

Tygodnik ekonomiczny

Wzrost spowolnił, tylko jak bardzo?

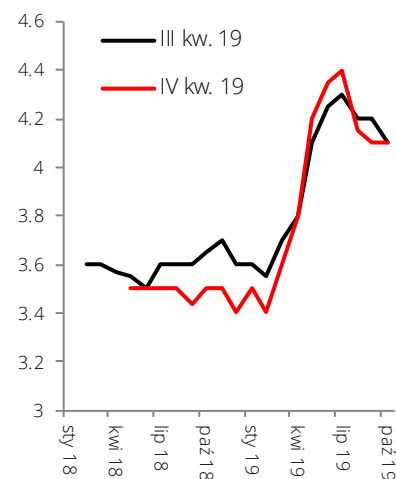
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Najbliższy tydzień roboczy, skrócony ze względu na Święto Niepodległości, mimo wszystko może być dość ciekawy. Za granicą pojawi się sporo danych, które pozwolą zweryfikować oczekiwania dot. perspektyw globalnej gospodarki, w tym pierwsze szacunki wzrostu PKB za III kw. dla krajów europejskich. Spodziewamy się m.in., że Niemcom uda się jednak uniknąć technicznej recesji, chociaż kwartalne tempo wzrostu w III kw. spadło do zera. Poza tym, wypowiadać się będzie kilkoro członków FOMC, w tym prezes Powell.
- W Polsce również pojawi się wstępna informacja nt. **wzrostu PKB za III kw.** (w czwartek). Publikacja nie powinna istotnie wpłynąć na rynek, jeśli będzie zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym na poziomie 4,1% r/r. Niestety ostatnio pojawia się coraz więcej niepokojących sygnałów dot. perspektyw wzrostu gospodarczego i jego składowych. Wśród nich warto wymienić np. sygnał z ankiety kredytowej NBP wskazujący na gwałtowny spadek zapotrzebowania firm na finansowanie inwestycji (patrz str. 2) – w poprzednich latach podobne załamanie wiązało się z mocnym zahamowaniem faktycznych inwestycji. Szczegóły dot. struktury wzrostu w III kw. poznamy dopiero na koniec listopada.
- W środę poznamy dane o bilansie płatniczym. Spodziewamy się **wyraźnie większego deficytu obrotów bieżących** od konsensusu, co może przejściowo zaszkodzić złotemu. **Dane inflacyjne** raczej będą w cieniu pozostałych wydarzeń: powinny potwierdzić spowolnienie CPI do 2,5% r/r i stabilizację inflacji bazowej na poziomie 2,4% r/r. Górka inflacyjna jeszcze przed nami (w I kw. 2020), ale to już jest powszechnie zdyskontowana wiadomość.
- Więcej o perspektywach inflacji dowiemy się już we wtorek rano z prezentacji nowego **Raportu o inflacji** i nowych projekcji ekonomicznych NBP. Już jednak wiemy, że przejściowo podwyższona inflacja nie jest dla RPP argumentem do zmian w polityce pieniężnej.
- We wtorek odbędzie się też **pierwsze posiedzenie nowego parlamentu** po wyborach, które m.in. zweryfikuje, czy PiS faktycznie stracił kontrolę w Senacie. Po weekendzie powinno też nastąpić formalne powołanie premiera i Rady Ministrów.

Wnioski rynkowe

- PLN nie skorzystał na mocnej poprawie nastrojów rynkowych w ostatnich dniach (na fali nadziei na porozumienie handlowe USA-Chiny), co naszym zdaniem zapowiada małe szanse na wznowienie ruchu spadkowego EURPLN w krótkim terminie. Tym bardziej, że ten globalny apetyt na ryzyko może po weekendzie przynajmniej trochę przygasnąć – rynek wycenił już dużo optymizmu odnośnie porozumienia handlowego i do dalszej poprawy nastrojów nowe dane musiałyby mocno zaskoczyć na plus. Złotemu nie pomogą też krajowe dane o dużym deficycie obrotów bieżących. Jeśli chodzi o rentowności obligacji, po bardzo mocnym wzroście w ostatnich dniach możliwe jest lekkie odreagowanie w dół, ale ogólnie rynki pozostaną w trybie 'risk on', co sprzyja osłabieniu długu.

Konsensus Bloomberg – wzrost PKB w III i IV kw. 2019 r.



