

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 grudnia 2019

## Negocjacje handlowe USA – Chiny bez przełomu. Oczekiwana seria danych z gospodarki globalnej.

W minionym tygodniu kontynuowane były negocjacje handlowe USA-Chiny, bez oznak rychłego pozytywnego finału. Pomimo to na globalnym rynku finansowym panowały nieco lepsze nastroje, po wcześniejszym słabszym tygodniu.

Opublikowane w minionym tygodniu dane z USA wskazały na stopniowo słabnący popyt konsumpcyjny, przy lepszych danych nt. zamówień na dobra trwałe, wskazujących z kolei na potencjał do stabilizacji sytuacji przedsiębiorstw i inwestycji.

Na rynku krajowym publikacja pełnych danych nt. PKB za III kw. 2019 r. potwierdziła obniżenie wzrostu do 3,9% r/r, za sprawą ostabienia popytu krajowego.

W nadchodzącym tygodniu informacje dot. wyników negocjacji handlowych USA-Chiny będą nadal kluczowe dla rynków. Niemniej, przy coraz powszechniejszych głosach, że negocjacje mogą przeciągnąć się do stycznia nowego roku, w krótkim okresie istotniejsze będą informacje dot. planów USA co do ostatecznego wprowadzenia w życie kolejnej transzy podwyżek ceł na towary importowane z Chin, planowanej na 15 grudnia.

Jednocześnie bardzo istotna dla rynków będzie seria publikacji danych dot. gospodarki USA (indeksy koniunktury ISM, dane z rynku pracy), strefy euro (zamówienia z przemysłu niemieckiego) oraz Chin (wskaźniki koniunktury PMI). Na tej podstawie rynki ocenią w jakim stanie znajduje się gospodarka globalna, czy dotychczasowe nieśmiałe oznaki stabilizacji koniunktury zostaną potwierdzone.

Na rynku krajowym zaplanowane jest posiedzenie RPP, niemniej trudno oczekiwać, by wpłynęło ono na notowania krajowych aktywów finansowych.

### Negocjacje handlowe USA-Chiny trwają...

- W minionym tygodniu kontynuowane były negocjacje handlowe między USA i Chinami, lecz nie napłynęły żadne informacje wskazujące na potencjalny termin finalizacji umowy. Z początkiem minionego tygodnia odbyły się rozmowy telefoniczne strony amerykańskiej i chińskiej. Wicepremier Chin Liu He, przedstawiciel handlowy USA Robert Lighthizer i sekretarz skarbu Steven Mnuchin omówili najważniejsze sporne kwestie i wg doniesień medialnych zgodzili się na dalsze negocjacje w sprawie umowy handlowej tzw. „I fazy”.
- Jednocześnie podpisanie przez prezydenta Trumpa w połowie tygodnia ustawy o poparciu dla prodemokratycznych demonstrantów w Hongkongu spotkało się z negatywną retoryką władz chińskich. Niemniej nie poszły za tym ostrzejsze działania, np. zawieszenie / zerwanie negocjacji, co można traktować jako sygnał, że stronie chińskiej zależy na zawarciu umowy handlowej. W minionym tygodniu pojawiły się kolejne spekulacje, że umowa może nie zostać zawarta przed końcem tego roku, a jej podpisanie może nastąpić w styczniu nowego roku, np. podczas Forum w Davos.

### ...pomimo braku przełomu globalne rynki w nieco lepszych nastrojach

- Miniony tydzień przyniósł lekką poprawę nastrojów rynkowych, z umiarkowanym wzrostem notowań indeksów akcji w skali tygodnia, po spadkach notowanych w

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa**  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

