

# Tygodnik ekonomiczny

## Rosną obawy o inwestycje

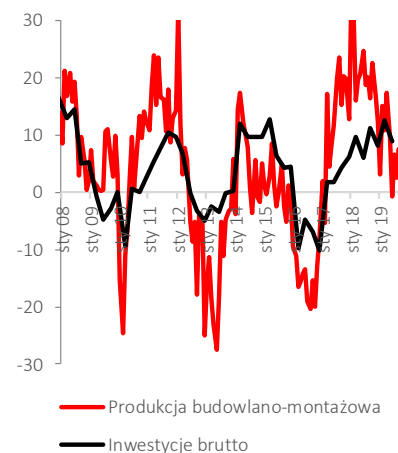
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W polskich danych pojawia się coraz więcej niepokojących sygnałów (informacje z ostatniego tygodnia: spadek zatrudnienia, hamowanie płac, mniejszy optymizm konsumentów, pogorszenie nastrojów i spadek rentowności firm, zapas w budownictwie). To wszystko sugeruje, że spowolnienie gospodarcze nabiera tempa i może być silniejsze niż się do niedawna wydawało. W ostatnim tygodniu listopada liczba nowych krajowych publikacji nie będzie duża, ale jeśli pojawią się kolejne rozczarowania, efektem może być fala rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały. Na dziś konsensus Bloomberga dot. wzrostu PKB dla Polski: 4,3% w 2019 r. i 3,4% w 2020 r. Nasze prognozy to odpowiednio 4,3% i 3,5%.
- Szczególnie ciekawe będą **dane o październikowej sprzedaży detalicznej (poniedziałek) i PKB za III kw. (piątek)**. Jeśli chodzi o te ostatnie, wzrost gospodarczy (co wiemy już ze wstępnego odczytu) spowolnił do 3,9% r/r, ale dla inwestorów kluczowa będzie jego struktura. Widzimy ryzyko, że piątkowe dane ujawnią wyraźne pogorszenie dynamiki inwestycji, co w połączeniu z fatalnym wynikiem produkcji firm zajmujących się pracami inżynierskimi (-8,6% r/r w październiku) zwiększy obawy o perspektywy inwestycji na kolejne kwartały. Przypomnijmy, że sygnały mocnego tąpnięcia w tym obszarze wskazywaliśmy kilka tygodni temu. Pozytywnym aspektem struktury PKB powinien być eksport netto z lekko pozytywnym wpływem na PKB i wciąż solidna dynamika konsumpcji. Perspektywy dla tej ostatniej też są jednak coraz mniej różowe, m.in. ze względu na widoczne zmniejszenie dynamiki rynku pracy i erozję optymizmu konsumentów. W tym kontekście ważną będzie październikowa sprzedaż detaliczna – potwierdzenie naszej prognozy, zakładającej lekkie przyspieszenie do 4,8% r/r w cenach stałych (konsensus 4,3%), mogłoby nieco uspokoić obawy o przyszłość.
- W piątek pojawi się **wstępny odczyt CPI za listopad**. Spodziewamy się wzrostu inflacji do 2,7% r/r, którego źródłem będzie głównie rosnąca inflacja bazowa, ale też m.in. odbicie cen paliw pod koniec miesiąca. Jak już nie raz pisaliśmy, szczytowy punkt inflacji przypadnie na początek 2020 r. i może sięgnąć nawet 4% jeśli ceny prądu nie zostaną ponownie zamrożone (a deklaracje rządu w tej sprawie są ostatnio coraz bardziej rozmyte). Jednak wkrótce później trend się odwróci - w warunkach dekonunktury globalnej i nasilającego się spowolnienia w kraju należy się spodziewać stopniowego powrotu inflacji w stronę celu. RPP i inwestorzy zdają sobie z tego sprawę, dlatego dla rynku w najbliższym czasie ważniejsze mogą być informacje nt. wzrostu gospodarczego niż dynamiki cen. **Kolejne rozczarowania ze strony polskiej gospodarki mogą ponownie nasilić spekulacje rynkowe nt. obniżek stóp procentowych.**
- Za granicą dużo danych w USA i trochę publikacji w Europie, które będą weryfikować szanse na to, że spowolnienie w światowej gospodarce uda się wkrótce przełamać. Dla nastrojów globalnych kluczowe będą wciąż wszelkie informacje dot. postępu w rozmowach handlowych USA-Chiny. Z tego powodu pilnie śledzony będzie też rozwój sytuacji w Hong Kongu.

