykę pieniężną EBC.
- We wtorek **brytyjski parlament będzie głosował nad wynegocjowanym przez rząd porozumieniem w sprawie Brexitu**. Gdyby umowa została przyjęta, dla rynków oznaczałoby to zapewne duży oddech ulgi. Niestety, szanse na to wydają się w tej chwili niewielkie. Możliwe są różne scenariusze po odrzuceniu porozumienia, uzależnione m.in. od tego jak dużą przewagą głosów wniosek przypadnie:
 - Odwołanie premier May i/lub przedterminowe wybory;
 - Ponowne referendum w sprawie Brexitu;
 - Przetrvanie May na stanowisku i próba ponownego głosowania nad porozumieniem, być może po jego lekkiej modyfikacji;
 - Próba szybkiej negocjacji zgody na układ „Norwegia Plus” – Wielka Brytania po okresie przejściowym zostaje częścią wspólnego rynku na zasadach podobnych do Norwegii;
 - Niekontrolowany Brexit.
- Pozytywne jest to, że parlamentarzyści w toczącej się już debacie są wyraźnie niechętni scenariuszowi „niekontrolowanego Brexitu”, tj. wyjścia z UE bez żadnego porozumienia. Na stole wciąż (przynajmniej teoretycznie) jest całkowite odwrócenie procesu. W poniedziałek Europejski Trybunał Sprawiedliwości ma orzec, czy Wielka Brytania może jednostronnie wycofać wniosek o wyjście z UE (parę dni temu rzecznik ETS zasugerował, że tak). Prawdopodobieństwo takiego rozwoju wydarzeń na razie nie jest jednak zbyt wysokie. W sumie, zanim się to rozstrzygnie, czeka nas zapewne przedłużająca się niepewność w sprawie Brexitu.
- **W czwartek uwaga skupi się na posiedzeniu EBC**. Bank przedstawi zaktualizowane prognozy ekonomiczne i zapewne potwierdzi zakończenie QE. Inwestorzy będą wypatrywali sygnałów czy ostatnie wydarzenia (spadki cen ropy, wyprzedaż na giełdach, słabe europejskie dane, Brexit, sytuacja we Włoszech) zmieniają jakoś perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro.
- Lista publikacji danych jest niezbyt długa. Na uwagę zasługują piątkowe wstępne indeksy PMI dla Europy – kolejne rozczarowujące odczyty mogą pogłębić pesymizm nt. perspektyw wzrostu w strefie euro. W kraju w piątek pojawią się **pełne dane o listopadowej inflacji i październikowy bilans płatniczy**. Wstępny odczyt CPI zaskoczył spadkiem do 1,2% r/r, ale ostatnio końcowy odczyt przyniósł lekką rewizję w górę, więc należy się z tym liczyć i tym razem. Mimo to, krajowe publikacje będą raczej na drugim planie w kontekście pozostałych wydarzeń.
- W najbliższych dniach powinniśmy poznać **decyzję URE nt. podwyżek cen prądu i projekt rządowych rekompensat za wyższe ceny energii**. Wciąż nie ma pewności jaki będzie wpływ tego czynnika na wskaźnik inflacji. Minister energii zapowiedział pełną rekompensatę wyższych taryf energetycznych dla wszystkich gospodarstw domowych, co mogłoby oznaczać, że wpływ na CPI będzie zerowy. Ostatnie informacje medialne (Ministerstwo Finansów sugerujące, że w budżecie nie ma środków na rekompensaty), pozostawiają jednak niepewność jak te kwestie zostaną finalnie rozwiązane. Nawet jeśli podwyżki prądu byłyby znaczące i wpłynęły na wzrost CPI, nie zmieni to naszym zdaniem retoryki banku centralnego, który w ostatniej projekcji uwzględnił taki scenariusz i nie było to podstawą do zmiany stanowiska RPP.

