

# Tygodnik ekonomiczny

## Czy odbicie jest realne?

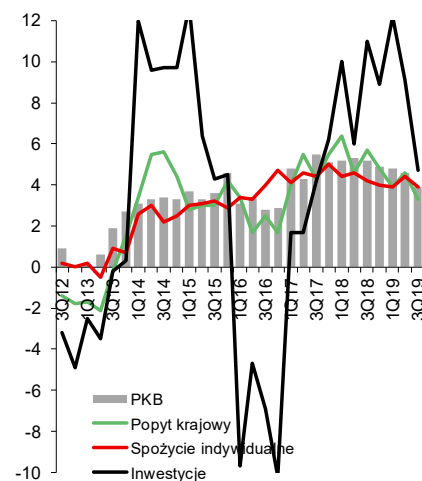
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Dane o PKB potwierdziły, że nasza gospodarka spowalnia (3,9% w III kw.), ale dramatu na razie nie ma. Co ciekawe, głównym hamulcowym na razie jest popyt krajowy (inwestycje, zapasy, konsumpcja), a nie handel zagraniczny, mimo iż winą za spowolnienie obarczamy głównie dekoniunkturę za granicą. Tendencja na kolejne kwartały wydaje się jasna: będziemy dalej zwalniać, pytanie tylko w jakim tempie. Odpowiedzi na to pytanie będziemy szukać m.in. w nowych danych nt. aktywności ekonomicznej w kraju i za granicą.
- Nowy tydzień rozpocznie się od publikacji **indeksów PMI/ISM dla przemysłu i usług** w wielu krajach. Przewidujemy, że PMI dla Polski delikatnie wzrośnie, ale pozostanie w strefie mocno poniżej 50pkt. Wstępne odczyty PMI z Europy pokazały lekką poprawę w przemyśle, co – razem z nadziejami na porozumienie handlowe USA-Chiny – pozwala rynkom na nieco więcej optymizmu dot. perspektyw światowej gospodarki. Ten optymizm mącą nieco spadki nastrojów w usługach, ale na razie na świecie przeważają lekko pozytywne nastroje i wiara, że globalne spowolnienie nie będzie się pogłębiać. W kalendarzu pojawi się sporo innych wskaźników aktywności z USA i strefy euro, m.in. sprzedaż detaliczna, produkcja, zamówienia przemysłowe. Jak zwykle ważne dla nastrojów będą piątkowe dane o **zatrudnieniu poza rolnictwem w USA**, które powinny się wyraźnie poprawić po zakończeniu strajku w zakładach GM.
- W środę **posiedzenie RPP**, które dużych emocji raczej nie wzbudzi. Nie spodziewamy się żadnej zmiany polityki, komunikat utrzymany będzie zapewne w zbliżonym tonie jak poprzednio, a prezes NBP będzie zwracał uwagę na coraz liczniejsze sygnały spowolnienia gospodarki. Tydzień temu pisaliśmy, że *kolejne rozczarowania ze strony polskiej gospodarki mogą ponownie nasilić spekulacje rynkowe nt. obniżek stóp procentowych*. I ten scenariusz zaczął się już materializować – rynek FRA dyskontuje obecnie mniej więcej jedno cięcie o 25pb. Sprzyjają temu ostatnie wypowiedzi członków RPP (Żyżyński, Kropiwnicki), sugerujących, że w Radzie może wzrosnąć poparcie dla obniżek stóp jeśli spowolnienie gospodarcze się nasili. Naszym zdaniem RPP nie obniży stóp przynajmniej do końca 2021 roku, ale zanim rynek się o tym przekona, wycena ryzyka obniżek może się jeszcze nasilić.
- Grudniowe posiedzenie decyzyjne RPP będzie **ostatnim z udziałem Jerzego Osiatyńskiego**. Jego następcę wybierze prezydent Andrzej Duda, ale na razie nie wiadomo kto nim będzie i jak to zmieni układ sił w Radzie.