### Wnioski rynkowe

- Kurs EURPLN rośnie od początku listopada po mocnym spadku miesiąc wcześniej i naszym zdaniem złoty nie umocni się przed końcem listopada.
- Nie oczekujemy znaczących zmian na rynku stopy procentowej. Gwałtowny wzrost rentowności Bunda po wstępnych listopadowych indeksach PMI był krótkotrwały i uważamy, że rentowności mogą obniżyć się w kierunku poziomów obserwowanych pod koniec października.

### Produkcja budowlano-montażowa a inwestycje brutto, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://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

Pierwsze dane za IV kw. potwierdzają spowolnienie, a listopadowe indeksy nastroju w firmach i konsumentów potwierdzają ten trend.

**Produkcja przemysłowa** wzrosła w październiku o 3,5% r/r, powyżej oczekiwań, ale pozostała poniżej średniej z I poł. br. Wygląda na to, że krajowy przemysł zaskakująco dobrze radzi sobie ze spowolnieniem na świecie i stagnacją w Niemczech. Dużym rozczarowaniem były wyniki **budownictwa**, gdzie produkcja spadła o 4% r/r – dane sugerują zastój w inwestycjach infrastrukturalnych. Widzimy ryzyko, że załamanie w inwestycjach, a co za tym idzie też spowolnienie wzrostu PKB, będzie szybsze niż do tej pory oczekiwaliśmy. W listopadowych **wskaźnikach koniunktury** widać narastanie obaw polskiego przemysłu o skalę dalszej produkcji (najgorszy odczyt od sześciu lat), coraz mniej pewnie czuje się sektor handlu detalicznego. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu](#).

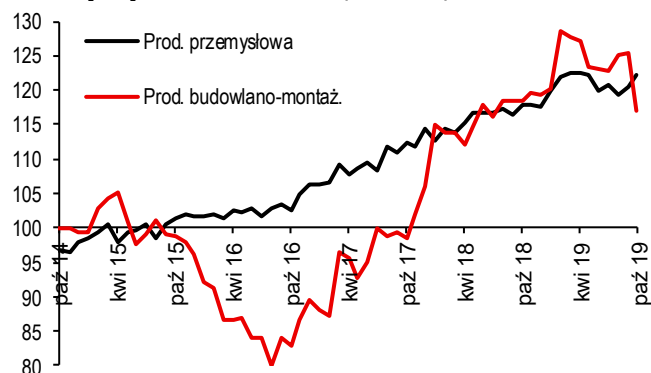
**Wzrost zatrudnienia** w sektorze przedsiębiorstw obniżył się do 2,5% r/r z 2,6%. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło o 2,7 tys. co jest pierwszym spadkiem dla października od 2012 r. i trzecim miesiącem spadku z rządu. Popyt na pracę w polskiej gospodarce najwyraźniej słabnie. Płace wzrosły o 5,9% r/r, znów nieco poniżej konsensusu. W listopadzie **wskaźniki nastrojów konsumentów** znowu spadły. Indeks bieżącej sytuacji jest najniższy od 9, a indeks oczekiwań najniższy od 11 miesięcy. Największe spadki odnotowano w oczekiwaniach dotyczących sytuacji gospodarczej, a obawy o bezrobocie wzrosły. Miary zadowolenia z sytuacji finansowej gospodarstw domowych i ich apetytu na duże zakupy są jednak wciąż wysokie. Nawet mimo wolniejszego wzrostu płac, dochód do dyspozycji będzie wspierany przez niższe stawki podatków, rozszerzenie 500+ i wypłatę 13-tej emerytury. Wzrost dochodów będzie korzystny dla konsumpcji. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu](#).