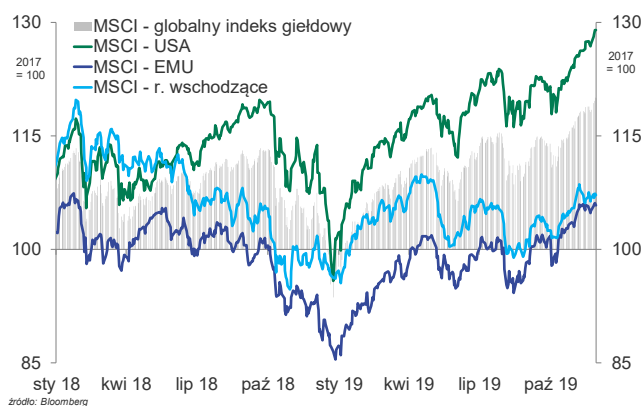
poprzednim tygodniu. Skala zmian cen była jednak ograniczona, a pod koniec tygodnia aktywność rynkowa była generalnie słaba w związku z Świętem Dziękczynienia w USA.

- Globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł w skali tygodnia o 0,9%, przy wzroście indeksów w USA o 1,0%, a w strefie euro o 0,5%. Z kolei na rynkach wschodzących odnotowano spadek indeksu MSCI EM o 0,6%.
- Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych na rynkach bazowych stabilizowały się nieco poniżej 1,80% w USA oraz w okolicach 0,35% w Niemczech. W skali tygodnia lekko zyskiwał na wartości dolar, przy stabilizacji euro (w ujęciu nominalnego efektywnego kursu), w efekcie kurs euro wobec dolara zbliżył się na koniec tygodnia do poziomu 1,10 USD/EUR.
- W przypadku krajowego rynku lekka poprawa nastrojów globalnych sprzyjała rynkowi obligacji, na którym nastąpiło zawężenie spreadu między rentownościami obligacji krajowych i tych na rynkach bazowych. W skali tygodnia rentowności 10-letnich obligacji złotych obniżyły się o 5 pkt. baz. nieco poniżej 2,0%.
- Z kolei nieco lepsza sytuacja na globalnym rynku nie wsparła krajowego rynku akcji i kursu złotego, gdyż silniej negatywnie zaważył czynnik krajowy – uchylene przez Sąd Najwyższy wyroku Sądu Apelacyjnego w Białymstoku w sprawie z powództwa banku przeciwko kredytobiorcy i przekazanie jej do ponownego rozpoznania, głównie ze względu na konieczność uwzględnienia dotychczasowego orzecznictwa, w tym orzeczeń TSUE ws. kredytów denominowanych w walutach obcych. Decyzja ta „przypomniała” rynkom o kwestii kredytów walutowych, co negatywnie wpłynęło na notowania akcji banków i kurs złotego.
- W efekcie w skali tygodnia WIG obniżył się o 0,6%, przy spadku o ponad 3,5% indeksu WIG Banki. Jednocześnie lekko na wartości stracił złoty – w skali tygodnia osłabił się o 0,3% w ujęciu kursu efektywnego – powyżej poziomu 4,31 PLN/EUR oraz do 3,93 PLN/CHF.

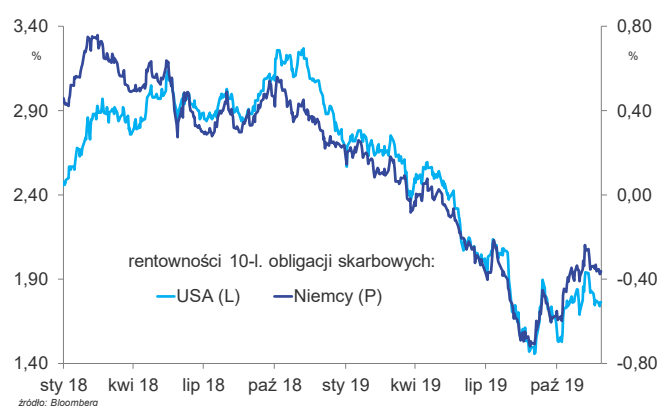
## Mieszane publikacje nt. gospodarki USA

- Opublikowane w minionym tygodniu dane nt. PKB w USA w III kw. przyniosły korektę w górę wzrostu PKB do 2,1% kw/kw w ujęciu zannualizowanym. Źródłem tej korekty było przede wszystkim podwyższenie kontrybucji zapasów we wzrost PKB, czyli nietrwalej i zmiennej składowej PKB.

