

# Tygodnik ekonomiczny

## Brexit – druga próba głosowania

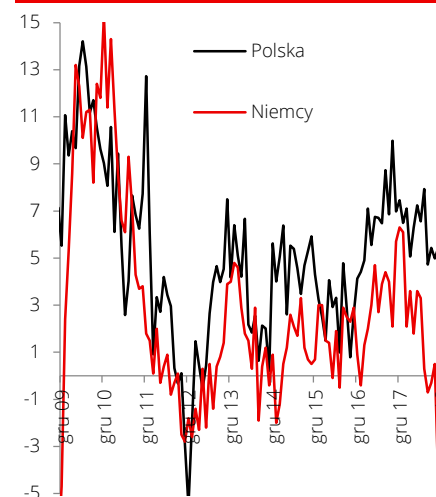
### Kluczowe wydarzenia tygodnia

- Główna atrakcja następnego tygodnia to **głosowanie w brytyjskim parlamencie nad porozumieniem Brexitowym** z UE we wtorek. W grudniu głosowanie zostało odroczone przez premier May, bo nie miało szans powodzenia. Niewiele się zmieniło od tego czasu, choć deklaracje niektórych ustawodawców z ostatnich dni dają nadzieję, że w weekend wzrośnie poparcie dla umowy. To wydarzenie może przesądzić o nastawieniu rynków wobec ryzyka w nadchodzącym tygodniu. W USA agencje rządowe pozostają odcięte od finansowania a ostatnie wypowiedzi Fed pokazały wycofywanie się z planów dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej (rynki nie tylko przestały je już wyceniać, ale przeszły do wyceny obniżek). Efekt to straty dolara do pozostałych głównych walut w mijającym tygodniu. W nadchodzącym tygodniu zobaczymy (być może, bo przecież obowiązuje *government shutdown*) dane z USA m.in. o sprzedaży detalicznej i produkcji oraz wstępny odczyt indeksu nastrojów konsumentów – słabe odczyty pograżyłyby dolara jeszcze bardziej.
- W krajowym kalendarzu **ważne odczyty za grudzień (produkcja, płace, zatrudnienie, inflacja) i za listopad (handel zagraniczny)**. Zatrważająco słabe dane z Niemiec rodzą pytania o to czy (a raczej: jak długo jeszcze) polska gospodarka może pozostać odporna na kłopoty głównego partnera handlowego. Negatywne sygnały mogą pojawić się już w tych danych, choć rynkowy konsensus i nasze prognozy celują raczej w dość neutralne poziomy.

### Wnioski rynkowe

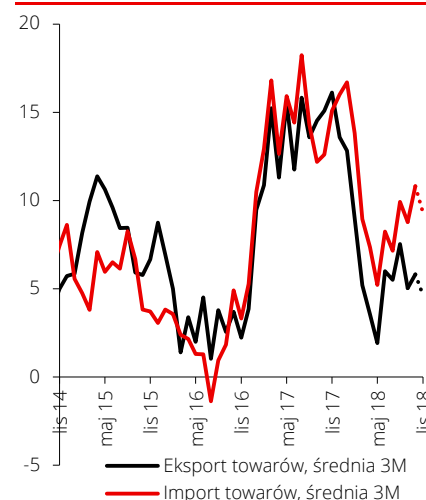
- Naszym zdaniem potencjał do umocnienia złotego do euro jest niewielki w krótkim terminie z powodu niepewności związanej z Brexitem i niewielkiej zmienności jaka panuje nie tylko na polskim rynku. EURPLN waha się po środku przedziału 4,26-4,34, w którym porusza się od sierpnia i naszym zdaniem większe są szanse, że teraz kurs zbliży się do górnego ograniczenia.
- Wydaje się, że w ostatnich dniach klimat dla obligacji istotnie się poprawił i zakładamy, że sytuacja nie ulegnie zmianie. Ryzykiem dla tego scenariusza jest wzrost szans na „nieuporządkowany Brexit” po weekendzie.

