

Tygodnik ekonomiczny

Fed, Brexit i ważne dane

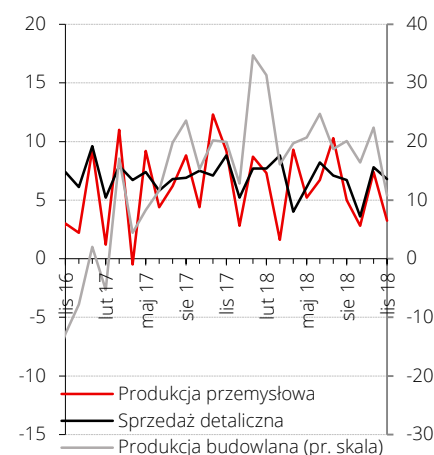
Kluczowe wydarzenia tygodnia

- W ostatnim tygodniu przed Świętami pojawi się sporo krajowych publikacji. Poznamy listopadowe dane o: **inflacji bazowej, płacach i zatrudnieniu, produkcji, sprzedaży detalicznej, bezrobociu**. Ich ogólny wydźwięk będzie prawdopodobnie dość „gołębny”: spadek inflacji bazowej do 0,7% r/r, wzrosty produkcji i sprzedaży słabsze niż ostatnio (m.in. pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych), dynamika płac stabilizująca się blisko 7% r/r. Po ostatnich negatywnych sygnałach ze strony indeksów PMI może to jeszcze zwiększyć rynkowy sceptycyzm odnośnie perspektyw gospodarczych na 2019 r. Szczególnie, gdyby kolejne dane z zagranicy również nie przyniosły oznak ożywienia (w ciągu tygodnia pojawi się m.in. niemiecki IFO, nastroje europejskich konsumentów i sporo danych o aktywności z USA).
- Za granicą uwaga rynków skoncentrowana będzie na **ostatnim w tym roku posiedzeniu Fed** (środa), na którym stopy procentowe prawdopodobnie kolejny raz pójdą w górę. Kluczowy będzie jednak nie sam fakt (zdyskontowanej już) podwyżki, ale nowe prognozy ekonomiczne, język komunikacji na konferencji prasowej i ewentualne zmiany oczekiwanej przyszłej ścieżki stóp procentowych.
- W Wielkiej Brytanii będą trwały gorączkowe **próby opanowania chaosu związanego z Brexitem**. Starania premier May o renegocjację w ostatniej chwili „umowy rozwodowej” nie trafiły na podatny grunt w UE, wywołując znowu obaw o nieuporządkowany Brexit. Wygląda na to, że albo Wielka Brytania zdecyduje się jednak w ostatniej chwili na zatrzymanie całego procesu (co byłoby z korzyścią dla wszystkich), albo potoczy się w stronę Brexitu w wersji „hard”.
- Na krajowym podwórku wciąż czekamy na ostateczną wersję **rządowych planów co zrobić ze wzrostem cen energii elektrycznej**. Podano już tyle rozbieżnych pomysłów, że nie sposób zgadnąć, jakie będą kolejne, a jakie w końcu faktycznie zastosowane. Niemniej, wciąż wydaje się mało prawdopodobne, aby rząd w roku wyborczym pozwolił na znaczący wzrost kosztów dla gospodarstw domowych, więc zakładamy, że bezpośredni wpływ cen prądu na CPI będzie znikomy.