Źródło: Bloomberg, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Ostatni tydzień w gospodarce

Dane opublikowane w ostatnim tygodniu wspierały tezę, że krajowa gospodarka spowalnia – indeks PMI spadł, banki zaostryżyły kryteria kredytowe a instytucje finansowe przycinają prognozy dla Polski. Poglądy RPP wciąż pozostają jednak bez zmian.

PMI dla polskiego przemysłu zanotował w październiku nieoczekiwany spadek z 47,8 pkt do 45,6 pkt i po największym miesięcznym spadku od ponad 3,5 roku znalazł się najniżej od połowy 2009 r. Na ten bardzo słaby odczyt złożyły się wszystkie najważniejsze komponenty – nowe zamówienia (12. z rzędu spadek i najniższy odczyt od kwietnia 2009 r.), produkcja (12. z rzędu spadek i najniższy odczyt od czerwca 2009 r.) i zatrudnienie. Firmy raportowały, że na niższą aktywność ekonomiczną wpływ miała konkurencja z Chin oraz mniejszy popyt z Europy (eksport skurczył się 15. miesiąc z rzędu i w najszybszym tempie od czerwca 2009 r.). Z kolei subindeks oczekiwanej produkcji spadł do najniższego poziomu w historii badania (2012). Wczorajsze dane potwierdzają, że polska gospodarka przechodzi obecnie okres wolniejszego wzrostu gospodarczego, ale pesymistyczny obraz wyłaniający się z badania PMI jest według nas przesadzony i oddaje jedynie kierunek zmian, a nie ich skalę.

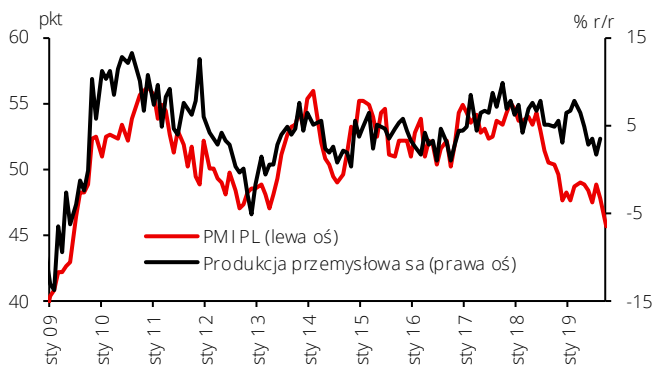
Wg **ankiety kredytowej NBP** w III kw. br. doszło do zacieśnienia polityki kredytowej banków wobec sektora MŚP oraz w przypadku kredytów mieszkaniowych i konsumenckich. Banki zamierzają dalej ograniczać dostęp do kredytu w tych obszarach w IV kw. br. Uzasadnieniem dla dokonanego zacieśnienia była w przypadku kredytów dla MŚP sytuacja kredytowa banków i wyraźne wskazanie na wzrost ryzyka branżowego. Zarówno w przypadku MŚP jak i kredytów konsumpcyjnych za ostrzejszą polityką stało też pogorszenie jakości portfela kredytowego. W III kw. bardzo silnie spadły wskaźniki zapotrzebowania na finansowanie inwestycji w środki trwałe oraz na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego. W sumie wyniki ankiety rodzą obawy o dynamikę inwestycji, ale sugerują wciąż bardzo dobrą kondycję konsumentów.

W jesiennej rundzie prognozy **Komisja Europejska obniżyła prognozy PKB dla Polski** na lata 2019/2020 do 4,1%/3,3% z 4,4%/3,6%. Wynik polskiego sektora finansów publicznych ma wynieść -1% PKB w tym roku, -0,2% w przyszłym (spadek głównie za sprawą opłaty przekształceniowej OFE w IKE) i -0,9% w 2021 r., przy czym Komisja uwzględniła w wyliczeniach zapisy z projektu budżetu na 2020 r., które najprawdopodobniej są już nieaktualne.