Wnioski rynkowe

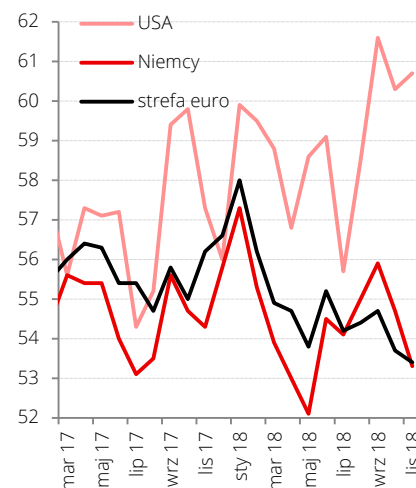
- Jesteśmy optymistami jeśli chodzi o zachowanie złotego do końca roku, chociaż czynnikiem ryzyka jest wynik głosowania nt. Brexitu. Jeśli przegrana premier May nie będzie miażdżąca, możliwe jest umocnienie funta, euro, a wraz z tym złotego. Rentowności obligacji powinny pozostać nisko, wspierane bardzo dobrymi informacjami o wykonaniu budżetu i niską podażą SPW. Ewentualny delikatnie wyższy odczyt inflacji od wstępnej publikacji raczej nie powinien mieć wpływu na rynek.

Wskaźniki PMI dla przemysłu



Źródło: IHS Markit, Santander Bank Polska

Wskaźniki PMI dla sektora usług



Źródło: IHS Markit, 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

Wstępny odczyt CPI za listopad wyraźnie zaskoczył w dół, 0,2pp poniżej najniższej z prognoz rynkowych. Najprawdopodobniej doszło do spadku inflacji bazowej. Przypomina to sytuację z lutowym zaskoczeniem w dół, kiedy doszło do dużego, oderwanego od tego co mogliśmy obserwować, spadku jednego składnika inflacji bazowej (usługi finansowe, -10,1% m/m). Przypominamy, że w październiku finalny odczyt okazał się wyższy niż wstępny. Zasadniczo, środowisko makroekonomiczne sprzyja odbiciu inflacji bazowej w przyszłym roku. Za to obniżające się globalne ceny ropy i żywności podpowiadają, że jest jeszcze miejsce na spadek nie-bazowej części CPI w najbliższych miesiącach. Wkład żywności i energii do inflacji zmalał z 1,6pp w połowie roku do ok. 0,8pp w listopadzie.

W październiku wyraźnie odbiła produkcja przemysłowa, dlatego zakładamy, że **bilans płatniczy** wykaże dużo wyższe obroty handlowe, z deficytem handlowym malejącym poniżej 0,4 mld €. Wzrost r/r eksportu może przebić średnią z dotychczasowych odczytów 2018 r. a wzrost importu może powrócić ponad 10% r/r.

Ostatni tydzień w gospodarce

PMI dla polskiego przemysłu spadł w listopadzie poniżej neutralnego poziomu 50 pkt po raz pierwszy od września 2014. Pogorszenie sytuacji dotknęło nowe zamówienia, produkcję i zatrudnienie. Nowe zamówienia eksportowe spadły czwarty miesiąc z rzędu, chociaż tempo kurczenia się nieco wyhamowało. Dane PMI pokazują, że pogorszenie nastrojów za granicą zaczyna wywierać wpływ na krajowy przemysł, chociaż warto odnotować, że inne miary krajowej aktywności ekonomicznej nie pokazały tak pesymistycznego obrazu. Sądzymy, że polska gospodarka zaczęła spowalniać po pięciu kwartałach bardzo silnego wzrostu, ale zakładamy, że wytracanie tempa będzie stopniowe, z obecnych ok. 5% do ok. 4% w 2019.

