

Tygodnik ekonomiczny

Cisza przed burzą?

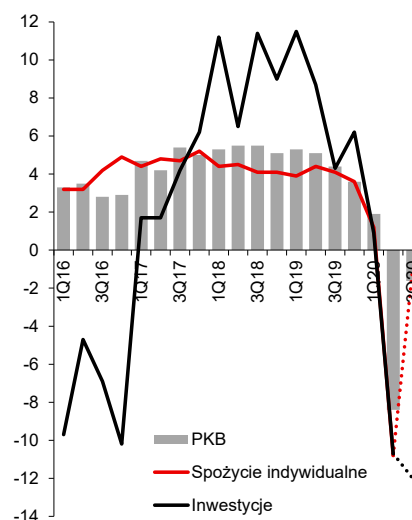
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- **Po weekendzie w kalendarzu sporo informacji gospodarczych.** W kraju poznamy m.in. dane o PKB w III kw. (poniedziałek), listopadowy PMI w przemyśle i wstępną listopadową inflację (wtorek), wynik posiedzenia RPP (środa). Za granicą też na bogato: w Europie m.in. indeksy PMI, inflacja, sprzedaż detaliczna i zamówienia przemysłowe, w USA ISM, zatrudnienie poza rolnictwem.
- **Dane o PKB** pokażą strukturę wzrostu w III kw., który, jak już wiemy z wstępnej publikacji, odbił dość wyraźnie od wiosennego dołka (+7,7% kw/kw s.a.). Prawdopodobnie największą rolę w ożywieniu odegrał popyt konsumpcyjny i poprawa salda handlu zagranicznego, mniejszą inwestycje. Jednocześnie wiadomo, że poprawa w III kw. była nietrwała i nowa fala pandemii spycha gospodarkę w drugi dołek recesji w IV kw, a I kw. 2021 też raczej będzie osłabiony. Dopiero w dalszej części przyszłego roku (bliżej momentu kiedy szczepienia staną się powszechnie dostępne) spodziewamy się silniejszego i trwalszego ożywienia gospodarczego.
- **PMI w przetwórstwie** zapewne lekko się obniży (podobnie jak inne indeksy koniunktury pod wpływem drugiej fali pandemii) ale naszym zdaniem niewiele, pozostając powyżej neutralnej granicy 50 pkt. Mocnym wsparciem dla polskiego przemysłu jest wciąż dobra sytuacja w przemyśle niemieckim.
- **Inflacja CPI** obniży się wg naszej prognozy do 3,0% w listopadzie, m.in. za sprawą przyspieszonych/rozszerzonych promocji. W kolejnych miesiącach spodziewamy się jej dalszego spadku, poniżej 2% w 2021.
- **Posiedzenie RPP** nie przyniesie nic nowego. W komunikatach i wypowiedziach członków Rady widać dominujące przekonanie, że najlepsza strategia to stabilizacja stóp procentowych przez dłuższy czas, przynajmniej do końca kadencji.
- W tle tykająca bomba w postaci **sporu o budżet UE**. Z jednej strony Niemcy sugerowali niedawno, że niebawem możliwy kompromis. Z drugiej: Polska i Węgry sformowały wspólny front i zaostryły stanowisko negocjacyjne (premier Morawiecki mówi, że weto budżetu UE jest „wariantem bazowym”), a KE sugeruje, że oba kraje mogą się odwołać do TSUE, a rezygnacja z zapisów o praworządności jest mało realna. Wciąż pozostaje wierzyć, że na końcu pojawi się jakieś porozumienie, które uchroni nas przed utratą ogromnych funduszy UE, ale coraz mniej prawdopodobne, że nastąpi to już na najbliższym szczycie Rady Europejskiej (10 grudnia).

Wnioski rynkowe:

- Po kilku dniach wyjątkowo małej zmienności **EURPLN** i braku przełamania istotnego wsparcia, w piątek zaczęła się korekta, która naszym zdaniem przeciągnie się na kolejny tydzień. Oprócz kwestii technicznych sprzyja temu końcówka impulsu aprecjacyjnego na rynkach EM. Osłabienie złotego w piątek sugeruje, że polskim aktywom nie będzie sprzyjało możliwe dalsze podgrzewanie atmosfery przed szczytem RE, choć trudno oczekiwać, aby przed informacjami dotyczącymi konkluzji szczytu doszło do znaczących ruchów.
- **Rentowności obligacji** mogą pozostać w lekko wzrostowym trendzie, któremu sprzyja m.in. globalny optymizm związany ze szczepionką.