Minister Finansów Jerzy Kwieciński poinformował, że **planowana data przekazania środków z OFE** do IKE to 1 lipca 2020 r. Oznacza to, że przez pierwsze sześć miesięcy roku FUS będzie dostawał transfery z OFE z tytułu suwaka i jednocześnie będzie do OFE przekazywał składki ubezpieczonych. W 2018 r. płatności z tytułu suwaka wyniosły 7,8 mld zł, a z tytułu składek 2,8 mld zł, więc szacujemy, że opóźnienie terminu poprawi wpływy finansów publicznych o ok. 2,5 mld zł. Jednocześnie chcielibyśmy podkreślić, że asymetryczny podział opłaty przekształceniowej (13,5 mld zł w 2020 r., 5,5 mld zł w 2021 r.), który został ujawniony w opublikowanym niedawno OSR do ustawy, od początku był uwzględniony w projekcie budżetu, więc nie wypełnia on luki w dochodach finansów publicznych po rezygnacji z likwidacji limitu składek na ubezpieczenia społeczne.

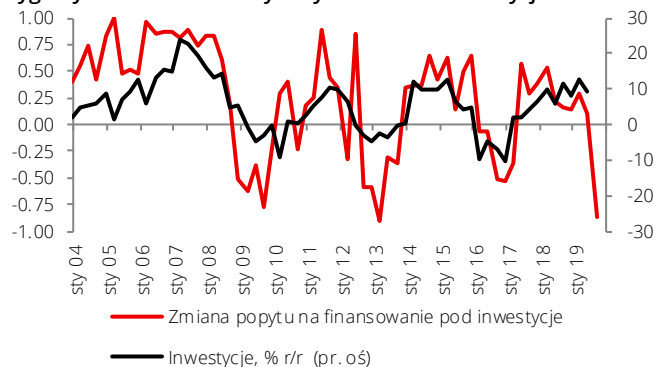
RPP nie zmieniła stóp procentowych. W komunikacie ponownie podkreślone zostały relatywnie niski globalny wzrost gospodarczy za granicą oraz niepewność co do kształtowania się koniunktury w przyszłości. Jednocześnie Rada – opierając się na najnowszych prognozach NBP – wciąż uważa, że mimo pewnego spowolnienia oczekiwanego w 2020 tempo wzrostu PKB w Polsce pozostanie relatywnie wysoko, a inflacja nie powinna w horyzoncie prognozy opuścić pasma dopuszczalnych wahań. Większość w RPP popiera stabilizację stóp i naszym zdaniem nie dojdzie do zmian stóp ani w tym, ani w przyszłym roku.

Indeks PMI a produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Santander

Sygnaly z komitetów kredytowych a wzrost inwestycji



Źródło: Komisja Europejska, Santander

Cytat tygodnia:

Adam Głapiński, Prezes NBP, PAP, 06/11/2019: w Radzie przeważa stanowisko, żeby stóp nie zmieniać, i że inflacja utrzyma się blisko celu w najbliższych dwóch latach. Dlatego stopy, w moim przekonaniu, z ogromnym prawdopodobieństwem, graniczącym z pewnością, nie będą podnoszone (...) Jeśli miałyby nastąpić zmiana poziomu stóp, to nastąpi obniżka, ale moja prywatną główną ścieżką jest to, że stopy nie ulegną zmianie. Spowolnienie będzie niewielkie, a inflacja będzie pod kontrolą.

Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 06/11/2019: Mamy obecnie dużo czynników proinflacyjnych (...), ale jest jedno duże 'ale' i tym 'ale' jest zwalniana gospodarka w Niemczech, niepewność co do cen energii elektrycznej i pewna niepewność co do polityki fiskalnej rządu w przyszłym roku. To nie jest ten moment, abyśmy w tym momencie reagowali zmianami parametrów polityki pieniężnej.

Rafał Sura, członek RPP, PAP, 06/11/2019: Uważam, że obecny poziom stóp procentowych w najbardziej optymalny sposób służy polskiej gospodarce. Warto jeszcze może dodać, że zdarzyć się może taka sytuacja, że inflacja będzie niższa niż w projekcji, bo przyjęte jest bardzo konserwatywne podejście, że ceny energii w przyszłym roku mogą wzrosnąć w okolice 8 proc.