Wnioski rynkowe

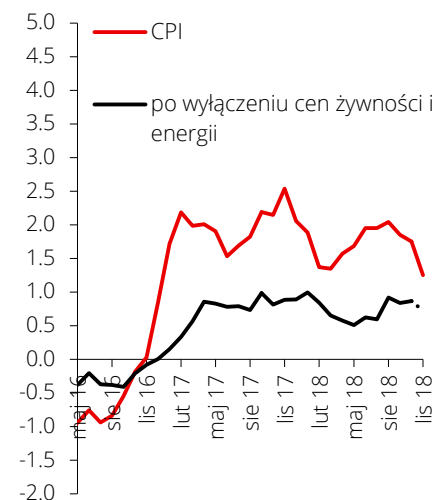
- Niska inflacja, słabsze dane o aktywności i mimo wszystko wciąż świetna sytuacja fiskalna sprzyjają niskim rentownościom i przed Świętami raczej się to nie zmieni. Dopiero po Nowym Roku możliwe jest odbicie rentowności w górę, m.in. pod wpływem rosnących podaży SPW. PLN może fluktuować w niewielkim przedziale, a potencjał do umocnienia złotego będzie ograniczany przez dużą niepewność związaną z Brexitem (i związaną z tym niechęć inwestorów do zajmowania kierunkowych pozycji) oraz ryzyko, że przed decyzją Fed może się pojawić próba gry na jastrzębi wydźwięk posiedzenia.

Wskaźniki realnej aktywności gospodarczej, %r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

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

W tym tygodniu kalendarz jest wypchany ważnymi publikacjami makro, przy czym pierwsze skrzypce grać będą listopadowe dane o produkcji w **przemysle** i w **budownictwie**. Naszym zdaniem wyniki w tych dwóch sektorach będą wyraźnie słabsze niż w październiku. Będzie to przede wszystkim skutek efektu dni roboczych, którego negatywny wpływ wzmocniony będzie przez dodatkowe święto w dniu 12 listopada. W kolejnych kwartałach przemysł będzie prawdopodobnie spowalniał w ślad za słabymi informacjami z niemieckiej gospodarki.

Sprzedaż detaliczna nadal będzie rosła w solidnym tempie. Wydaje się, że ujemny wpływ wprowadzenia nowych norm emisji na sprzedaż samochodów w całości pojawił się w danych za wrzesień i nie zobaczymy już dalszych reperkusji.

Oczekujemy **stopy bezrobocia rejestrowanego** na poziomie 5,7% w listopadzie. Szacunek Ministerstwa Pracy to 5,8%, ale GUS często pokazuje nieco niższą liczbę bezrobotnych niż MP i w tym wypadku może to wystarczyć by bezrobocie wyniosło 5,7%. Inne wskaźniki rynku pracy: płace i zatrudnienie będą nieco słabsze niż w październiku. Ogólnie, tempo poprawy na polskim rynku pracy traci siłę.

Ostatni tydzień w gospodarce

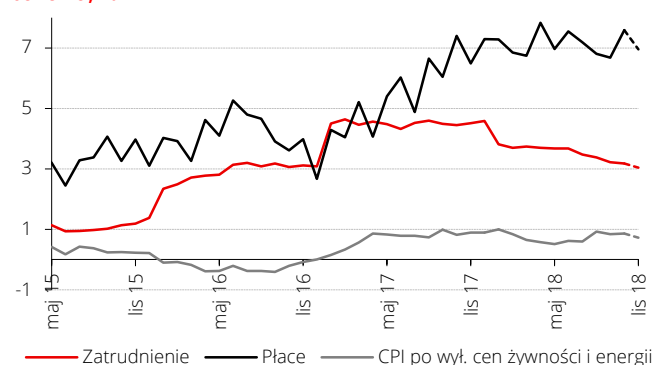
Inflacja CPI spadła w listopadzie do 1,3% r/r z 1,8% r/r w październiku. To był już drugi raz z rzędu, kiedy odczyt finalny był wyższy od wstępnego o 0,1 punktu. Zmiany w odczytach kategorii niebazowych oznaczają, że **inflacja bazowa** prawdopodobnie spadła do 0,7% r/r z 0,9% r/r. Inflacja cen usług obniżyła się do 0,9% r/r z 1,5% w październiku i 2,8% w styczniu, choć ta część CPI wydawała się podatna na presję ze strony kosztów pracy. Naszym zdaniem inflacja bazowa wzrośnie do 0,8% r/r w grudniu a w 2019 przejdzie w wyraźny trend wzrostowy, który zaprowadzi ją do ok. 2,5% na koniec roku. Dynamika CPI może jeszcze w grudniu spaść a, przy założeniu niewielkiego przełożenia podwyżek cen energii na inflację wskutek rekompensaty, w przyszłym roku odbije w okolice 2% latem i rok zakończy ponad celem inflacyjnym 2,5%. Dane umacniają stanowisko RPP, że nie ma powodu do myślenia na razie o podwyżce stóp.