### Wnioski rynkowe

- EURPLN dotarł dokładnie do środka długoterminowego zakresu 4,25-4,40, w obrębie którego się porusza od wielu lat i wydaje nam się, że trend w górę utrzyma się w najbliższym czasie. Gdyby nie fakt, że rozpoczyna się grudzień (miesiąc o silnej sezonowości w kierunku umocnienia złotego) oczekivalibyśmy osłabienia do ok. 4,40 na koniec roku. Jednak ze względu na grudniową sezonowość, w przyszłym tygodniu oczekujemy ruchu jedynie w okolice 4,34.
- Na rynku stopy procentowej nie oczekujemy znaczących zmian. Jeśli miałby nastąpić silniejszy ruch, to w ślad za rynkami bazowymi, a tam na razie nie mamy silnego przekonania co do kierunku na najbliższe dni

Wzrost PKB i jego główne komponenty, % 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

W mijającym tygodniu poznaliśmy szczegóły PKB za III kw. br., w tym informację o spowolnieniu w konsumpcji i inwestycjach. Pierwsze dane za IV kw. sugerują dalsze hamowanie, mimo że niektóre wskaźniki wyprzedzające zaczęły odbijać.

**Wzrost PKB** zszedł do 3,9% r/r w III kw. br. – bez zmian wobec wstępnego odczytu sprzed dwóch tygodni. Sprawdziły się nasze sugestie dot. możliwego wyraźnego spowolnienia **inwestycji** – wzrosły one o 4,7% r/r (najślabiej od dwóch lat) wobec 9,1% r/r w II kw. br. Ten spadek dynamiki był wg nas podyktowany głównie sytuacją w inwestycjach publicznych. **Konsumpcja prywatna** też rozczarowała spowalniając do 3,9% r/r z 4,4% w II kw. i wygląda na to, że efekt dodatkowej stymulacji fiskalnej uruchomionej przed wyborami jeszcze się nie ujawnił. Niemniej, konsumpcja pozostała głównym motorem wzrostu PKB. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach ta kategoria może jeszcze przyspieszyć, łagodząc nieco wpływ negatywnych tendencji w innych składnikach PKB. Pozytywnym zaskoczeniem był **eksport netto**, - dodał do rocznej dynamiki wzrostu aż 0,8 pkt. proc. Wzrost eksportu urósł do 5% r/r, wbrew negatywnym tendencjom w europejskich gospodarkach. Co ciekawe, przyspieszenie w eksporcie w cenach stałych dokonano się głównie za sprawą wyraźnego obniżenia deflatora, co wydaje się sugerować, że polskie firmy zwiększają udziały rynkowe za granicą w warunkach gospodarczej stagnacji u partnerów handlowych, konkurując niższymi cenami. Spodziewamy się dalszego spowolnienia krajowej gospodarki w kolejnych kwartałach, gdyż wpływ szoków zewnętrznych będzie stopniowo uwidaczniał się w krajowych inwestycjach i obrotach handlowych. Szczegółowe prognozy przedstawimy w naszym grudniowym MAKROskopie. Więcej o PKB w [komentarzu ekonomicznym](#).

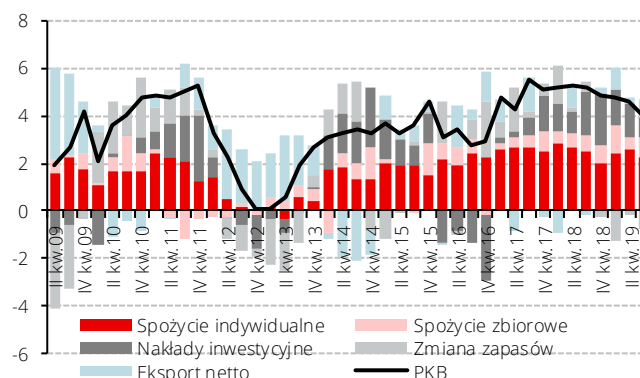
**Wstępny odczyt inflacji** pokazał 2,6% r/r w listopadzie wobec 2,5% r/r w październiku. Nieliczne detale, opublikowane przez GUS, wskazały na wzrost cen żywności (+0,3% m/m), energii (+0,2% m/m) i paliw (0,1% m/m). My spodziewaliśmy się wyższego wzrostu cen paliw (0,8% m/m) oraz żywności (0,5% m/m) i wygląda na to, że miał on miejsce głównie pod koniec miesiąca, więc nie wykluczilibyśmy rewizji finalnego odczytu do 2,7%, gdy GUS weźmie pod uwagę najświeższe dane. Szacujemy, że inflacja bazowa przyspieszyła do 2,6% z 2,4% r/r. Spodziewamy się dalszych wzrostów inflacji CPI i bazowej w kolejnych miesiącach, ze szczytem w I kw. 2020 r. Później spowolnienie gospodarcze będzie ograniczało presję na wzrost cen.

