

## Tygodnik ekonomiczny

### Wzrost PKB znowu przyhamuje

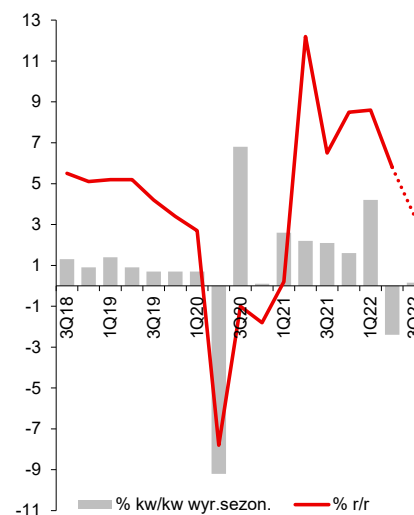
#### Co w gospodarce:

- Prezes NBP powiedział na dzisiejszej konferencji prasowej, że decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych w zawieszeniu jest w pełni świadomym wyborem scenariusza, w którym powrót inflacji do celu powinien być stopniowy, a nie gwałtowny, gdyż ten ostatni mógłby wywołać znaczne koszty społeczne i gospodarcze. RPP zdaje sobie sprawę, że w najbliższych miesiącach inflacja może dalej rosnąć, ale od marca oczekuje rozpoczęcia trendu spadkowego, który sprowadzi inflację do celu w 2025 r. W ocenie RPP obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni. Jednak cykl zacieśniania został zawieszony, a nie zakończony, a kolejne decyzje w polityce pieniężnej będą zależały od napływających informacji. Podsumowując, bank centralny wyraźnie sygnalizuje, że na razie kończy z podwyżkami stóp, ale jednocześnie nie zamyka drzwi do wznowienia cyklu, jeśli scenariusz zmieni się istotnie w stosunku do obecnych oczekiwań. Sądymy, że **stopy procentowe pozostaną bez zmian co najmniej do marca**. Nie wykluczamy dodatkowych +50 pb w marcu-kwietniu (w jednym lub dwóch krokach) w scenariuszu, gdyby inflacja skoczyła powyżej 20% lub złoty istotnie się osłabiał. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza wydaje się jednak maleć, zwłaszcza jeśli inflacja za granicę przestanie zaskakiwać na plus.
- Po weekendzie w krajowym kalendarzu publikacja nowego raportu o inflacji i wrześniowy bilans płatniczy (poniedziałek), wstępny PKB za III kw. i finalna inflacja październikowa (wtorek), inflacja bazowa (środa). Za granicą również sporo krajów będzie publikowało dane o PKB i inflacji, a także produkcji przemysłowej.
- Nasza prognoza wskazuje na **lekkie zawężenie deficytu obrotów bieżących** (do -2,9 mld €) przy stabilnej, choć nadal wysokiej dynamice eksportu i importu. Jeśli dane nie sprawią dużej niespodzianki, nie powinny istotnie odbić się na kursie walutowym.
- Szczegółowe dane o inflacji też raczej nie będą dla rynku informacją przełomową, o ile wstępny odczyt 17,9% nie zostanie zrewidowany – **kolejny wzrost CPI, za którym stała inflacja bazowa nieco ponad 11% r/r**, a który nie wywołał reakcji RPP, jest już, jak się wydaje, w cenach.
- Kluczową publikacją w kraju będzie wzrost PKB. Szacujemy, że po wyraźnym spadku odsezonowanego PKB w II kwartale (-2,4% kw/kw - najgorszy wynik w UE), **III kwartał przyniósł lekkie odbicie w górę (+0,2% kw/kw), co oznacza wyhamowanie rocznej dynamiki PKB do ok. 3,5% r/r**. Oznaczałoby to na razie brak technicznej recesji (dwóch kwartałów z rzędu spadków poziomu PKB), nie negując jednak oczekiwanego przez nas scenariusza, w którym kulminacja dekonunktury dopiero przed nami, na początku przyszłego roku (w I kw. 2023 roczna dynamika PKB wyraźnie poniżej zera). W kilku krajach UE, dla których pojawiły się już wstępne odczyty za III kwartał, również dominowały niewielkie wzrosty kw/kw (wyjątkiem Czechy i Austria). Konsensus w ankiecie Parkietu (który powstał przed rewizją danych historycznych) wskazywał na wzrost 3% r/r. Gdyby odczyt PKB okazał się rozczarowaniem, byłby wzmocnieniem argumentów RPP za zakończeniem cyklu podwyżek stóp (i odwrotnie – mocniejszy wzrost to potencjalnie większa trudność z wygaszeniem inflacji).