Wzrost PKB i głównych składowych, % 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
 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 ostatnim tygodniu poznaliśmy szczegóły nowej tury pomocy dla firm w związku z epidemią oraz dane o sprzedaży detalicznej, produkcji budowlanej, wynikach firm, M3 oraz rynku pracy.

Premier Mateusz Morawiecki zapowiedział **nową odsłonę Tarczy Finansowej** w odpowiedzi na drugą falę epidemii. W pakiecie dostępne będą pożyczki z PFR. W odróżnieniu od pierwszej Tarczy, pomoc dotyczy tylko wskazanych branż (głównie zakwaterowanie i gastronomia, rekreacja i kultura). Mikrofirmy dostaną do dyspozycji do 3 mld zł pod warunkiem spadku przychodów o 30%, a umorzenie tej pożyczki wciąż wymaga utrzymania zatrudnienia przez 12 miesięcy. Środki dla MŚP to do 7 mld zł – na pokrycie 70% strat brutto za okres listopad 2020 – kwiecień 2021. Wciąż możliwe jest pełne umorzenie pomocy z pierwszej Tarczy Finansowej, po roku od jej otrzymania (wcześniej: do 75%). Duże firmy miałyby dostać do 25 mld zł w tych samych instrumentach co w pierwszej Tarczy. Rządowy plan bazuje w dużym stopniu na wykorzystaniu środków niewykorzystanych w ramach pierwszej Tarczy.

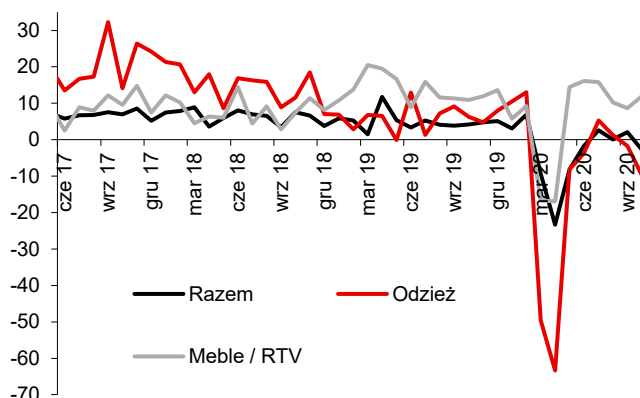
W III kw. **stopa bezrobocia BAEL** wzrosła do 3,4% z 3,1% w II kw., a stopa zatrudnienia do 55,0% z 53,8%. Stopa aktywności zawodowej wzrosła do 56,9% z 55,5%, wróciwszy do poziomów bliskich zeszłemu roku (56,7% w III kw. 2020). Brak wzrostu stopy bezrobocia podczas kryzysu to częściowo pochodna stosowanej metodologii – bezrobotnym jest tylko osoba aktywnie poszukująca pracy, a ten warunek trudno było spełnić podczas zamknięcia gospodarki. Normalizacja sytuacji na rynku pracy skutkowałą zatem wzrostem i zatrudnienia, i bezrobocia. Niemniej, 124 tys. biernych zawodowo wskazało, że wciąż nie poszukiwało pracy w związku z pandemią. Normalizacja obejmowała też inne aspekty – spadek liczby osób nie wykonujących pracy mimo zatrudnienia, pracujących krócej i pracujących z domu. Ponowne wzmoczenie restrykcji w IV kw. 2020 spowoduje zapewne odwrócenie tych trendów.

Październikowa sprzedaż detaliczna spadła o 2,3% r/r, nieco mocniej niż oczekiwano (my: -0,6% r/r, rynek: -0,7% r/r) i wobec +2,5% r/r we wrześniu. Spowolnienie było powszechnie oczekiwane w obliczu zaostrzenia restrykcji epidemicznych w październiku. W związku z tym w listopadzie bardzo prawdopodobny jest dalszy spadek dynamiki sprzedaży. **Wyniki firm zatrudniających 50** i więcej osób poprawiły się w III kw. 2020 r., głównie dzięki cięciu kosztów i pomimo spadających przychodów, podczas gdy inwestycje się nieco poprawiły w porównaniu do II kw. 2020, co jednak wynikało z odbicia w niewielkiej liczbie branż. **Produkcja budowlana** spadła w październiku nieco mocniej od oczekiwań (-5,9% r/r), ale wyraźnie mniej niż we wrześniu (-9,8% r/r). Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