W październiku wyniki handlu zagranicznego okazały się być znacznie lepsze od prognoz, zarówno jeśli chodzi o eksport (20,1 mld € wobec konsensusu 19,3 mld €), jak i import (20,7 mld € wobec konsensusu 19,8 mld €). Prawdziwe okazały się sygnały z opublikowanych wcześniej danych GUS. Co ciekawe, obydwie zmienne pobiły rekord wszech czasów. Roczna stopa wzrostu wyniosła 10,2% r/r w przypadku eksportu i 15,7% w przypadku importu – obie były najwyższe od stycznia tego roku. Wsparciem dla handlu zagranicznego był niewątpliwie dobry wynik przemysłu w październiku, ale naszym zdaniem kolejne kwartały będą już bardziej wymagające ze względu na pogorszenie koniunktury w Europie i Niemczech. Jako że niespodzianka w eksporcie mniej więcej zrównoważyła niespodziankę w imporcie, to deficyt obrotów bieżących był zgodny z oczekiwaniami (457 mln €).

Cytat tygodnia

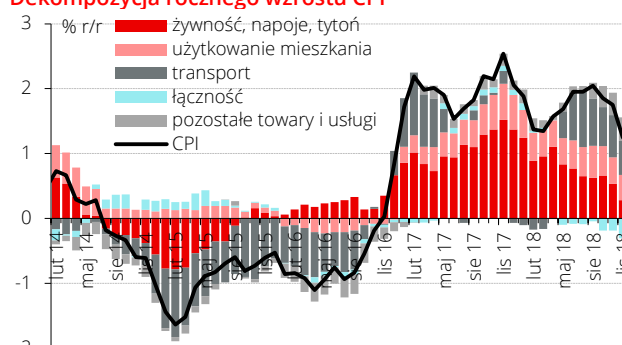
Telenowela „ceny prądu” trwa. Nie będziemy komentować wszystkich zwrotów akcji, bo nie starczy na to tutaj miejsca. Traktujemy słowa premiera Morawieckiego („podwyżek nie będzie”) jak obowiązujący wariant, w którym minister Tchórzewski szuka technicznego rozwiązania. Według nieoficjalnych informacji cytowanych przez *Rzeczpospolitą*, obecny pomysł zakłada obniżenie akcyzy od energii elektrycznej. Teraz wynosi ona 20 zł za MWh, więc nawet obniżenie jej do zera nie skompensuje wzrostu cen. Innymi słowy, prawdopodobnie zobaczymy jeszcze kolejne pomysły. W każdym razie, nie wydaje nam się, by w CPI pojawił się wyraźny bezpośredni efekt wzrostu cen prądu.

Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz inflacja bazowa, %r/r



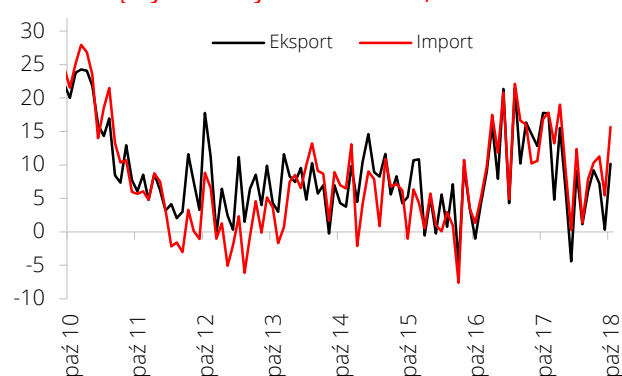
Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

Dekompozycja rocznego wzrostu CPI



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Handel międzynarodowy Polski dobrami, %r/r



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Mateusz Morawiecki, premier, 12 grudnia, PAP

Nie będzie podwyżek cen energii.