Lekka popraw nastrojów na rynkach akcji...



...stabilizacja rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

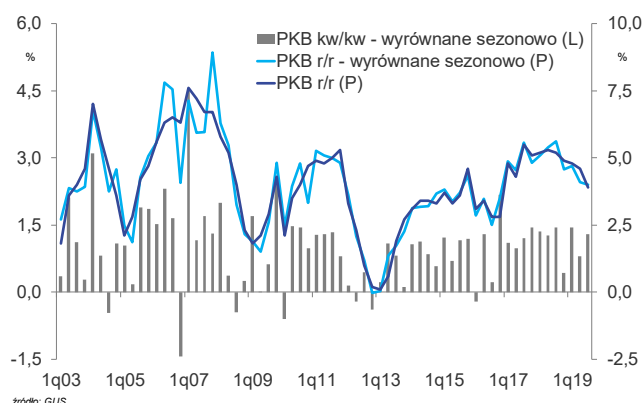


- Jednocześnie pierwsze miesięczne dane za IV kw. wskazują na mieszane sygnały z gospodarki USA. Z jednej strony październikowy wzrost zamówień na dobra trwałe (0,6% m/m) okazał się wyższy od oczekiwań, częściowo rekompensując silny wrześnieowy spadek. Choć odbicie miało miejsce w przypadku najbardziej zmiennych kategorii, co nakazuje ostrożność w zbyt optymistycznym interpretowaniu danych, niemniej może wskazywać na nieco lepsze perspektywy inwestycji przedsiębiorstw w kolejnych miesiącach.
- Z drugiej strony realne wydatki amerykańskich konsumentów w październiku wzrosły o 0,1% m/m, przy zerowym wzroście dochodów. Wskazuje to na postępujące wyhamowanie dynamiki popytu konsumpcyjnego w IV kw. Taka sytuacja może wskazywać, że dotychczasowa słabość w sektorze przemysłu może z opóźnieniem silniej negatywnie wpływać na popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych.

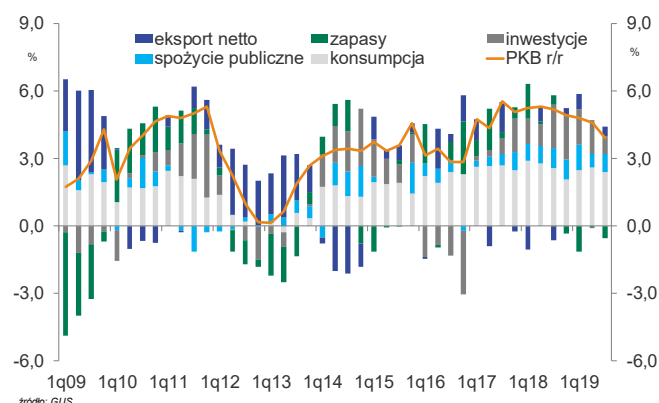
### Krajowy PKB w III kw. poniżej 4% r/r, przy słabszym popycie krajowym

- W III kw. 2019 r. wzrost PKB obniżył się do 3,9% r/r wobec wzrostu o 4,6% r/r w II kw. W III kw. wyraźnie obniżyło się tempo wzrostu popytu krajowego do 3,3% r/r wobec 4,8% r/r w II kw.
- W III kw. osłabło tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych – do 3,9% r/r wobec 4,4% r/r w II kw. Spowolnienie to nastąpiło pomimo utrzymującego się bardzo wysokiego wzrostu dochodów oraz dobrych nastrojów konsumentów. Analiza zmian konsumpcji prywatnej w ujęciu zmian kwartalnych oczyszczonych z sezonowości wskazuje, że spowolnienie może być efektem przesunięć konsumpcji między II i III kw. Nie sądzimy, aby w warunkach wysokiego wzrostu dochodów w kolejnych kwartałach dynamika konsumpcji nadal silnie obniżała się. Wydaje się, że wciąż silny wzrost dochodów daje przestrzeń do utrzymania dynamiki spożycia w okolicach 4,0% r/r. Na perspektywę wyhamowania spadku dynamiki konsumpcji wskazują, opublikowane w minionym tygodniu dane nt. październikowej sprzedaży detalicznej.
- W III kw. miało miejsce dalsze osłabienie dynamiki inwestycji do 4,7% r/r wobec 9,0% r/r w II kw. W części wolniejsze tempo wzrostu inwestycji wynikało z wyraźnie niższej dynamiki nakładów w zakresie publicznych inwestycji infrastrukturalnych (m.in. wyraźne wyhamowanie inwestycji JST), jak również mniej spektakularnych niż na początku roku wyników inwestycji przedsiębiorstw w warunkach spowolnienia popytu.

