

Tygodnik ekonomiczny

Test rynkowego optymizmu

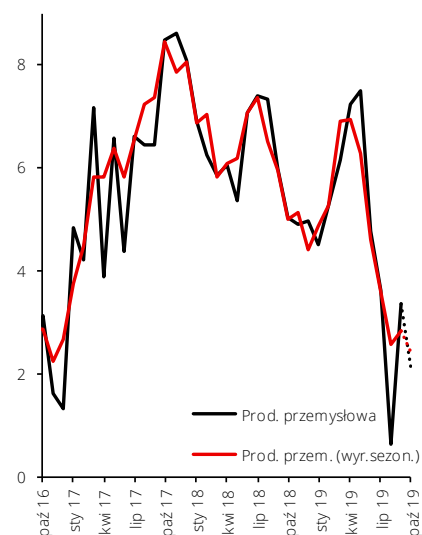
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Wygląda na to, że w przyszły tydzień rynki wejdą z zapasem optymizmu – niemieckiej gospodarce udało się uniknąć recesji a doniesienia nt. rozmów handlowych USA-Chiny wciąż są źródłem nadziei. Nastrojów raczej nie popsuje publikacja protokołu z październikowego posiedzenia FOMC, gdzie jednocześnie z zasygnalizowaniem końca obniżek wskazano, że podwyżki to bardzo odległa przyszłość. Ze **wstępnych odczytów wskaźników PMI za listopad** dla strefy euro dowiemy się czy ten optymizm udzielił się też przedsiębiorcom. Rynki najwyraźniej myślą, że tak, skoro oczekiwania dla tych publikacji ustawione są powyżej poprzednich odczytów.
- Na ten tydzień zaplanowano wystąpienie nowej szefowej EBC wraz z szefem Bundesbanku, posłuchamy też pierwszych politycznych potyczek w ramach ruszającej kampanii wyborczej przed przedterminowymi wyborami w Wlk. Brytanii. Będą też liczne przesłuchania w ramach procedury usunięcia prezydenta USA z rządu.
- W Polsce **dane o produkcji przemysłowej i budowlanej** za październik. Gwałtowne pogorszenie nastrojów w przetwórstwie uchwycone przez indeks PMI nie wróży nic dobrego, podobnie intrygująca słabość importu we wrześniu (prawdopodobnie obejmująca przywóz dóbr pośrednich na potrzeby polskiego przemysłu). Dość słabo na tle poprzednich odczytów może też wypaść dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw.

Wnioski rynkowe

- Biorąc pod uwagę ostatnie słabsze dane fundamentalne, jak np. PKB za III kw., oraz pozytywne zachowanie polskiej waluty w poprzednim miesiącu, oczekujemy, że **złoty** w najbliższych tygodniach będzie się osłabiał w kierunku 4,32-4,34 za euro. Ruch ten może być bardziej intensywny jeśli dojdzie do porozumienia USA z Chinami, które może zwiększyć rentowności na rynkach bazowych i tym samym zwiększyć presję na waluty rynków wschodzących.
- Na ruchy **rentowności** znacząco będą wpływać teraz czynniki zewnętrzne. Uważamy za prawdopodobny wzrost rentowności niemieckiego Bundu, który wyznaczy też kierunek polskim rentownościom.

Produkcja przemysłowa, %r/r, 3-mies. średnia ruchoma



Źródło: GUS, 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

Gospodarka spowolniła w III kw. trochę bardziej niż to było oczekiwane. Ryzyka dla wzrostu zostały też podkreślone w nowej projekcji NBP a ścieżka PKB obniżona. Dane o bilansie płatniczym zaskoczyły słabością importu, co kłóci się z odczuciem, że popyt krajowy pozostał silny. Inflacja spadła w październiku do celu 2,5% r/r.