W październiku realna **sprzedaż detaliczna** wzrosła o 4,6% r/r, rynek oczekiwał 4,3% r/r. Taki wynik zmniejsza zaniepokojenie jakie mógł wywołać słaby poprzedni odczyt a jednocześnie wpisuje się w trend stopniowego spowolnienia. Patrząc na perspektywy konsumpcji, wg nas dodatkowe transfery socjalne i obniżka PIT będą przeciwwagą dla nieco słabszych danych o dochodach i słabszych nastrojów gospodarstw domowych. Więcej w [komentarzu ekonomicznym](#).

**Stopa bezrobocia rejestrowanego** spadła w październiku do 5% po raz pierwszy od transformacji a spadek m/m liczby bezrobotnych był nawet nieco większy niż w październiku ub.r. Najniżej w historii znalazło się też bezrobocie według BAEL - w III kw. wyniosło 3,1%, co oznacza, że zdołało obniżyć się w ciągu roku o 0,7 pkt. proc.

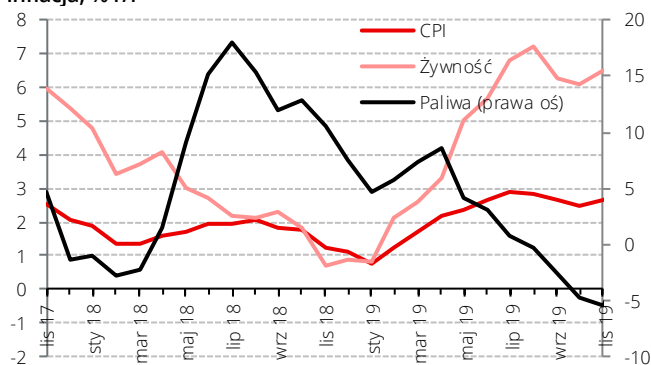
**Nowe zamówienia w przemyśle** wzrosły w październiku o 3,7% r/r a zamówienia zagraniczne 4,3% r/r. W obu przypadkach dynamika wyraźnie odbiega w dół od średnich za III kw. i za cały br. Jednocześnie oczyszczone sezonowo **wskaźniki koniunktury** dla przemysłu przetwórczego pokazały, że bieżąca ocena portfeli zamówień przez firmy jest jedną z najgorszych w ostatnich czterech latach. Doszło natomiast do wyraźnej poprawy nastrojów w usługach z zakresu gastronomii i zakwaterowania opartej na odbiciu popytu i sprzedaży. **Wskaźnik ESI** dla polskiej gospodarki poprawił się w listopadzie do 100,9 punktów z 100,2 punktów w październiku. Poprawę zanotowały subindeksy optymizmu konsumentów, w budownictwie i handlu detalicznym, podczas gdy wskaźnik dla usług pozostał bez zmian, a dla przemysłu uległ pogorszeniu.