W III kw. spowolnienie dynamiki krajowego PKB...



...osłabienie konsumpcji i inwestycji, wzrost wkładu eksportu netto we wzrost PKB



- W III kw. nieco silniej od oczekiwań obniżyła się kontrybucja zapasów we wzrost, jednocześnie przy wyższej dodatniej kontrybucji eksportu netto. Wyniki eksportu w III kw. są niewątpliwie pozytywną informacją. Po kilku kwartałach (średnio) obniżającego się wzrostu eksportu, w III kw. ten spadek zatrzymał się.
- Generalnie, pomimo solidnego spadku rocznej dynamiki PKB w III kw., dostrzegamy wiele przesłanek dla podtrzymania prognozy ograniczonej skali spowolnienia PKB w kwartałach kolejnych. W tym kontekście istotne znaczenie mają jednak październikowe, bardzo słabe dane z krajowego budownictwa. Gdyby nie tak silne tąpnięcie produkcji budowlanej, możliwe w IV kw. byłoby utrzymanie dynamiki PKB na poziomie 3,9% r/r. Wciąż zakładając solidne odbicie produkcji w budownictwie (w komentarzu do danych wskazywaliśmy na argumenty przeciw trwałemu tak silnemu spowolnieniu aktywności w budownictwie w krótkim okresie) oraz biorąc pod uwagę powyższe wnioski zakładamy, że w IV kw. dynamika PKB obniży się do 3,7% r/r, osiągając w całym roku wynik 4,1% - 4,2% r/r. Na ten szacunek jednak bardzo istotny wpływ będą miały napływające miesięczne dane ze sfery realnej.

### **W bieżącym tygodniu oczekiwana seria publikacji istotnych danych z gospodarki światowej, uwaga rynkowa wciąż skupiona na negocjacjach USA - Chin**

- Na bieżący tydzień zaplanowanych jest szereg ważnych publikacji danych makroekonomicznych dot. gospodarki światowej.
- W trakcie tygodnia opublikowane zostaną dane dot. gospodarki USA (indeksy koniunktury ISM, dane z rynku pracy), strefy euro (zamówienia oraz produkcja przemysłu niemieckiego) oraz z Chin (wskaźniki koniunktury PMI). Na tej podstawie rynki ocenią w jakim stanie znajduje się gospodarka światowa i czy dotychczasowe oznaki stabilizacji koniunktury znajdują potwierdzenie w kolejnych danych.
- Nadal dla inwestorów bardzo ważne będą wszelkie informacje dot. negocjacji handlowych USA-Chiny. Wydaje się jednak, że inwestorzy stopniowo „przyzwyczajają się” do perspektywy wydłużenia negocjacji do początku przyszłego roku. W tym kontekście w krótkim okresie kluczową datą staje się 15 grudnia, kiedy to mają (w przypadku braku umowy) zacząć obowiązywać wyższe cła na kolejną pulę importowanych z Chin towarów. Wydaje się, że dla dalszej stabilizacji / poprawy nastrojów rynkowych wystarczyłoby zawieszenie przez USA wprowadzenia tej transzy ceł na czas trwających negocjacji handlowych. Gdyby do tego doszło rynek uznałby to jako gest dobrej woli USA. Oczywiście, tak jak dotychczas podkreślaliśmy, finał negocjacji narażony jest na zaostrzenie retoryki i kwestia nowej puli ceł może być wykorzystywana przez USA jako „straszak” w negocjacjach, zatem tradycyjnie nie można wykluczyć ponownego wzrostu zmienności rynkowej.
- Na rynku krajowym zaplanowane jest w tym tygodniu posiedzenie RPP, niemniej trudno oczekiwać, by wpłynęło ona na notowania aktywów finansowych.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (27 listopada)**

**Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, ze stopą referencyjną NBP na poziomie 1,5%.** Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacie po posiedzeniu Rady. Oczekujemy, że Rada podtrzyma ocenę, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”, a prezes NBP, podczas konferencji prasowej podtrzyma przekaz o stabilizacji stóp procentowych w dłuższej perspektywie.