W III kw. br., **firmy zarejestrowane w Polsce** zatrudniające ponad 50 osób zaraportowały wzrost przychodów o 6% r/r i kosztów o 6,4% r/r, co przyczyniło się do spadku marży do 4,6% z 5,0% w III kw. 2018 r. Firmy doświadczyły dalszego znacznego wzrostu kosztu płac (+12% r/r), który był głównym składnikiem wzrostu całości kosztów. W naszej ocenie, spadek marż będzie przyczyną wolniejszego wzrostu płac i wyższej inflacji w nadchodzących kwartałach. Tempo wzrostu **nakładów inwestycyjnych** w firmach zatrudniających ponad 50 osób spowolniło do 11,3% r/r z 17% w II kw. 2019 r. Wolniejszy wzrost inwestycji jest zgodny z naszymi prognozami biorąc pod uwagę pogorszenie perspektyw gospodarczych i spadające wykorzystanie środków z UE. Oczekujemy kontynuacji spowalniania inwestycji. Zakładamy, że w III kw. 2019 łączne inwestycje w gospodarce wzrosły o 6% po 9% w II kw. 2019 r.

PiS wycofał się z pomysłu **zniesienia tzw. 30-krotności ZUS**, co może sprawić, że trudniej będzie zrównoważyć przyszłoroczny budżet. Premier Morawiecki zasugerował, że programy oszczędnościowe, m.in. zmniejszanie biurokracji, pomogą uzupełnić ten ubytek.

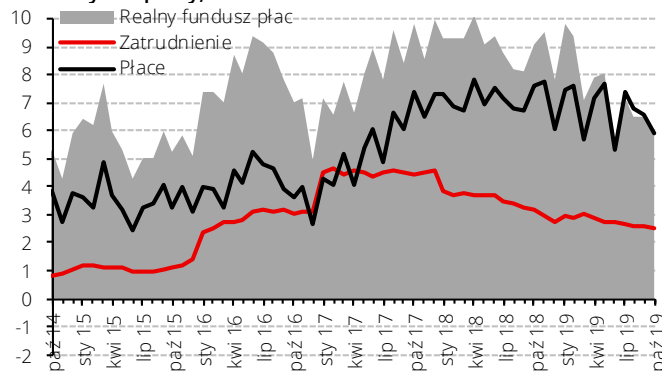
**Według minutes z ostatniego posiedzenia RPP**, w listopadzie po raz trzeci z rzędu pojawił się wniosek o obniżkę stóp i znów został odrzucony. Większość członków była zdania, że nowa projekcja PKB dobrze oddaje perspektywy gospodarki, natomiast w przypadku ścieżki CPI pojawiły się głosy, że niedoszacowuje ona skalę dalszego wzrostu inflacji, argumentując to wyraźną presją popytową w gospodarce. RPP jako całość, nadal uważa, że stabilne stopy są optymalnym rozwiązaniem.

Produkcja wyrównana sezonowo (2015=100)



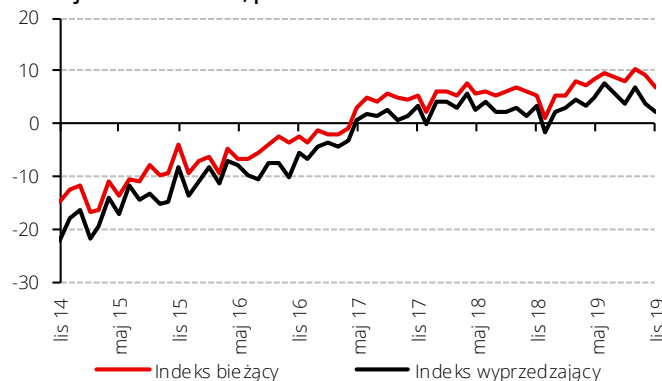
Źródło: GUS, Santander

Dane z rynku pracy, %r/r



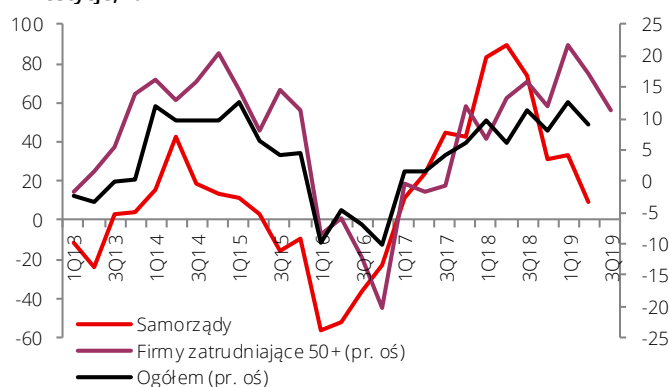
Źródło: GUS, Santander

Nastroje konsumentów, pkt



Źródło: GUS, Santander

Inwestycje, %r/r



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Mijający tydzień będzie zapewne trzecim z rzędu kiedy kurs EURPLN wzrósł. Niejednoznaczne informacje ws. postępu negocjacji handlowych ciążyły nieco nastrojowi na świecie, co razem z realizacją zysków po znacznym umocnieniu złotego w październiku pchnęło kurs EURPLN do nowego listopadowego szczytu na ok. 4,30. Krajowa waluta straciła nieco do dolara i pozostała stabilna do franka oraz funta.