	Wzrost PKB			
	Lis 18	Mar 19	Lip 19	Lis 19
2019	3,55 (±0,85)	4,0 (±0,7)	4,5 (±0,6)	4,3 (±0,4)
2020	3,25 (±0,95)	3,65 (±0,95)	3,9 (±0,9)	(3,55±0,85)
2021	-	3,35 (±0,95)	3,35 (±0,95)	(3,25±0,95)
Inflacja CPI				
2019	3,25 (±0,65)	1,7 (±0,5)	2,0 (±0,3)	2,3 (±0,1)
2020	2,9 (±1,0)	2,65 (±0,95)	2,8 (±0,9)	2,85 (±0,75)
2021	-	2,4 (±1,1)	2,4 (±1,1)	2,6 (±1,0)

Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX

Nieźle dane z USA oraz Europy razem z pozytywnymi komentarzami ws. postępu w negocjacjach handlowych na linii USA-Chiny spowodowały, że światowe indeksy giełdowe wzrosły istotnie na przestrzeni minionego tygodnia. Pomogło to większości walut z rynków wschodzących zyskać do euro, podczas gdy indeks dolara wzrósł. Złoty jednak nie skorzystał ze wzrostu apetytu na ryzykowne aktywa i radził sobie słabiej niż inne waluty z rynków wschodzących (jedynie forint i brazylijski real były w tym tygodniu słabsze). W pewnym stopniu, mogło to być skutkiem znacznie gorszego od prognoz odczytu PMI dla polskiego przemysłu. Warto w tym miejscu przypomnieć, że w październiku złoty zyskał najwięcej z grupy walut państw rozwijających się.

W przypadku innych walut naszego regionu, rubel radził sobie najlepiej, podczas gdy forint istotnie stracił do euro. Czeska korona straciła, ale dostała chwilowe wsparcie ze strony banku centralnego. Jak oczekiwano, bank Czech nie zmienił stóp procentowych, ale dwóch członków było za ich podniesieniem o 25 pb w reakcji na wciąż silną presję inflacyjną.

Stopy procentowe Istotna poprawa nastroju na świecie pod wpływem spadku obaw o światową gospodarkę i dzięki wspierającym sugestiom odnośnie postępu rozmów handlowych miała wyraźny negatywny wpływ na globalny rynek długu. Polskie IRS i rentowności wzrosły na środku i długim końcu krzywych o 10-20 pb. W poprzednim tygodniu napisaliśmy, że zakres wahań rentowności 10-letniej obligacji stopniowo się zawęża i że niebawem może nastąpić mocniejszy ruch (raczej w górę). W ostatnich kilku dniach, rentowność przebiła opór na 2,05% i wzrosła powyżej 2,10%, najwyżej od początku września. Krzywa obligacyjna i IRS wyraźnie się wystromiły – spready 2-10 wzrosły najwyżej od odpowiednio połowy lipca i początku sierpnia.

Kluczowe wydarzenia

W przyszłym tygodniu poznamy sporo danych, w tym pierwsze szacunki PKB za III kw. dla europejskich państw. Poza tym, wypowiadać się będzie kilkoro członków FOMC, w tym prezes Powell (w środę i czwartek).

W Polsce, tydzień będzie krótszy ze względu na Święto Niepodległości. W czwartek poznamy wstępny szacunek polskiego PKB za III kw. i w nas będzie to najbardziej wyczekiwana publikacja tygodnia.

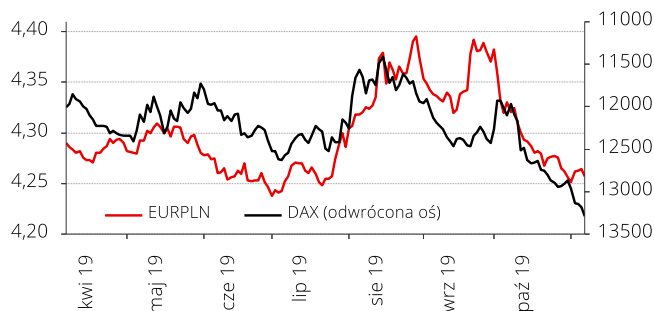
Wpływ na rynek

Rynek FX Brak pozytywnej reakcji złotego na oczywistą poprawę nastroju na świecie sugeruje, że szanse na wznowienie ruchu spadkowego kursu EURPLN w krótkim terminie są niewielkie. Nasza prognoza wzrostu PKB w III kw. jest zgodna z konsensusem i publikacja ta nie powinna mieć istotnego wpływu na krajową walutę. W ostatnich dniach indeksy giełdowe na świecie mocno wzrosły i już w ten piątek widać było pewne oznaki realizacji zysków mimo dużo lepszych od prognoz danych o handlu zagranicznym z Niemiec. Wygląda więc na to, że optymizm może teraz nieco osłabnąć, pozwalając EURPLN wzrosnąć.