Produkcja: Niemcy i Polska, % r/r, skorygowane o dni robocze



Źródło: GUS, Bloomberg, Santander

Obroty handlowe, % r/r



Źródło: NBP, Santander

### 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

Dywergencja między kondycją niemieckiego i polskiego przemysłu jest historycznie wysoka i to na korzyść Polski. Jednocześnie wskaźniki nastrojów w biznesie są wciąż optymistyczne, z pominięciem PMI, który zanurkował dużo poniżej neutralnego poziomu 50 pkt.

Mając powyższe w głowie, z zaciekawieniem czekamy na najbliższe dane o aktywności gospodarczej – czy polska gospodarka pozostanie odporna na słabość naszego największego partnera handlowego (28% polskiego eksportu w okresie styczeń–październik 2018, 22,5% importu). Listopadowe dane o eksporcie można podejrzewać zarówno o zanotowanie załamania (jako pokłosie spadku niemieckiej produkcji o 4,7% r/r), jak i o pokazanie solidnego odbicia (wysoki wskaźnik nowych zamówień eksportowych ESI z nowym rekordem w grudniu). Z kolei nasza prognoza (3,6% r/r) wypada raczej neutralnie.

Spodziewamy się wzrostu produkcji przemysłowej w grudniu o 5% r/r a budowlanej o 15,6%. Wzrost zatrudnienia prawdopodobnie spowolni poniżej 3% r/r po raz pierwszy od 2,5 roku, podczas gdy wzrost płac obniżył się do 7% r/r wobec wcześniejszej wypłaty premii w górnictwie.

## Ostatni tydzień w gospodarce

Według Ministerstwa Pracy, w grudniu **stopa bezrobocia** rejestrowanego wyniosła 5,9% po wzroście liczby bezrobotnych o 20,8 tys. m/m i wobec 5,7% w listopadzie. Wzrost stopy bezrobocia w grudniu względem listopada to typowe zjawisko, ale w grudniu 2018 ten przyrost był największy od 2013 r., co utwierdza nas w przekonaniu, że wyhamowują pozytywne tendencje na rynku pracy.

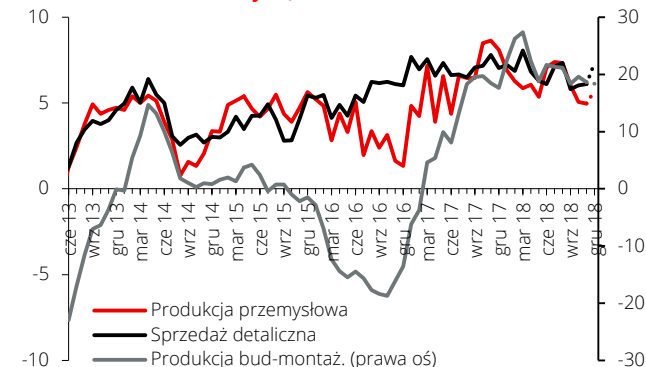
**Wyniki badania koniunktury** za grudzień ESI (KE) potwierdziły tylko częściowo pozytywny obraz wyłaniający się ze wskaźników GUS. Główny wskaźnik nastrojów obniżył się ze 109 do 107,8 pkt. (100 to długookresowa średnia), średnia za IV kw. 2018 r. jest niższa niż w poprzednich kwartałach ub.r. Nastroje w przemyśle nieco zmieniły się wobec listopada i były podobne jak w I poł. ub.r. Na uwagę zasługuje najwyższy odczyt wskaźnika zamówień eksportowych w historii. Dla sektora usług był to jeden z najmniej optymistycznych miesięcy 2018 r., a dla budownictwa wręcz przeciwnie (potwierdza to nasze przekonanie, że szczyt w inwestycjach finansowanych ze środków unijnych wciąż przed nami). Sektor handlu detalicznego odnotował najwyższy poziom wskaźnika nastrojów od lutego ub.r. mimo że jednocześnie wyraźnie pogorszyły się nastroje konsumentów (do najniższego poziomu od października 2017 r.). Konsumenti wyraźnie przestraszyli się nasilenia inflacji (prawdopodobnie przez niepewność co do cen energii w 2019 r.).