W październiku podaż pieniądza M3 wzrosła o 17,0% r/r, bez zmian w porównaniu do września. Ilość gotówki w obiegu wzrosła o 34,8% r/r z 31,7% r/r. W ujęciu miesięcznym ilość gotówki wzrosła o 7,9 mld zł i był to najmocniejszy wzrost dla października od 2008 r. Prawdopodobnie jest to skutek ponownego wprowadzenia ograniczeń epidemicznych w październiku, przy czym efekt był wielokrotnie słabszy niż w marcu (wtedy wzrost o 26,3 mld zł w skali miesiąca). Wzrost depozytów nieco zwolnił, do 14,4% r/r z 14,8% r/r, przy czym wolniej rosły depozyty firm i niemonetarnych instytucji finansowych. Wartość kredytów obniżyła się o 0,4% r/r (po oczyszczeniu z efektów kursowych) wobec spadku o 0,2% r/r we wrześniu.

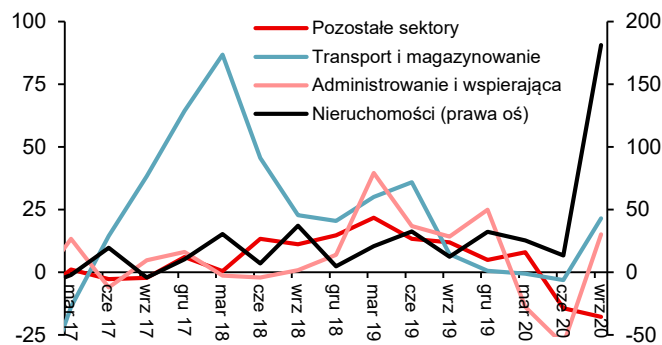
Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że w IV kw. sytuacja gospodarcza jest trudna, zwłaszcza dla niektórych branż. W jego oceni, wzrosło ryzyko spadku inflacji poniżej celu w kolejnych latach. **Rafał Sura** i **Eryk Łon** podtrzymali swoje wcześniejsze wypowiedzi, że stopy powinny pozostać stabilne, a **Kamil Zubelewicz** stwierdził, że nie można wykluczyć obniżek stóp, bo CPI będzie niski w 2021 r.

Sprzedaż detaliczna, % r/r



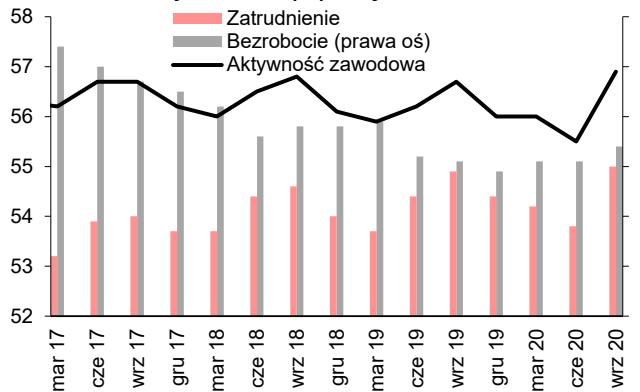
Źródło: GUS, Santander

Inwestycje w firmach 50+ wg sektorów, % r/r



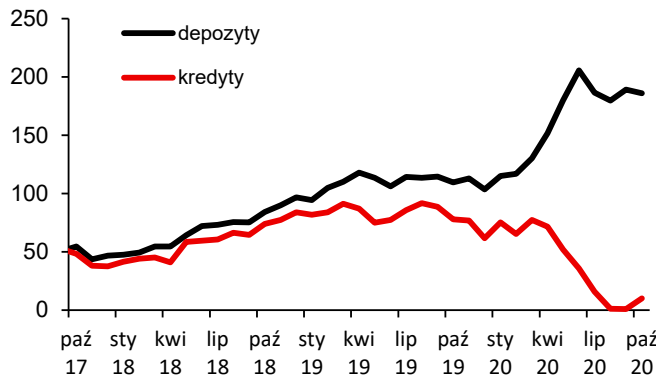
Source: GUS, Santander

Dane BAEL o aktywności, % populacji w wieku 15-64



Źródło: GUS, Santander

Kredyty i depozyty, zmiana r/r w mld zł



Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN był bardzo stabilny w wąskim przedziale 4,46-4,48 przez większą część mijającego tygodnia i dopiero w piątek wzrósł do 4,49. Tygodniowy zakres wahań był najmniejszy od połowy września. Kurs USDPLN nie był dużo bardziej zmienny i wahał się wokół 3,76 z lekką tendencją spadkową dzięki rosnącemu EURUSD.