Struktura wzrostu PKB, % r/r



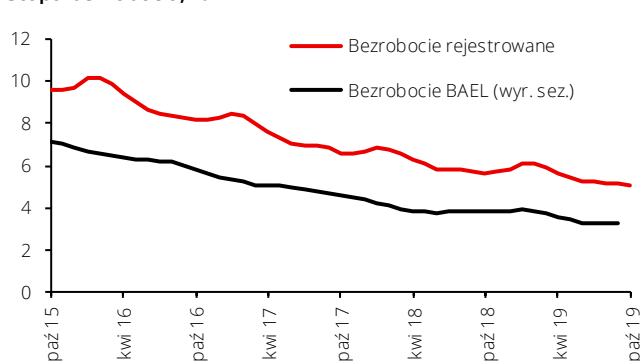
Źródło: GUS, Santander

Inflacja, % r/r



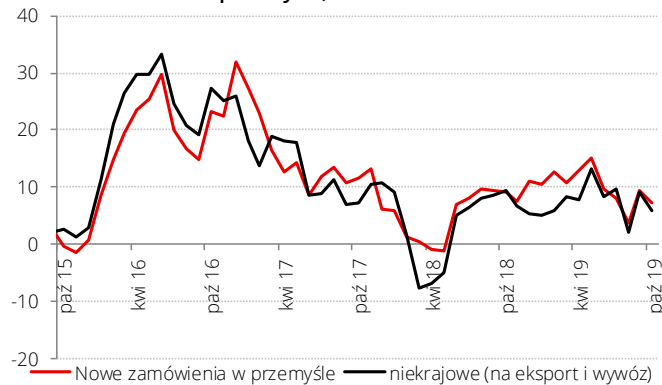
Źródło: GUS, Santander

Stopa bezrobocia, %



Źródło: GUS, Santander

Nowe zamówienia w przemyśle, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Mijający tydzień był 4-tym z rzędu tygodniem osłabiania złotego. Tym razem nie można za to winić ani globalnego sentymentu ani mocniejszego dolara – akcje radziły sobie dobrze, a indeks dolara nie zmienił się na przestrzeni tygodnia. Słabość złotego wydaje się być funkcją dwóch czynników: jednego specyficznego dla Polski, drugiego globalnego. Sąd Najwyższy uchylił wyrok Sądu Apelacyjnego w Białymstoku (sprawa przeciwko kredytobiorcy wytoczona przez bank komercyjny). Tym samym niekorzystna dla sektora bankowego możliwość (przewalutowanie kredytów po historycznych kursach) stała się w ocenie inwestorów bardziej prawdopodobna. Ponadto, utrzymują się negatywne nastroje w stosunku do walut rynków wschodzących, w szczególności krajów Ameryki Południowej.

W innych krajach regionu, poziom EURHUF nie zmienił się na przestrzeni tygodnia, ale w międzyczasie ustanowił nowy rekord na poziomie 337,21. EURCZK większość tygodnia był stabilny i również nie uległ zmianie. USDRUB z kolei wzrósł o 0,4% i to pomimo cen ropy, które delikatnie wzrosły, co sugeruje, że ok 5% aprecjacja rubla od sierpnia może być na wyczerpaniu i w najbliższych tygodniach prawdopodobne jest odbicie w górę.

**Stopy procentowe** Rentowności polskich swapów oraz stóp procentowych obniżały się w zeszłym tygodniu i nie podążyły za krzywą niemiecką, co zwyczajowo czynią – 10L spread do Bunda zawężił się o 7pb do 232pb. Rynki bazowe nie uległy zmianie w zeszłym tygodniu ze względu na święto w USA. Polska krzywa obniżyła się gdyż najświeższe dane makroekonomiczne wskazują na wzrastające prawdopodobieństwo spowolnienia tempa wzrostu, a krzywa FRA wycenia już obniżki stóp procentowych (trochę powyżej jednego cięcia o 25bp w horyzoncie 2-letnim).

### Kluczowe wydarzenia

W najbliższych dniach, poznamy kolejne dane PMI w przetwórstwie w USA, strefie euro, Niemczech oraz Polsce, a także zamówienia na dobra trwałego użytku oraz zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA. W Polsce RPP najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian na poziomie 1,50%. Rynki wciąż wyczekują istotnych informacji na temat rozmów handlowych USA-Chiny.

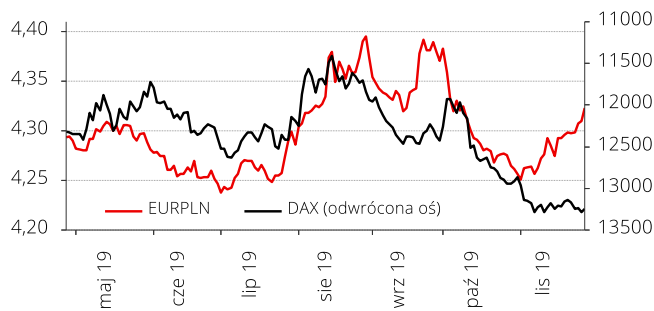
### Wpływ na rynek

Mijający tydzień był mało zmienny ze względu na święto w USA w czwartek. Akcje wzrosły tylko niewiele, a rynki bazowe stopy procentowej nie uległy zmianie.