Minister finansów Teresa Czerwińska powiedziała, że na koniec 2018 **deficyt budżetu** był wyraźnie mniejszy niż 15 mld zł. Minister podtrzymała deklarację, że w relacji do PKB deficyt będzie bliski 0,5%.

## Cytat tygodnia

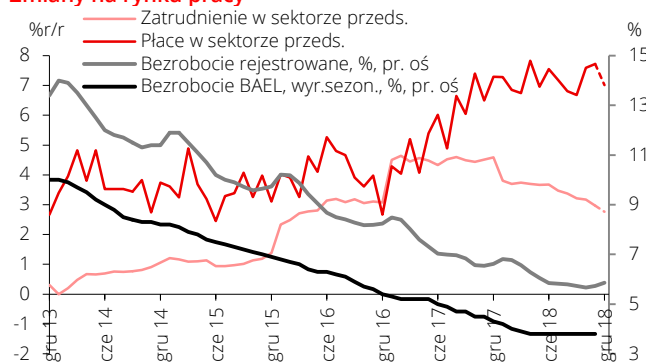
Zgodnie z oczekiwaniami, **RPP** utrzymała stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,50%. Prezes NBP wyraźnie złagodził swój ton i zasugerował, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do końca kadencji (czyli do 2022 r., wcześniej była mowa o 2019 lub 2020 r.). Później zaś może dojść do luzowania polityki z użyciem narzędzi niestandardowych, gdyż dalsze obniżki stóp byłyby ryzykowne. Prezes Glapiński wyjaśnił, że po spadku cen ropy naftowej i zamrożeniu cen energii inflacja nie przekracza celu w całym horyzoncie prognozy, a po 2022 r. dojdzie do znaczącego obniżenia napływu środków z UE, co przyczyni się do wolniejszego wzrostu gospodarczego. My spodziewamy się nieco mocniejszego odbicia inflacji niż RPP, ale naszym zdaniem nie będzie ono dość mocne, by w 2019 r. zmienić retorykę Rady, więc stopy w tym roku pozostaną stabilne. Więcej w [komentarzu ekonomicznym](#).

## Wzrost produkcji i sprzedaży detalicznej, % r/r (3-mies. średnia ruchoma, w cenach stałych)



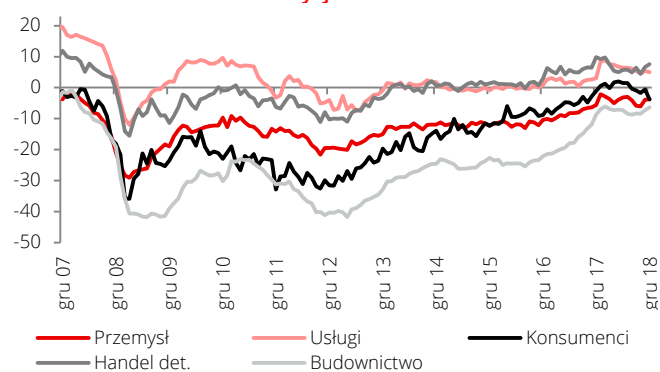
Źródło: GUS, Santander

## Zmiany na rynku pracy



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

## Struktura wzrostu r/r inwestycji



Źródło: Komisja Europejska, Santander

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

Zaryzykowałbym tezę, że niewykluczone, że do końca kadencji tej Rady to [ścieżka stóp] będzie ustabilizowane. (...) To co nas może czekać, to nie podnoszenie stóp, tylko dyskusja o ich obniżeniu, albo tak jak się przygotowaliśmy w Radzie, może nie obniżanie stóp, bo to byłby dla niektórych banków ryzykowny scenariusz, ale też jakieś niekonwencjonalne metody.

## Komunikat RPP, NBP, 5 grudnia

Według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak – ze względu na spadek cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego.

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** W zeszłym tygodniu EURPLN pozostał stabilny wahając się wokół 4,295 i pozostając w trendzie bocznym, w którym porusza się od sierpnia. Polska waluta zignorowała odbicie indeksów giełdowych na świecie oraz wzrost kursu EURUSD. USDPLN spadł tymczasem do 3,72 z 3,76 dzięki umocnieniu euro do dolara.