Według wstępnego szacunku, **tempo wzrostu polskiego PKB spowolniło do 3,9% r/r w III kw.** 2019 wobec 4,6% r/r w II kw. Spowolnienie było nieco wyraźniejsze niż myśleliśmy (4,1% r/r), ale dane za pierwszą połowę roku zrewidowano w górę, więc nasza całoroczna prognoza zostaje bez zmian (4,3%).

Ostateczny odczyt **CPI za październik** potwierdził, że inflacja spadła do 2,5% r/r z 2,6%. Ceny usług rosły nadal o 4,8% r/r a inflacja cen towarów spadła do 1,7% r/r z 1,8%. Inflacja bazowa pozostała na 2,4% r/r. Spodziewamy się, że do końca roku inflacja CPI jeszcze wzrośnie w okolice 3% r/r. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

W **raporcie o inflacji NBP** pokazano nieco wyższą niż poprzednio ścieżkę inflacji bazowej – podwyższoną przez efekt kosztowy podwyżki płacy minimalnej, wyższe od oczekiwań wzrosty kosztów utrzymania mieszkania, ale z drugiej strony ograniczoną przez słabsze przewidywania co do koniunktury. Jednocześnie obniżono względem poprzedniej projekcji przewidywane zmiany cen energii (tym razem przyjęto, że rachunki za prąd wzrosną w 2020 i 2021 r. po 8%). Szczyt projekcji CPI jest w I kw. 2020 r., 3,5% r/r., ale już w III kw. ma się ona cofnąć do 2,5% r/r i pozostać w pobliżu do końca projekcji. Raport podkreślił ryzyka dla wzrostu gospodarczego: istotnie obniżono założenia co do PKB za granicą oraz ścieżkę inwestycji (w 2019 r. 7,1% zamiast 8,6%, w 2020 r. hamowanie do 4% zamiast do 4,8%, w 2021 1,9% zamiast 2,6%).

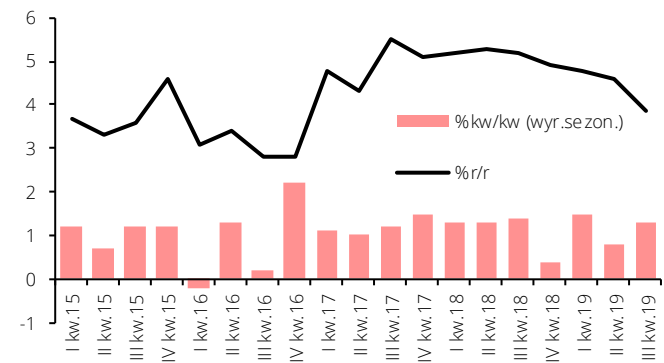
Do Sejmu trafił nowy **projekt podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe i alkohol**. Projekt zakłada wzrost akcyzy kwotowej o 10% oraz wzrost stawki procentowej na wyroby tytoniowe do 32,05% z 31,41%. Naszym zdaniem przełoży się to na wzrost cen w tej kategorii produktów średnio o 4% w 2020 r. (przy czym efekt będzie się pojawiał stopniowo w ciągu I kw. 2020 r.), co doda do inflacji CPI 0,25 punktu procentowego. Projekt zakłada wzrost dochodów budżetowych z akcyzy o 1,7 mld zł. Wcześniejsza propozycja, ujęta w projekcie ustawy budżetowej, zakładała wzrost akcyzy o 3% i wpływów budżetowych o 1,1 mld zł, co miałyby marginalny wpływ na CPI.

Grupa posłów PiS złożyła w Sejmie **projekt ustawy likwidującej od 2020 limit 30-krotności składek ZUS**. Według projektu, miałyby to przynosić Funduszowi Ubezpieczeń Społecznych ponad 7 mld zł rocznie. Posłowie Porozumienia, których jest 18 spośród 235 rządzącej Zjednoczonej Prawicy, zapowiedzieli, że nie poprą tej ustawy. Kolejny pomysł PiS zakłada, by trzynasta emerytura była finansowana z Funduszu Solidarnościowego (który powstałby z przekształcenia istniejącego Solidarnościowego Funduszu Wsparcia Osób Niepełnosprawnych). Nowy fundusz mógłby zaciągać pożyczki na poczet realizowanych wypłat, co nie obciążałoby budżetu państwa ani nie podlegało pod ograniczenia narzucone regułą wydatkową, a jedynie powiększało potrzeby pożyczkowe. Widzimy w tym próbę obejścia ustawy o finansach publicznych (z regułą wydatkową) co narusza wiarygodność fiskalną.