**Rynek FX** EURPLN dotarł dokładnie do środka długoterminowego zakresu 4,25-4,40, w obrębie którego się porusza od wielu lat. Tempo wzrostu z poziomu 4,25 pod koniec października było relatywnie niskie (zmienność zrealizowana w poprzednim tygodniu tylko ok 2%) jednak ruch odbywał się konsekwentnie tylko w jednym kierunku. Brak znaczącej korekty ani nawet konsolidacji sugeruje, że prawdopodobne jest, że trend utrzyma się w najbliższym czasie i gdyby nie fakt, że rozpoczyna się grudzień (miesiąc o silnej sezonowości w kierunku umocnienia złotego) oczekivalibyśmy istotniejszego osłabienia np. do 4,40 na koniec roku. Jednak ponieważ właśnie się zaczyna grudzień, w przyszłym tygodniu oczekujemy ruchu jedynie w okolicach 4,34.

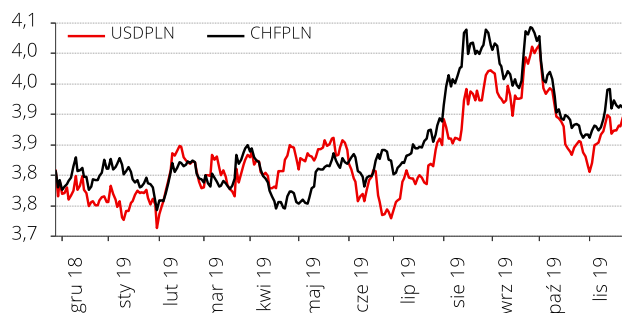
**Stopa procentowa** Nie oczekujemy znaczących zmian na polskim rynku stopy procentowej w najbliższych dniach. W przyszłym tygodniu Ministerstwo Finansów nie ma zaplanowanej aukcji obligacji. Uważamy, że zawężenie spreadu do Bunda jest prawdopodobnie nadmierne, a cięcia stóp wycenione przez rynek FRA nie zostaną zrealizowane przez NBP. Polskie rentowności będą w nadchodzącym tygodniu podążać za rentownościami na rynkach bazowych, a istotne dane (PMI, zatrudnienie w sektorze pozarolniczym itp.) mają szansę wyrwać rentowności na rynkach bazowych z obecnej konsolidacji. Rentowności polskich obligacji 10L prawdopodobnie pozostaną w okolicy 1,95%-2,00%. Gdyby jednak przełamały poziom 1,95% to następnie będą testowały poziom 1,89% (październikowe minimum).

### EURPLN i niemiecki indeks DAX



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



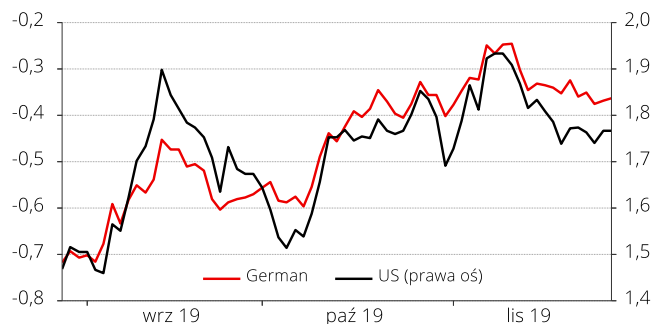
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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 (2 grudnia)</b>							
09:00	PL	PMI przemysł	XI	pkt	46,3	46,9	45,6
09:55	DE	PMI przemysł	XI	pkt	43,8		42,1
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	46,6		45,9
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	49,5		48,3
<b>ŚRODA (4 grudnia)</b>							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
02:45	CN	PMI usługi	XI	pkt	51,2		51,1
09:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	51,3		51,6
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	51,5		52,2
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	140		125
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	54,5		54,7
<b>CZWARTEK (5 grudnia)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,6		1,3
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1,2		1,2
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,0		0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	220		213
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	-0,9		0,6
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,1		-0,6
<b>PIĄTEK (6 grudnia)</b>							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	0,2		-0,6
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	6,7		9,0
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	190		128
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	3,6		3,6
16:00	US	Indeks Michigan	XII	pkt	97,0		96,8

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