W przypadku innych walut CEE, korona zyskała na początku tygodnia w wyniku obniżki podatków przegłosowanej w Czechach. EURCZK spadł do 26,1, najniżej od sierpnia i tam ustabilizował się. EURHUF wahał się blisko 361, a tygodniowy zakres wahań był największy od połowy sierpnia. USDRUB zakończy zapewne tydzień blisko poziomu z poprzedniego piątku, co trudno uznać za sukces biorąc pod uwagę wzrost EURUSD o 0,6% i odbicie ceny ropy Brent o 6%.

Stopy procentowe Rentowności obligacji lekko wzrosły, a IRS zostały na podwyższonym poziomie osiągniętym po pierwszych informacjach o szczepionce z początku listopada. W efekcie 10-letni spread asset swap nieco odbił po tym jak w poprzednim tygodniu spadł do swojego wieloletniego minimum na ok. 10 pb. Obie krzywe nieco się wystromiły. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy wzrósł o 7 pb do 184 pb, bowiem Bund poruszał się w trendzie bocznym.

Na aukcji zamiany Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 3,75 mld zł (najwięcej PS0425: 1,6 mld zł), a odkupiło za 3,7 mld zł (najwięcej PS0721: 1,2 mld zł). Resort podał, że po aukcji zamiany przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe są pokryte w ok. 13%.

Kluczowymi czynnikami dla rynku w nadchodzących dniach mogą być dane z USA, w tym głównie listopadowe indeksy ISM i miesięczny raport z rynku pracy. Wstępny PMI dla amerykańskiego przemysłu wzrósł dość wyraźnie, podczas gdy konsensus dla ISM wskazuje na lekkie spadek. Rynek oczekuje dalszej normalizacji miesięcznej liczby nowych etatów poza rolnictwem.

W Polsce poznamy listopadowe wstępny CPI i PMI oraz finalny PKB za III kw. ze strukturą. Zakładamy, że inflacja jeszcze nieco się obniżyła (do 3%), a dynamika wzrostu gospodarczego nie powinna różnić się istotnie od wstępnego szacunku. Krajowe odczyty, podobnie jak decyzja RPP, powinny więc być neutralne dla rynku.

Za kulisami dalej toczyć się będą rozmowy ws. budżetu UE.

Wpływ na rynek

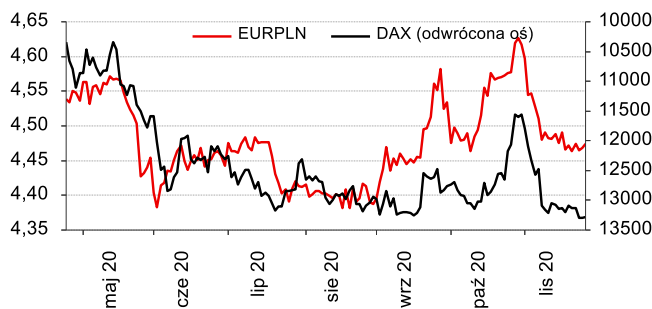
Rynek FX Oczekujemy realizacji zysków ze spadku EURPLN jaki miał miejsce w pierwszej połowie listopada. Kursowi nie udało się przebić strefy wsparcia, a spadek zmienności to dla walut z rynków wschodzących często zapowiedź nadchodzącego osłabienia. Warto zauważyć, że w mijającym tygodniu rubel nie skorzystał z osłabienia dolara i wzrostu cen ropy.

Jak do tej pory nie było mocnej reakcji złotego (i forinta) na weto Polski i Węgier ws. uzależnienia wypłat z budżetu UE od praworządności, ale ponieważ kolejny szczyt poświęcony tej sprawie zbliża się (10 grudnia), rynek może zacząć wyceniać rosnące ryzyko, że porozumienia nie da się osiągnąć.

Stopy procentowe Sądzymy, że rentowności obligacji mogą utrzymać się w powolnym trendzie wzrostowym. W poprzednim tygodniu 10-letni spread asset swap osiągnął swoje wieloletnie minimum na ok. 10 pb i w ostatnich dniach odbił do 16 pb. Uważamy, że trend ten może być kontynuowany w najbliższej przyszłości. Może to częściowo wynikać z wyceniania przez rynek, że rozmowy ws. unijnego budżetu nie będą miały szczęśliwego zakończenia. Ostatnie rozszerzenie spreadu do Bunda może być kolejną oznaką, że rynek jest bardziej ostrożny przed rozmowami polityków.