**Rynek stopy procentowej** W zeszłym tygodniu na polskim rynku stopy procentowej krzywe wystrzymały się wskutek spadku stawek na krótkich końcach w reakcji na gołębią retorykę RPP. Środek i długi koniec rosły w pierwszej części tygodnia i dopiero później nieco spadły korzystając dodatkowo z zachowawczych wypowiedzi członków FOMC. 2-letni spread asset swap spadł lekko, a 5- i 10-letni nieznacznie wzrosły.

Aukcja obligacji była udana. Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 6 mld zł (górną granicę planowanej oferty) przy popycie 12,5 mld zł. Najwięcej pozyskano ze sprzedaży PS0424 (1,9 mld zł) oraz OK0521 (1,1 mld zł). Resort podał, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już pokryte w 38%.

### Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu poznamy ważne dane z kraju – grudniowe produkcję przemysłową i inflację oraz listopadowy bilans płatniczy.

Za granicą, we wtorek w Wielkiej Brytanii ma się odbyć głosowanie nad warunkami Brexitu wynegocjowanymi z UE i może być najważniejsze wydarzenie dla globalnych inwestorów. Obecnie wygląda na to, że rząd nie ma wystarczającego poparcia do przyjęcia dokumentu. Kilku członków brytyjskiego parlamentu zmieniło w ostatnich dniach zdanie deklarując głosowanie na „tak”, co daje nadzieję, że przez weekend trend ten będzie kontynuowany.

W kalendarzu dużo jest też danych z USA. Ostatnie publikacje miały mieszany wydźwięk – mocny miesięczny raport z rynku pracy i słaby odczyt indeksu ISM. Ostatnie wypowiedzi członków FOMC, w tym szefa Fed J. Powella były raczej ostrożne jeśli chodzi o przestrzeń do podwyżek stóp w najbliższym czasie. Na najbliższy tydzień zaplanowane są wystąpienia kolejnych członków FOMC.

### Wpływ na rynek

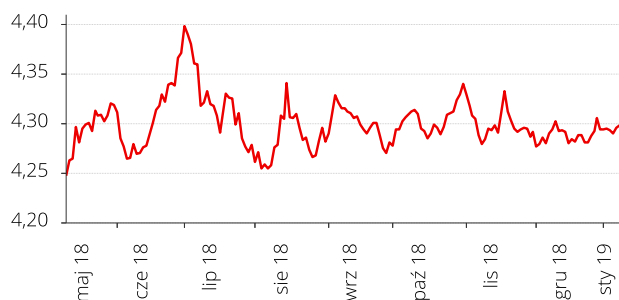
**Rynek FX** W [naszym raporcie rocznym](#) opublikowanym w tym tygodniu wskazujemy, że niepewność związana z Brexitem może być jednym z czynników ciężących krajowej walucie na początku roku. Polska gospodarka może być jedną z najbardziej dotkniętych w przypadku „nieuporządkowanego Brexitu”. Dodatkowo, zmienność na (nie tylko) polskim rynku jest bardzo niska, co sprawia, że jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o potencjał do umocnienia złotego w krótkim terminie. Kurs EURPLN waha się w środku przedziału 4,26-4,34 i oceniamy, że większe są szanse na ruch w kierunku górnego jego ograniczenia.

Nie sądzimy, by polskie dane miały istotny wpływ na walutę, bowiem nasze prognozy produkcji przemysłowej i salda obrotów bieżących są bardzo blisko konsensusu.

**Rynek stopy procentowej** Wydaje się, że w ostatnich dniach klimat dla obligacji istotnie się poprawił. Krajowa RPP jeszcze bardziej złagodziła swoje nastawienie, a członkowie FOMC zasugerowali, że mają komfort czekania na kolejne dane przed dokonaniem kolejnej podwyżki stóp. Jeśli najbliższe dane z USA rozczarują i kolejni członkowie FOMC będą brzmieć zachowawczo, rentowności mogą dalej spadać.