Krzysztof Tchórzewski, minister energii, 13 grudnia, PAP

Po analizie pytań URE widać wyraźnie, że spółki nie będą wycofywać wniosków. Nie mają podstaw do wycofywania. Spółki są niezależne. Przypuszczałem, że wycofają wnioski, ale nie powiedziałem im, żeby to zrobili, nie mogę im tego nakazać.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN rósł przez większą część tygodnia, złoty zyskał tylko przejściowo w czwartek. EURPLN pchały w górę słabe dane makro z Europy i umacniający się przez cały tydzień dolar. Dodatkowo negatywnie wpływało zamieszanie spowodowane odłożeniem w czasie głosowania w sprawie umowy Brexitowej. W konsekwencji EURPLN wzrósł z 4,2970 do 4,3050.

Rynek stopy procentowej Rentowności na krajowym rynku długu spadały przez cały mijający tydzień. Zniżki dochodowości miały swoje źródło w powracających obawach o globalny wzrost gospodarczy, obciążeniu prognoz wzrostu przez EBC, słabszych danych PMI z Europy oraz publikacji ostatecznych danych inflacyjnych z kraju za listopad. W reakcji na to rentowności krajowego długu spadły o 8-12 pb, najsilniej na końcach krzywej. Ruch ten miał miejsce w sytuacji sporych wahań na rynkach bazowych (choć w skali tygodnia niemiecka oraz amerykańska krzywa rentowności obniżyły się).

Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu czeka nas publikacja danych o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej, płacach, zatrudnieniu i sprzedaży detalicznej w kraju. Za granicą w kalendarzu mamy ostatnie w tym roku spotkanie FOMC, na którym spodziewamy się podniesienia stóp o kolejne 25 pb.

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN powinien pozostać na poziomie zbliżonym do obecnego. Złotego stabilizować będzie mniejsza aktywność inwestorów przed Świętami (część zagranicznych instytucji już zamknęło lub właśnie zamyka rok). Utrzymywanie się EURPLN powyżej dolnego ograniczenia przedziału będzie wynikać także z niepewności związanej z Brexitem, która zniechęca graczy rynkowych do spekulacyjnej aktywności i tym samym przyćmiewa przekonanie inwestorów o pojawieniu się „efektu BGK” w końcu roku.

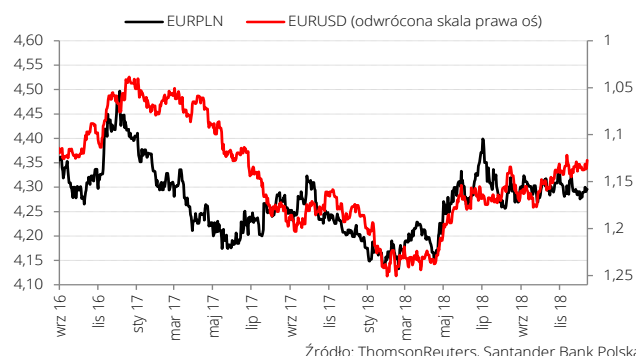
Elementem ryzyka dla scenariusza stabilizacji EURPLN może być konferencja Fed (szczegóły poniżej).

Rynek stopy procentowej Sądzymy, że publikowane w tym tygodniu dane potwierdzą spowolnienie w krajowej gospodarce sugerowane przez krajowe indeksy koniunktury. W związku z tym nie widzimy zbyt wiele miejsca na ruch rentowności w górę. Rentowności obligacji 2L i 10L są na najniższym poziomie od 2016 roku – tj. sprzed skoku w reakcji na wygraną Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich. Utrzymaniu dochodowości na niskim poziomie powinny sprzyjać wyniki ostatniej aukcji zamiany (MF sprzedało dług za 4,6 mld zł), gdzie warunki, które zaproponowało Ministerstwo, były dalekie od rynkowych (co naszym zdaniem wskazuje na silną płynnościową MF).