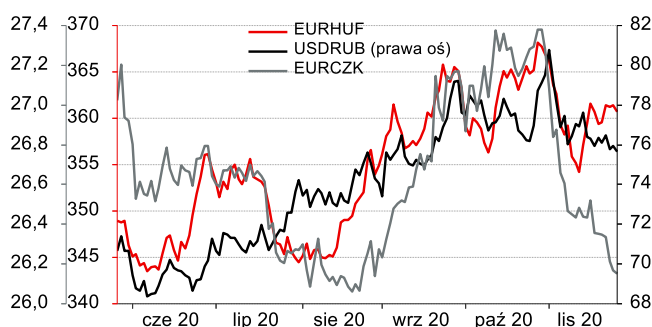
Dodatkowo ogłoszenie nowej tarczy antykrzysowej może skutkować większymi emisjami obligacji PFR, które mają wyższą rentowność niż krajowy dług.

EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



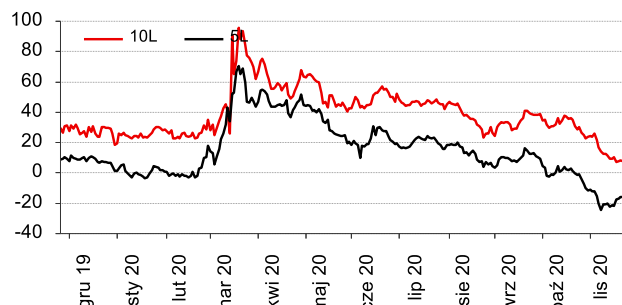
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, USDRUB i EURHUF



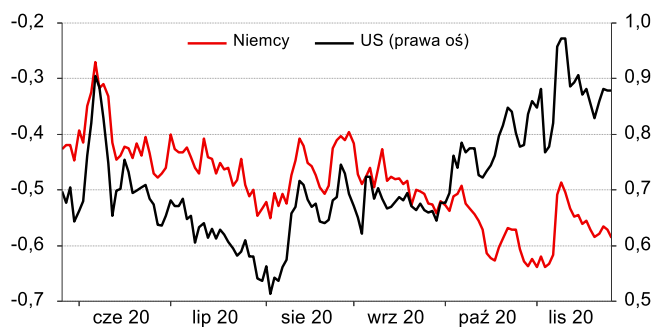
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Polskie spready asset swap (pb)



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	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (30 listopada)							
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	-1,6	-1,6	-8,4
14:00	DE	Inflacja HICP	XI	% m/m	-0,6	-	0,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	X	% m/m	1,0	-	-2,2
WTOREK (1 grudnia)							
9:00	CZ	PKB	III kw.	% r/r	-5,8	-	-5,8
9:00	PL	PMI przemysł	XI	pkt	50,9	50,4	50,8
9:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	-	-	-4,6
9:55	DE	PMI przemysł	XI	pkt	57,9	-	58,2
10:00	EZ	PMI przemysł	XI	pkt	53,6	-	54,8
10:00	PL	Wstępna inflacja	XI	% r/r	3,1	3,0	3,1
11:00	EZ	Wstępny HICP	XI	% r/r	-0,2	-	-0,3
16:00	US	ISM przemysł	XI	pkt	58,0	-	59,3
ŚRODA (2 grudnia)							
	PL	Decyzja RPP		%	0,1	0,1	0,1
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	X	%	8,5	-	8,3
14:15	US	Raport ADP	XI	tys.	500	-	364
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
CZWARTEK (3 grudnia)							
2:45	CN	PMI usługi	XI	pkt	56,4	-	56,8
9:55	DE	PMI usługi	XI	pkt	46,2	-	49,5
10:00	EZ	PMI usługi	XI	pkt	41,3	-	46,9
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0,5	-	-2,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	778
16:00	US	ISM usługi	XI	pkt	56,0	-	56,6
PIĄTEK (4 grudnia)							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	2,0	-	0,5
9:00	HU	Produkcja przemysłowa	X	% r/r	-2,0	-	-2,2
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XI	tys.	520	-	638
14:30	US	Stopa bezrobocia	XI	%	6,8	-	6,9
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	X	% m/m	0,8	-	1,3
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	X	% m/m	0,8	-	1,1

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