#### Co na rynkach:

- Pozostawienie stóp procentowych bez zmian przez RPP dało impuls do zejścia w dół i wystromienia krzywych obligacyjnej i swapowej oraz zatamania na rynku FRA. Ten ruch jeszcze się wzmocnił po zaskoczeniu niższą od prognoz inflacją w USA. Docelowa stopa NBP wyceniana przez rynek przesunęła się z ok. 8% na początku tygodnia do ok. 7%. Rentowności obligacji wykonały już duży ruch w dół, ale to może jeszcze nie być koniec i **po weekendzie widzimy jeszcze przestrzeń do zjazdu 10L do 7%, a 2L nawet niżej**.
- Złoty umocnił się na początku tygodnia, a potem osłabł w antycypacji, a potem reakcji na decyzję RPP. Jednak to osłabienie było raczej niewielkie – EURPLN miał problem z przebicciem 4,72 nawet pomimo umocnienia dolara. Z drugiej strony, skokowy wzrost EURUSD i poprawa nastrojów na rynkach globalnych dziś po południu, po publikacji niższej od prognoz inflacji w USA, nie wsparły naszej waluty. W kolejnym tygodniu zakładamy, że **EURPLN może oscylować wokół 4,69**. Lepsze nastroje globalne związane ze zmniejszeniem obaw o inflację w USA mogą być neutralizowane mniejszymi oczekiwaniami podwyżek stóp przez RPP. Na zachowanie złotego mogą wpływać informacje w sprawie prób porozumienia rządu z KE w sprawie odblokowania KPO. W środę wizyta ministra ds. europejskich w Brukseli nie przyniosła wymiernych efektów, ale **rozmowy są kontynuowane**, więc kwestia jest otwarta.

#### Wzrost PKB w Polsce

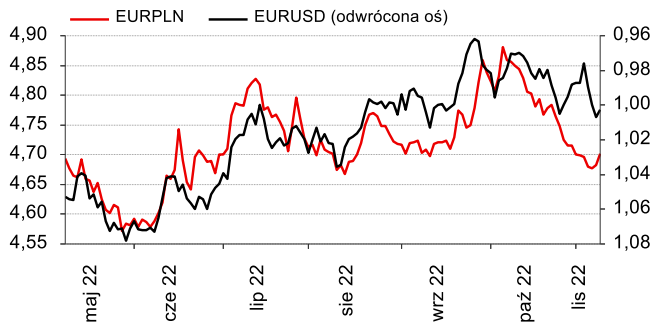


Źródło: GUS, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

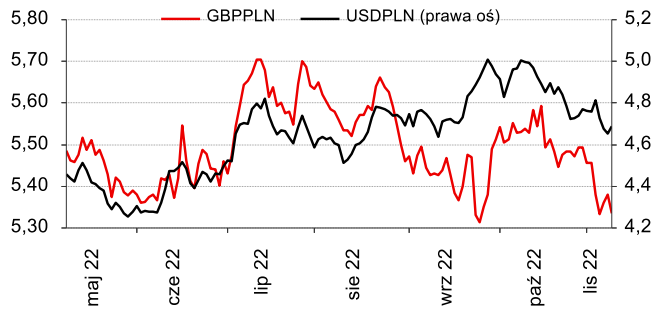
aI. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
**Piotr Bielski** 691 393 119  
**Jarosław Kosaty** 887 842 480  
**Marcin Luzziński** 510 027 662  
**Grzegorz Ogonek** 609 224 857

### EURPLN i EURUSD



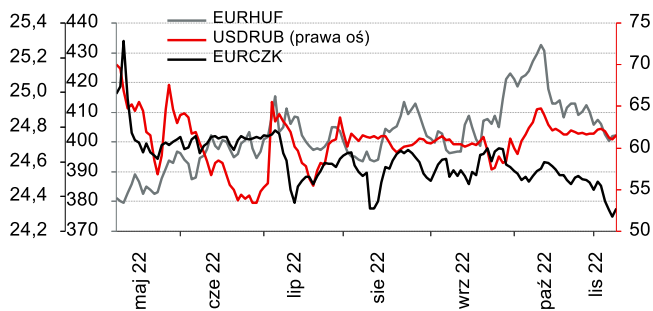
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### GBPPLN i USDPLN



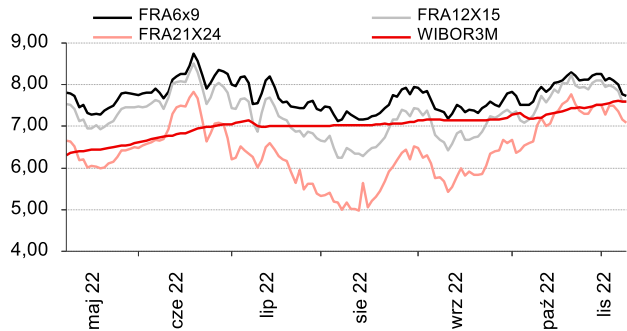
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK, EURHUF i USDRUB