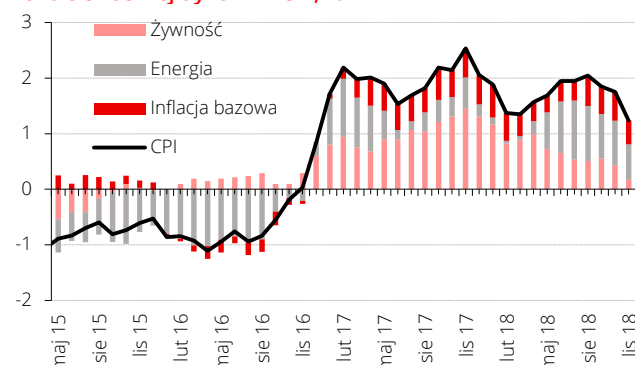
Minister Finansów Teresa Czerwińska powiedziała, że po listopadzie w budżecie państwa nadal widniała nadwyżka i podtrzymała prognozę, że deficyt fiskalny na koniec br. nie przekroczy 0,6% PKB. Wg Dziennika Gazety Prawnej rządowi zależy na osiągnięciu jak najlepszego wyniku budżetu w tym roku, aby uniknąć sporu z KE nt. tempa redukcji deficytu strukturalnego. Dlatego wg gazety w końcówce br. MF nie będzie podejmować działań, które mogłyby odciążyć rok kolejny (np. przyspieszenia zwrotów VAT). Gdyby tak miało być, wówczas deficyt na koniec grudnia faktycznie mógłby być wyraźnie poniżej 1% PKB. Tymczasem przyjęta w czwartek wieczorem przez Sejm nowelizacja ustawy o budżecie zagospodarowuje 11 mld zł z oszczędności uzyskanych w tegorocznym budżecie (rząd proponował wykorzystanie 8 mld zł). Dodatkowe środki trafią m.in. do NFZ, na budowę dróg samorządowych, na dodatkową pomoc z związku z suszą. Nowelizacja utrudni realizację deficytu na poziomie wskazanym przez minister finansów.

Według Ministerstwa Pracy, w **listopadzie stopa bezrobocia rejestrowanego** wyniosła 5,8% po wzroście liczby bezrobotnych o 14,3 tys. m/m i wobec 5,7% w październiku. Miesięczny wzrost liczby bezrobotnych był najmocniejszy w listopadzie od 2014 r., co potwierdza, że pozytywne tendencje na rynku pracy ulegają hamowaniu.

Cytat tygodnia

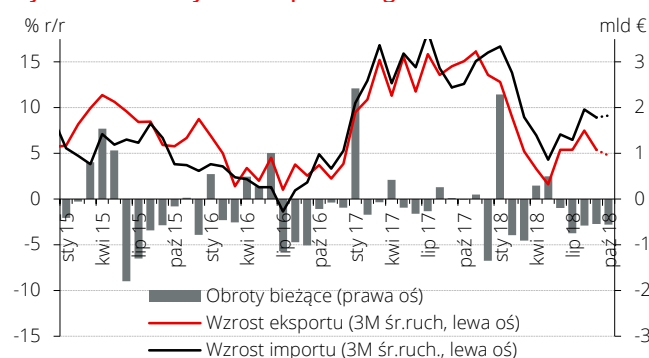
Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%. Komunikat nie uległ dużym zmianom i prezes NBP powtórzył, że stopy NBP pozostaną stabilne przynajmniej do końca 2019. Ogólnie, w naszej ocenie pogląd RPP nt. perspektyw polityki pieniężnej nie uległ zmianie. Wygląda na to, że stopy procentowe nie ulegną zmianie do końca 2019 albo nawet dłużej (jeśli spowolnienie gospodarcze będzie głębsze od prognoz i/lub inflacja nie wzrosła istotnie w przyszłym roku). Więcej w [komentarzu ekonomicznym](#).

Rozbicie rocznej dynamiki CPI, % r/r



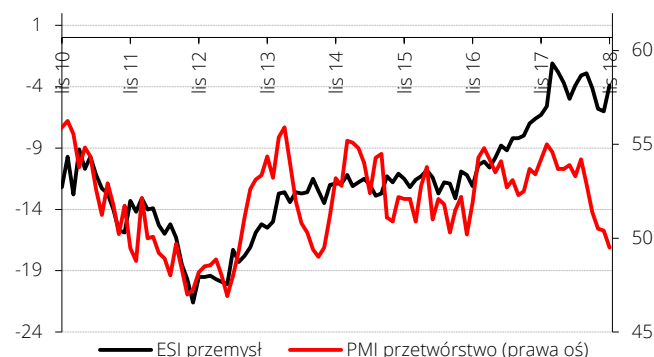
Źródło: GUS, IHS Markit, Santander Bank Polska

Wybrane elementy bilansu płatniczego



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Nastroje w polskim przemyśle



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Adam Glapiński, prezes NBP, konf. prasowa RPP, 5 grudnia

RPP zachowuje spokój i utrzymuje pozycję wait-and-see. Nie ma powodu, by w 2019 r. stopy procentowe były podnoszone. Na tle retoryki RPP, atmosfery dyskusji i stanowisk tam prezentowanych, to był egzotyczny wniosek [o podwyżkę stóp w listopadzie].