Stopa procentowa Rentowność polskiej obligacji 10-letniej osiągnęła kolejny poziom odniesienia – lokalny szczyt z lipca na 2,20%. Tymczasem rentowności odpowiednich Bundów i Treasuries są blisko swoich kolejnych poziomów oporu na odpowiednio -0,22% i 2,0%. Sądzymy, że w krótkim terminie rynek obligacji mógłby nieco odzyskać siły. Ostatnie dane ankietowe zaskoczyły na plus i wydaje się, że zostało to w dużym stopniu wycenione przez rynek i najbliższe dane musiałyby zaskoczyć mocno na plus, żeby pchnąć rentowności jeszcze wyżej. Według nas, jest to raczej mało prawdopodobne, szczególnie w przypadku PKB.

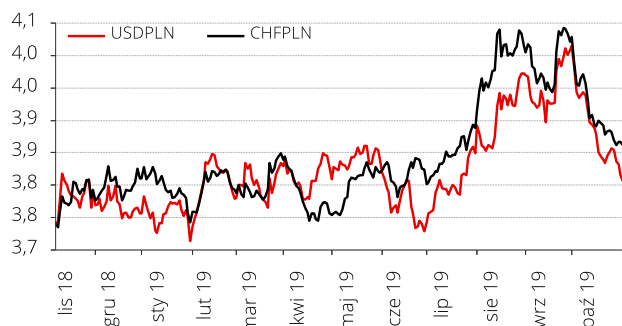
W połowie października, 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy przebił wsparcie na 240 pb i teraz próbuje wrócić powyżej tego poziomu.

EURPLN i niemiecki indeks DAX



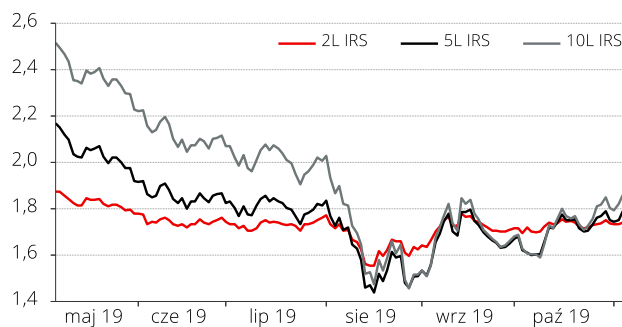
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



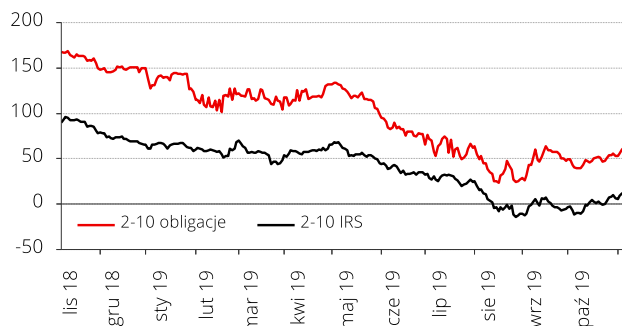
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 2-10



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (11 listopada)							
	PL	Święto Niepodległości					
09:00	CZ	Inflacja	X	% r/r	2,7	-	2,7
WTOREK (12 listopada)							
11:00	DE	ZEW	XI	pkt	-25,0	-	-25,3
ŚRODA (13 listopada)							
08:00	DE	Inflacja HICP	X	% m/m	0,1	-	0,1
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-0,3	-	0,4
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-219	-826	-606
14:00	PL	Bilans handlowy	IX	mln €	7,5	-366	-55,0
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	19 291	19 049	17 646
14:00	PL	Import	IX	mln €	19 265	19 415	17 701
14:30	US	Inflacja	X	% m/m	0,3	-	0,0
CZWARTEK (14 listopada)							
08:00	DE	PKB	III kw.	% r/r	0,4	-	0,4
09:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	2,6	-	2,8
09:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	4,2	-	4,9
10:00	PL	Inflacja	X	% r/r	2,5	2,5	2,5
10:00	PL	Wstępny PKB	III kw.	% r/r	4,1	4,1	4,5
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1,1	-	1,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tyś.	215	-	211
PIĄTEK (15 listopada)							
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	0,7	-	0,7
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	2,5	2,4	2,4
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,2	-	-0,3
15:15	US	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	-0,3	-	-0,4

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