W przypadku innych walut regionu, kurs EURHUF ważył się tuż poniżej swojego rekordowego maksimum na ok. 336, USDRUB był względnie stabilny nieco powyżej 63,6, a EURCZK obniżył się lekko do 25,5 z 25,6.

Bank centralny Węgier pozostawił stopy procentowe bez zmian, w tym główną na 0,90%. W ocenie banku, polityka pieniężna nadal jest luźna, a presja inflacyjna osłabia wskutek wolniejszego wzrostu za granicą. Z kolei Wojtech Benda z Banku Czech jest zdania, że tamtejsze stopy procentowe powinny zostać podniesione. Obecnie, główna stopa wynosi 2,0%. Ostatni raz bank zmienił stopy w maju.

**Stopy procentowe** Polskie IRS oraz rentowności obligacji lekko spadły w wyniku pogorszenia nastroju na świecie oraz przy utrzymujących się na mocnych poziomach Bundach i Treasuries. Krajowe IRS obniżyły się nieco mocniej niż rentowności i spread asset swap nieco się zawężił. Obie krzywe uległy spłaszczeniu.

Na aukcji zamiany, Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 4,1 mld zł. Według resortu, potrzeby pożyczkowe brutto na 2020 r. są teraz pokryte w 33% (zakładając zerowy deficyt centralny).

### Kluczowe wydarzenia

W najbliższych dniach poznamy sporo danych z USA, ale ich znaczenie dla rynku może być drugorzędne. Najbardziej wyczekiwany informacjami będą te dotyczące postępu rozmów handlowych i rynek będzie szczególnie wrażliwy na doniesienia w tej kwestii.

W Polsce, poznamy wstępny szacunek listopadowej inflacji i szczegóły wzrostu PKB w III kw. Nasza prognoza CPI jest powyżej konsensusu (2,7% wobec 2,5%).

### Wpływ na rynek

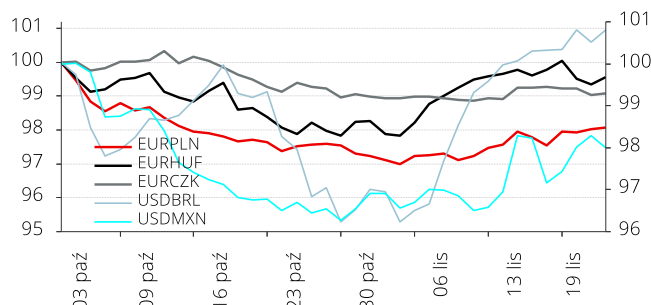
Mijający tydzień był raczej neutralny jeśli chodzi o zaskoczenia w danych i w efekcie wzrosty na giełdach zatrzymały się, a obligacje zyskały skoro nie pojawiły się nowe pozytywne sygnały z frontu wojny handlowej.

**Rynek FX** W październiku, 5 z głównych walut wschodzących zyskało do euro i 16 do dolara, a złoty był najmocniejszą z nich. Jak do tej pory w listopadzie, tylko 5 z walut, które zyskały w październiku do dolara nie jest słabszych (dwie są stabilne, trzy mocniejsze). W relacji do euro, tylko jedna waluta, która zyskała w październiku jeszcze zyskała (czeska korona). Wygląda na to, że najwyraźniej w listopadzie rynek przychylnie patrzy na waluty, które w październiku radziły sobie nieco słabiej. Kurs EURPLN rośnie od początku listopada po mocnym spadku miesiąc wcześniej i naszym zdaniem złoty nie umocni się prze koniec listopada.

**Stopa procentowa** Nie oczekujemy znaczących zmian na polskim rynku stopy procentowej w nadchodzących dniach. Gwałtowny wzrost rentowności Bunda po wstępnych listopadowych indeksach PMI był krótkotrwały i uważamy, że polskie rentowności mogą obniżyć się w kierunku poziomów obserwowanych pod koniec października (1,76% dla 5L, 2,00% dla 10L w przypadku polskich obligacji).