Komunikat RPP, NBP, 5 grudnia

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się i pozostaje umiarkowana. W 2019 r. inflacja może być podwyższona przez wzrost cen energii, tj. czynnik pozostający poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Skalę wzrostu cen energii w 2019 r. będzie prawdopodobnie ograniczał obserwowany w ostatnich miesiącach spadek cen ropy naftowej.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Mijający tydzień będzie zapewne kolejnym kiedy EURPLN pozostanie w przedziale 4,26-4,34. Kurs zbliżył się do wsparcia na początku tygodnia po wzroście popytu na ryzykowne aktywa po szczycie G20, ale optymizm szybko zniknął. EURPLN nie wzrósł jednak znacznie powyżej 4,26 dzięki wzrostowi EURUSD. USDPLN wahał się blisko 3,77, CHFPLN i GBBPLN nie uległy dużym zmianom.

Rynek stopy procentowej Słaby nastrój na globalnym rynku wskutek obaw o wpływ wojen handlowych połączony ze słabymi danymi z USA wspierał popyt na bezpieczne aktywa. W efekcie, znaczne umocnienie Bundów i Treasuries pchnęło polskie rentowności i IRS w dół. Te drugie zanotowały większy ruch prowadząc do dalszego wzrostu spreadów asset swap.

Kluczowe wydarzenia

11 grudnia ma się odbyć pierwsza próba przyjęcia przez brytyjski parlament umowy określającej warunki Brexitu. Rząd premier May nie ma obecnie większości by przegłosować dokument, więc jego odrzucenie nie powinno być niespodzianką. Wygląda na to, że kluczowa będzie różnica między głosami na „tak” i na „nie”.

Dwa dni później odbędzie się posiedzenie EBC. Kwestia zakończenia programu skupu aktywów nie powinna być mocno dyskutowana. Sporo uwagi poświęcone jednak może być skutkiem Brexitu. EBC przedstawi nowe prognozy PKB i inflacji. Ostatnie dane ze strefy euro nie były zbyt dobre, więc komentarz odnośnie do terminu pierwszej podwyżki stóp pozostanie zapewne mało konkretny.

W mijającym tygodniu dane z USA miały wyraźny wpływ na EURUSD, a w najbliższych dniach poznamy amerykańską inflację i produkcję przemysłową. W Europie opublikowane zostaną wstępne grudniowe indeksy PMI

Wpływ na rynek

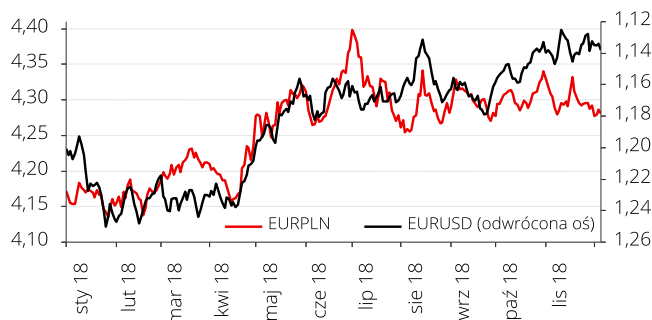
Rynek FX Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do złotego, a głosowanie nad warunkami Brexitu jest kluczowym czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza.

Złoty pozostał odporny na pogorszenie globalnego nastroju dzięki wzrostowi EURUSD. Sądymy, że euro mogłoby jeszcze zyskać do dolara, a impulsem może być wynik posiedzenia EBC. Zakładamy, że Mario Draghi nie zmieni istotnie retoryki odnośnie do perspektyw polityki pieniężnej, co może mieć jastrzębi wydzwięk jeśli prognozy PKB zostaną zrewidowane w dół. Zmiana szacunków w górę byłaby korzystna dla wspólnej waluty. Wzrost EURUSD mógłby wywierać presję na spadek EURPLN.

Poza tym, rozpoczął się grudzień – miesiąc statystycznie bardzo korzystny dla złotego. W ostatnich 19 latach EURPLN wzrósł w ostatnim miesiącu roku tylko pięć razy, ostatni raz w 2014. Podobne korzystne statystyki są dla indeksów giełdowych i dlatego utrzymujemy pozytywne nastawienie do złotego w horyzoncie do końca roku.