Polski **bilans obrotów bieżących** zanotował we wrześniu nadwyżkę 0,2 mld €, podczas gdy konsensus rynkowy przewidywał deficyt podobnej wielkości. Głównym źródłem niespodzianki był import, który wzrósł zaledwie o 4,3% r/r, podczas gdy eksport zwiększył się o 9,3% r/r. Zmiany salda wymiany handlowej są niezgodne z intuicją, jako że bilans się poprawia pomimo osłabienia popytu zagranicznego i silnego popytu krajowego. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

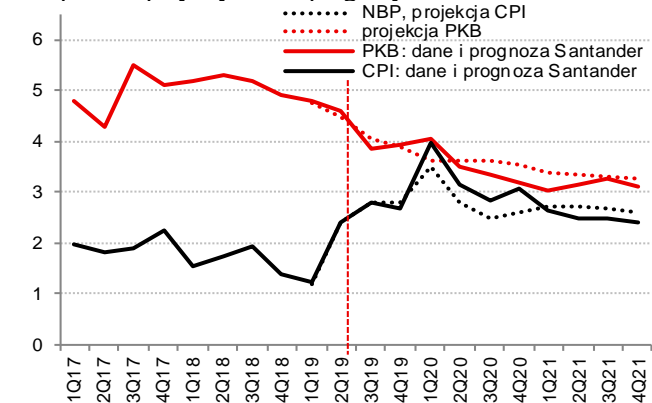
Wyniki październikowego głosowania **Rady Polityki Pieniężnej** wskazują, że wniosek o cięcie stóp o 25 pb poparł tylko Eryk Łon. Dane o PKB, CPI i nowa projekcja NBP wg nas wspierają obecną strategię stabilizowania stóp przez RPP.

Indeks PMI a produkcja przemysłowa



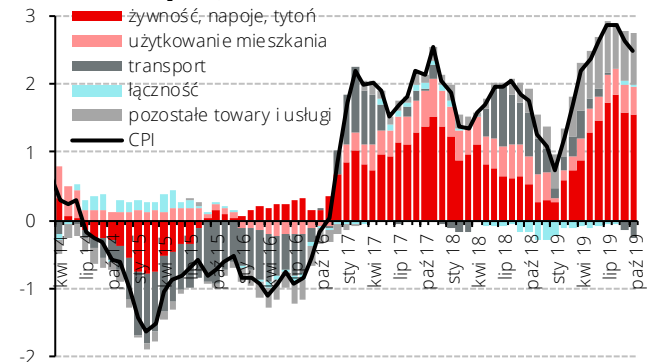
Źródło: GUS, Santander

Listopadowa projekcja NBP a prognozy Santander



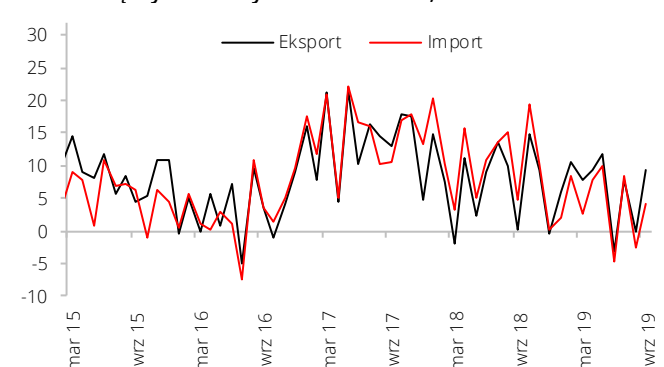
Źródło: NBP, GUS, Santander

Struktura inflacji CPI, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Handel międzynarodowy Polski towarami, %r/r



Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Pomimo tego, że indeks dolara oraz EURUSD nie zmieniły się na przestrzeni tygodnia, większość walut rynków wschodzących osłabiła się względem dolara (zyskały tylko rand i baht – po 0,5%). Wyjątek stanowiły chilijskie oraz kolumbijskie peso, które straciły dość znacznie (odpowiednio 7,0% i 3,3%), podczas gdy skala osłabienia pozostałych walut była mniejsza niż 1,0%. Złoty stracił 0,3% licząc piątek do piątku, jednak w międzyczasie (czwartek) osłabienie wyniosło nawet 0,7%. W środę złoty tracił i to pomimo lepszych od oczekiwań danych o rachunku obrotów bieżących – fakt, który można interpretować jako zwiastun dalszego osłabiania. Złoty jeszcze więcej stracił do franka, ok 1,2%, oraz do funta, o 1,0%.

Pozostałe waluty regionu CEE3 zachowały się podobnie – zarówno forint, jak i korona straciły 0,3% w ujęciu tygodniowym. Relatywnie mocniej zachowywał się rubel, który nie stracił na wartości do dolara i to pomimo niższych cen ropy Brent o ok. 1%. Zachowanie to może mieć związek z napływem kapitału na lokalny rynek stopy procentowej w obliczu silnej dezinflacji i wysokich realnych stóp procentowych.

Stopy procentowe W zeszły piątek rentowności polskich 10L osiągnęły najwyższy poziom od lipca (ok 2,20%) i od tego czasu cofnęły się, w ślad za rynkami bazowymi. A te spadły po tym jak prezydent Trump podczas przemówienia w Nowym Jorku zagroził, że podniesie istotnie cła jeśli nie dojdzie do porozumienia w ramach pierwszego etapu rozmów z Chinami. Rentowności 10L obligacji amerykańskich oraz niemieckich i polskich spadły o 10pb (do 1,83%, -0,34% oraz 2,06%). Nachylenie 2x10 krzywej dochodowości zmniejszyło się o ok 5pb (rentowności na krótkim końcu krzywej również spadły lecz w mniejszym stopniu). Asset swap zawężił się odrobinę do 20pb, a spread do Bunda o 3pb do 240pb.

Kluczowe wydarzenia

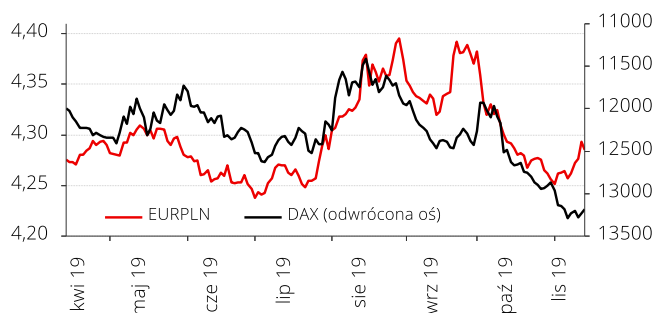
W przyszłym tygodniu Chiny najprawdopodobniej symbolicznie obniżą stopy procentowe do 4,15% z 4,20% (środa). We wtorek decyzja w/s stóp procentowych na Węgrzech (prawdopodobnie zostaną pozostawione bez zmian na 0,9%), indeks nastrojów konsumentów w strefie euro poznamy w czwartek, wstępne PMI w strefie euro, Niemczech, Francji, USA oraz indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan poznamy w piątek. W Polsce w czwartek dane o płacach oraz zatrudnieniu, a o produkcji przemysłowej, budowlanej oraz PPI w piątek. Przemawia szereg przedstawicieli Fed: Mester (poniedziałek), Williams (wtorek), Kashkari (czwartek). W środę opublikowane zostaną minutes z październikowego posiedzenia Fed.