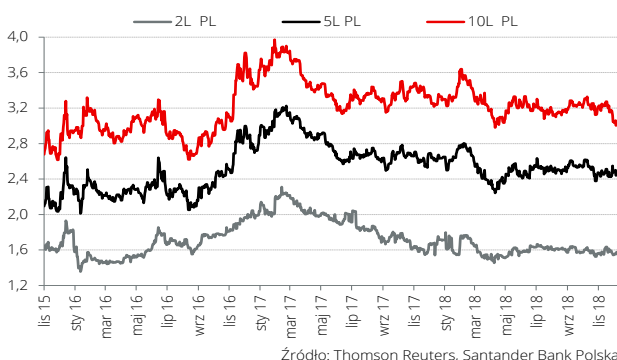
Czynnikiem ryzyka pozostaje śródowe spotkanie FOMC. Przed konferencją mogą mieć miejsce próby wypchnięcia w górę amerykańskiej krzywej. Pretekstem do tego będzie oczekiwanie na nową projekcję FOMC i spekulacje wokół jej zawartości. Brak wyraźnej poprawy w napływających z USA danych nie daje jednak zbyt wiele miejsca na realizację tego scenariusza.

Początek roku może oznaczać przecenę w związku z oczekiwaniami na większe niż w końcówce roku emisje długu. Ich skala raczej nie będzie duża w obliczu spodziewanej niskiej realizacji deficytu i sygnałów ze strony Ministerstwa, że sytuacji płynnościowa budżetu jest bardzo dobra.

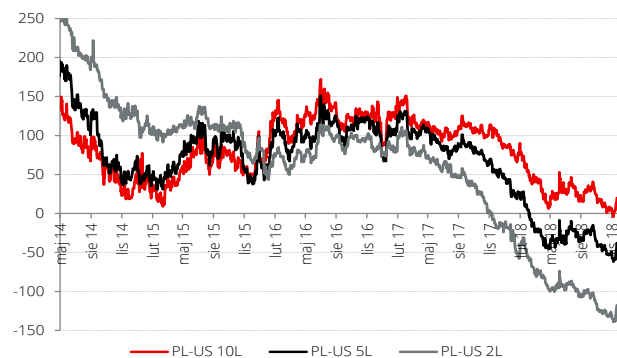
EURPLN i EURUSD



Rentowności obligacji



Spread między polskimi i amerykańskimi rentownościami



Spread między polskimi i niemieckimi obligacjami



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (17 grudnia)							
	PL	Wynik budżetu skumulowany	XI	mld PLN	-	3,1	6,5
11:00	EZ	HICP	XI	% r/r	2,0	-	2,0
14:00	PL	Inflacja bazowa	XI	% r/r	0,7	0,7	0,9
WTOREK (18 grudnia)							
10:00	DE	Ifo	XII	pkt	101,8	-	102,0
10:00	PL	Zatrudnienie	XI	% r/r	3,0	3,0	3,2
10:00	PL	Płace	XI	% r/r	7,2	7,0	7,6
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XI	% m/m	0,4	-	1,5
ŚRODA (19 grudnia)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	4,6	3,3	7,4
10:00	PL	Produkcja budowlana	XI	% r/r	18,4	10,8	22,4
10:00	PL	PPI	XI	% r/r	3,2	2,8	3,2
16:00	US	Sprzedaż domów	XI	% m/m	-0,4	-	1,4
20:00	US	Decyzja FOMC		%	2,5	-	2,3
CZWARTEK (20 grudnia)							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	1,75	-	1,75
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	226	-	206
14:30	US	Indeks Philly Fed	XII	pkt	15,0	-	12,9
PIĄTEK (21 grudnia)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	XI	% r/r	6,8	6,8	7,8
10:00	PL	Stopa bezrobocia	XI	%	5,8	5,7	5,7
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	XI	% m/m	2,0	-	-4,3
14:30	US	PKB	III kw.	% k/k	3,5	-	3,5
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	97,5	-	97,5
16:00	US	Wydatki osobiste	XI	% m/m	0,3	-	0,6
16:00	US	Dochody osobiste	XI	% m/m	0,3	-	0,5
16:00	US	Indeks cen PCE SA	XI	% m/m	0,0	-	0,2

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