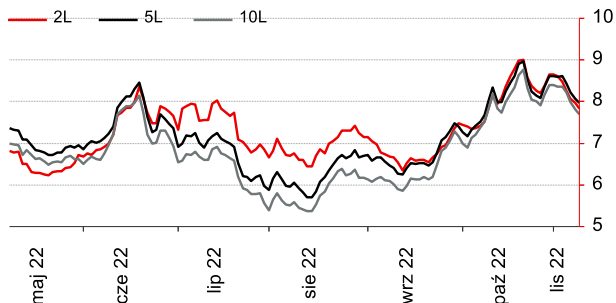
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN FRA i WIBOR3M



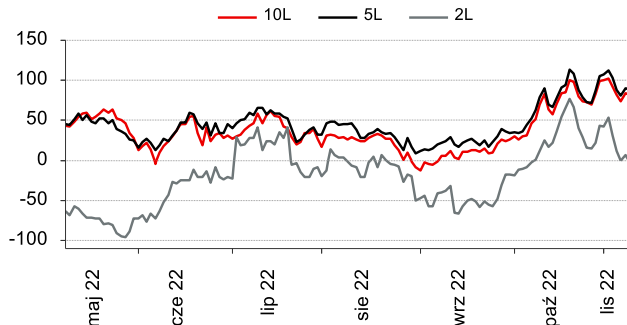
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich obligacji



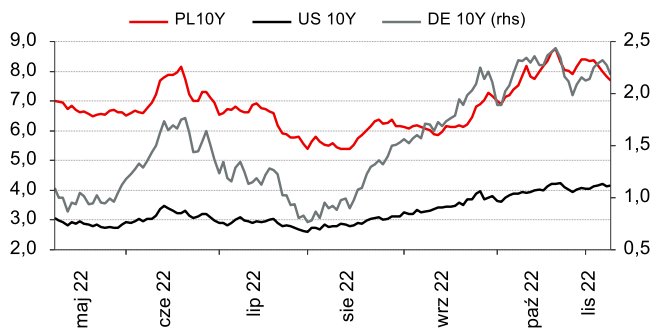
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap



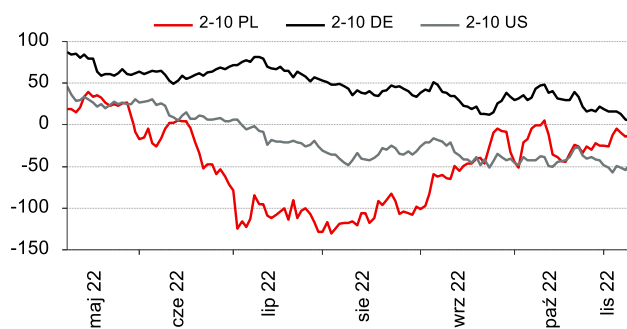
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności 10-letnich obligacji



Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Nachylenie krzywych dochodowości



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PIĄTEK (11 listopada)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Święto</b>					
08:00	DE	Inflacja HICP	X	% m/m	1.1	-	2.2
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	59.5	-	59.9
<b>PONIEDZIAŁEK (14 listopada)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-	-	1.5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	IX	mln €	-2929.0	-2915.0	-3967
14:00	PL	Bilans handlowy	IX	mln €	-1921.0	-2135.0	-2927
14:00	PL	Eksport	IX	mln €	27746.0	27422.0	25358
14:00	PL	Import	IX	mln €	29667.0	29557.0	28285
<b>WTOREK (15 listopada)</b>							
09:00	HU	PKB	III kw.	% r/r	-	-	6.5
10:00	PL	Inflacja	X	% r/r	17.9	17.9	17.2
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	3.0	3.5	5.8
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	-	-	2.1
11:00	DE	ZEW	XI	pkt	-	-	-72.2
<b>ŚRODA (16 listopada)</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	X	% r/r	11.2	11.1	10.7
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	X	% m/m	0.9	-	0.0
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	X	% m/m	0.0	-	0.4
<b>CZWARTEK (17 listopada)</b>							
11:00	EZ	HICP	X	% r/r	9.9	-	10.7
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	X	% m/m	-1.0	-	-8.1
<b>PIĄTEK (18 listopada)</b>							
16:00	US	Sprzedaż domów	X	% m/m	-7.0	-	-1.5

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

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