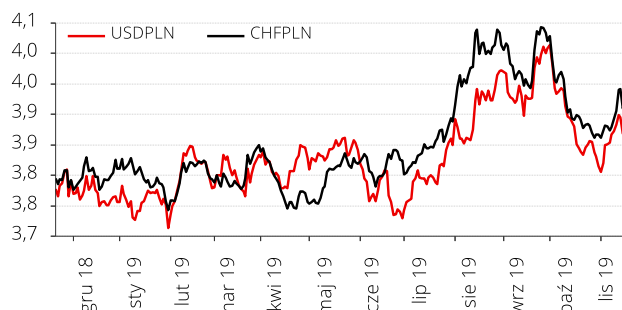
Patrząc z szerszej perspektywy, obecna fala wzrostów rentowności Bundów oraz Treasuries, która ma miejsce od początku września jest największa w trendzie spadkowym rentowności obserwowanym od 2018 roku. Może to oznaczać, że bilans sił w najbliższych tygodniach i miesiącach przesunie się w kierunku wyższych rentowności. Jednakże, obecny ruch wzrostowy jest póki co jedynie strukturą 3-falową, typową dla formacji korekcyjnych. Aby szanse na wzrosty rentowności Bunda w najbliższych tygodniach pozostały wysokie, wsparcie na poziomie wrześniowego lokalnego szczytu na ok. -0,434% nie może zostać przełamane.

### Waluty z rynków wschodzących (1 października = 100)



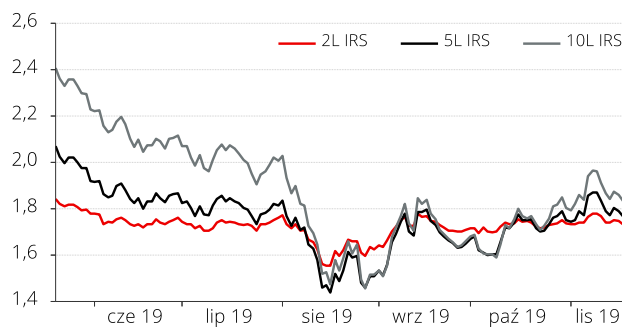
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



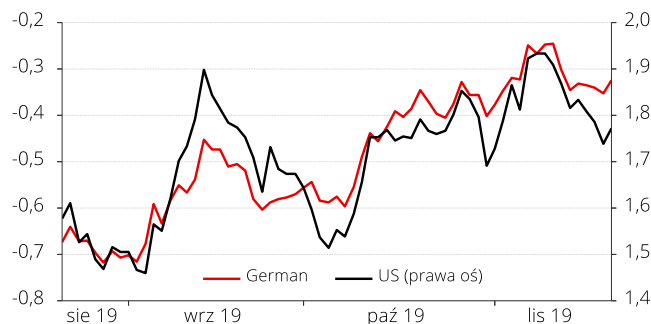
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec i USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (25 listopada)</b>							
10:00	DE	Ifo	XI	pkt	95,0	-	94,6
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Realna sprzedaż detaliczna</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>
<b>WTOREK (26 listopada)</b>							
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza M3</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,4</b>
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	XI	pkt	126,8	-	125,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	X	% m/m	0,8	-	-0,7
<b>ŚRODA (27 listopada)</b>							
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>X</b>	<b>%</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	-0,5	-	-1,2
14:30	US	PKB	III kw.	% kw./kw.	1,9	-	1,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	218	-	227
16:00	US	Wydatki osobiste	X	% m/m	0,3	-	0,2
16:00	US	Dochody osobiste	X	% m/m	0,3	-	0,3
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	0,2	-	1,5
16:00	US	Indeks cen PCE SA	X	% m/m	0,3	-	0,0
<b>CZWARTEK (28 listopada)</b>							
11:00	EZ	ESI	XI	pkt	101,0	-	100,8
14:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-0,6	-	0,1
<b>PIĄTEK (29 listopada)</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	-0,1	-	0,0
09:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	2,5	-	2,5
09:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	5,0	-	5,0
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępna inflacja</b>	<b>XI</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>III kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XI	% r/r	0,8	-	0,7
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	X	%	7,5	-	7,5

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