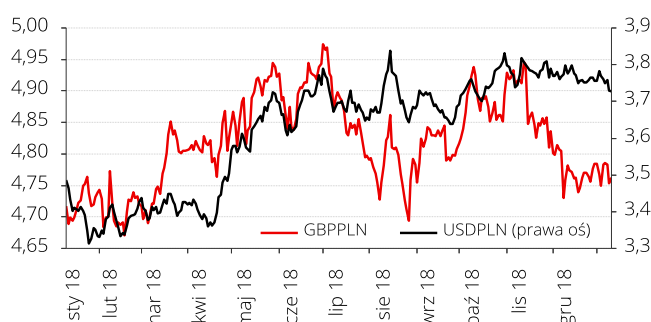
Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza jest kwestia Brexitu. Polska może być jedną z najbardziej dotkniętych gospodarek, jeżeli Wielka Brytania wyjdzie z Unii bez umowy i jeśli ryzyko takiej opcji wzrośnie po weekendzie, rynek może zacząć wyceniać ryzyko pogorszenia koniunktury w Polsce, a przez to i kondycji budżetu państwa. Warto pamiętać, że zaskakująco dobre wyniki budżetu w 2018 były jednym z kluczowych czynników stojących za spadkiem rentowności w zeszłym roku.

### EURPLN



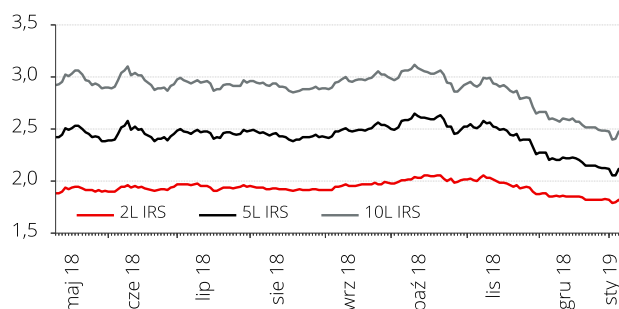
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### GBPPLN i USDPLN



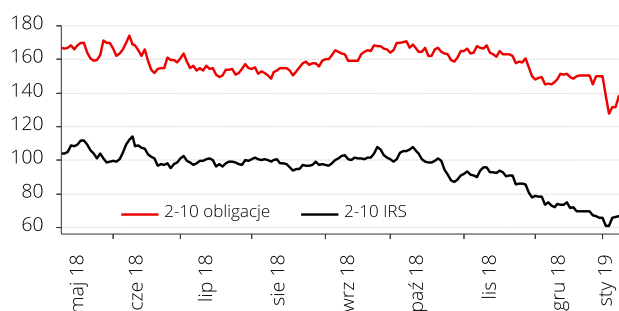
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Stawki IRS (%)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Spready 2-10



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (14 stycznia)</b>							
	US	Zamówienia dóbr trwałych	XI	% m/m	0,0	-	0,8
	US	Sprzedaż nowych domów	XI	% m/m	4,0	-	-8,9
	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	0,3	-	-2,1
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	XI	% m/m	-1,2	-	0,2
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>-482</b>	<b>-474</b>	<b>-457</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Bilans handlowy</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>-405</b>	<b>-313</b>	<b>-588</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>19 354</b>	<b>19 373</b>	<b>20 143</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>XI</b>	<b>mln €</b>	<b>19 643</b>	<b>19 686</b>	<b>20 731</b>
<b>WTOREK (15 stycznia)</b>							
09:00	HU	Inflacja	XII	% r/r	2,8	-	3,1
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
<b>ŚRODA (16 stycznia)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	XII	% m/m	0,3	-	0,3
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	XII	% m/m	0,3	-	0,2
<b>CZWARTEK (17 stycznia)</b>							
11:00	EZ	HICP	XII	% r/r	1,6	-	1,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	226	-	216
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	XII	% m/m	-0,2	-	3,2
14:30	US	Indeks Philly Fed	I	pkt	10,0	-	9,1
<b>PIĄTEK (18 stycznia)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Płace w sektorze przedsiębiorstw</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja przemysłowa</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja budowlana</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>15,4</b>	<b>15,6</b>	<b>17,1</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PPI</b>	<b>XII</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	XII	% m/m	0,3	-	0,6
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	I	pkt	96,4	-	98,3

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 obowiązują 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