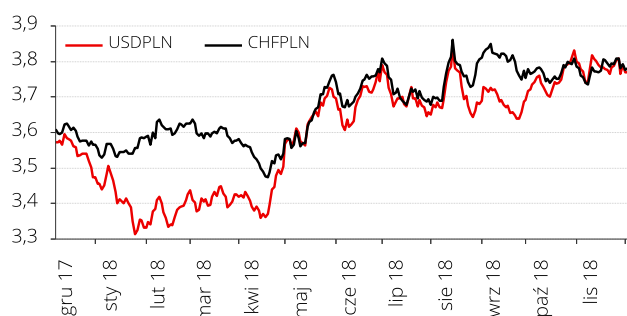
Rynek stopy procentowej 5- i 10-letnie stawki IRS osiągnęły swoje najniższe poziomy od końca/połowy 2017 i sądymy, że w kolejnych dniach pozostaną nisko. Dane ze świata nie wspierają bowiem oczekiwań na podwyżki stóp, a krajowa RPP podtrzymała gołębią retorykę. W ostatnich dniach pojawiły się korzystne komentarze z Ministerstwa Finansów odnośnie do możliwego wykonania tegorocznego budżetu i sądymy, że będą one miały coraz większy pozytywny wpływ na polski dług. Spready asset swap osiągnęły swoje wielomiesięczne maksima i w najbliższych dniach oczekujemy korekty części tego ruchu.

EURPLN i EURUSD



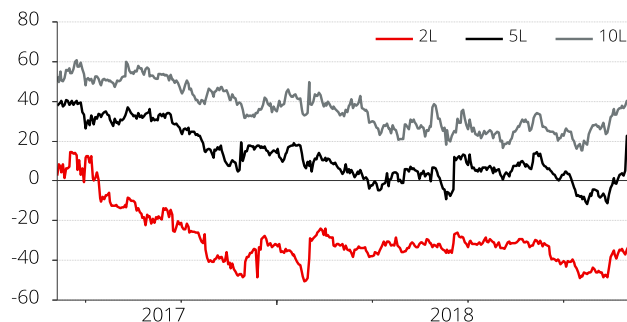
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



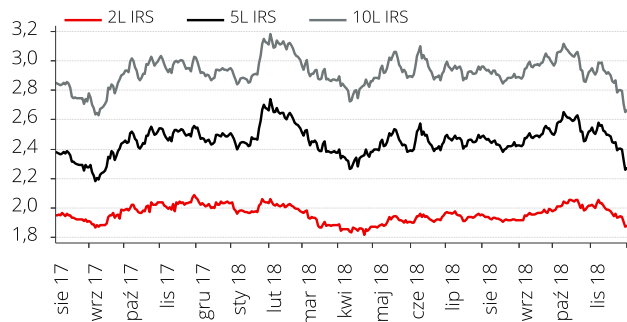
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

IRS



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (10 grudnia)							
08:00	DE	Eksport	X	% m/m	0,4	-	-0,7
09:00	CZ	Inflacja	XI	% r/r	2,0	-	2,2
WTOREK (11 grudnia)							
	UK	Głosowanie parlamentu nt porozumienia w sprawie Brexitu					
09:00	HU	Inflacja	XI	% r/r	3,3	-	3,8
11:00	DE	ZEW	XII	pkt	55,6	-	58,2
ŚRODA (12 grudnia)							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,5	-	-0,3
14:30	US	Inflacja	XI	% m/m	0,0	-	0,3
CZWARTEK (13 grudnia)							
08:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	0,1	-	0,1
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	225	-	231
PIĄTEK (14 grudnia)							
09:30	DE	PMI przemysł	XII	pkt	52,0	-	51,8
09:30	DE	PMI usługi	XII	pkt	53,5	-	53,3
09:30	EZ	PMI przemysł	XII	pkt	52,0	-	51,8
09:30	EZ	PMI usługi	XII	Pkt	53,5	-	53,4
10:00	PL	Inflacja	XI	% r/r	1,2	1,2	1,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	X	mln €	-471	-559	-547
14:00	PL	Eksport	X	mln €	18 723	19 530	17 683
14:00	PL	Import	X	mln €	19 404	19 864	18 132
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,2	-	0,8
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	XI	% m/m	0,3	-	0,1

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