Wpływ na rynek

Rynek FX po tym jak złoty był najlepiej zachowującą się walutą w październiku, nie widzimy zbyt dużo przyczyn aby miało się to powtórzyć w listopadzie. Co więcej biorąc pod uwagę ostatnie słabsze dane fundamentalne, jak np. PKB za III kw., oraz wspomniane pozytywne zachowanie w poprzednim miesiącu, oczekujemy, że EURPLN w najbliższych tygodniach będzie się osłabiał w kierunku 4,32-4,34. Ruch ten może być bardziej intensywny jeśli dojdzie do porozumienia USA z Chinami, które może zwiększyć rentowności na rynkach bazowych i tym samym zwiększyć presję na waluty EM.

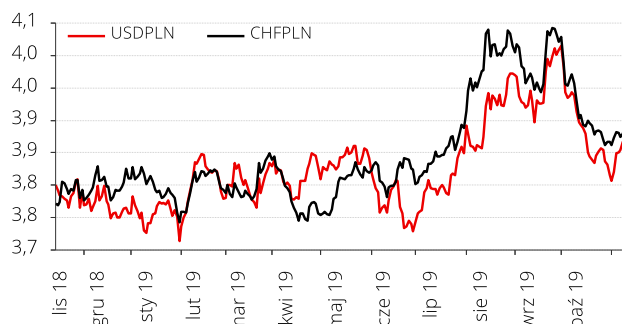
Stopa procentowa Rentowność polskich obligacji 10L cofnęła się do 2,08% z 2,20% – odreagowanie, które przewidzieliśmy w zeszłym tygodniu. Odtąd na ruchy rentowności znacząco będą wpływać czynniki zewnętrzne. Uważamy za prawdopodobny wzrost rentowności niemieckiego Bunda, w szczególności jeśli nie zostanie przełamany poziom -0,43%. W przypadku braku przełamania obecna korekta rentowności w dół będzie mniejsza w skali od poprzedniej z września – sygnał, który zwiększałoby prawdopodobieństwo ruchu rentowności Bunda do -0,20% a PL 10L do 2,20%. Jeśli mamy rację w kwestii kierunku zmian rentowności, asset swap powinny się lekko rozszerzyć.

EURPLN i niemiecki indeks DAX



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



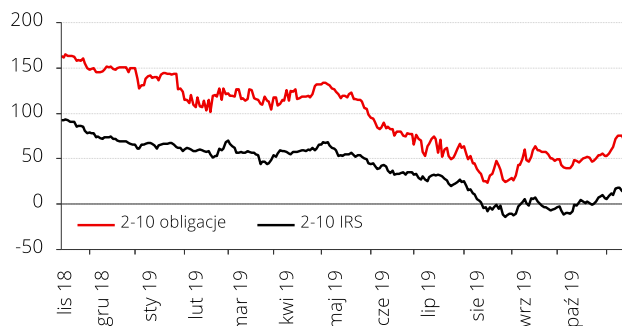
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (18 listopada)						
Brak istotnych publikacji						
WTOREK (19 listopada)						
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	0,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	% m/m	4,9	-9,4
ŚRODA (20 listopada)						
20:00	US	Minutes FOMC	30 paź		-	0,0
CZWARTEK (21 listopada)						
10:00	PL	Zatrudnienie	X	% r/r	2,6	2,6
10:00	PL	Płace	X	% r/r	6,3	6,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215,0	225,0
14:30	US	Indeks Philly Fed	XI		6,5	5,6
16:00	US	Sprzedaż domów	X	% m/m	2,1	-2,2
PIĄTEK (22 listopada)						
08:00	DE	PKB WDA	III kw.	% r/r	0,5	0,5
09:30	DE	PMI przemysł	XI	pkt	42,7	42,1
09:30	DE	PMI usługi	XI	pkt	51,8	51,6
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	46,3	45,9
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	52,5	52,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	2,3	2,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	X	% r/r	5,6	8,8
10:00	PL	PPI	X	% r/r	0,6	0,1
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	95,7	95,7

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