Sądzymy, że zdecydowana większość członków Rady podtrzyma poparcie dla utrzymania *status quo* w warunkach ryzyka spowolnienia (argument przeciw zaostrzeniu polityki monetarnej) oraz podwyższonej inflacji (argument przeciw obniżce stóp).

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 2 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, listopad	48,3 pkt.	49,5 pkt.	-
środa 4 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
9:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, listopad (ost.)	51,3 pkt.	51,3 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, listopad (ost.)	51,5 pkt.	51,5 pkt.	-
-	PL	<b>Ogłoszenie decyzji RPP ws. poziomu stóp proc.</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>
14:15	US	Zmiana zatrudnienia wg ADP, październik	125 tys.	140 tys.	-
<b>16:00</b>	PL	<b>Konferencja po posiedzeniu RPP</b>	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, listopad	54,7 pkt.	54,5 pkt.	-
czwartek 5 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle, październik	1,3% m/m	0,5% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, październik	0,1% m/m	-0,3% m/m	-
11:00	EMU	PKB, III kw. (ost.)	0,2% kw/kw (wst.)	0,2% kw/kw	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 30.11	213 tys.	215 tys.	-
16:00	US	Zamówienia w przemyśle, październik	-0,6% m/m	0,1% m/m	-
piątek 6 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
8:00	DE	Produkcja przemysłowa, październik	-0,6% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, listopad	136 tys.	95 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, listopad	3,5%	3,6%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, listopad	2,9% r/r	3,0% r/r	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów U. Michigan, grudzień (wst.)	96,8 pkt.	97 pkt.	-
niedziela 8 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport, listopad	-0,9% m/m	0,6% m/m	-
-	CHN	Import, listopad	-6,5% m/m	-2,6% m/m	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

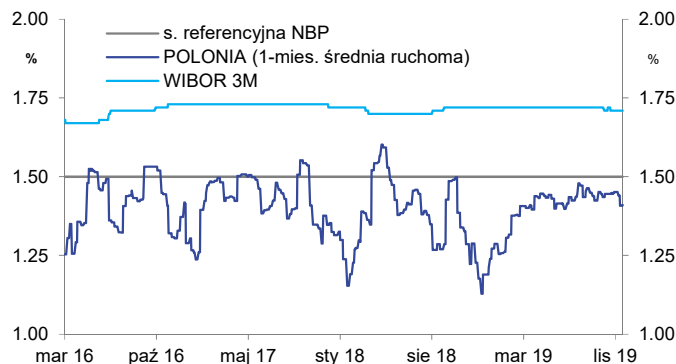
## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – grudzień

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	listopad	2.12	45,6 pkt.	46,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	grudzień	3-4.12	1,50%		1,50%
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	listopad	13.12	2,6% r/r (wst.)		2,7% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	listopad	16.12	2,4% r/r		2,6% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	październik	16.12	171 mln EUR		411 mln EUR
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	listopad	18.12	2,5% r/r		2,5% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	listopad	18.12	5,9% r/r		5,8% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	listopad	19.12	3,5% r/r		3,5% r/r
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	listopad	19.12	-0,1% r/r		-0,1% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	listopad	20.12	4,6% r/r		4,7% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	listopad	23.12	-4,0% r/r		-4,0% r/r
Stopa bezrobocia	PL	listopad	23.12	5,0%		5,0%

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	listopad	2.12	48,3 pkt.		50,1 pkt.
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	listopad	4.12	54,7 pkt.		54,5 pkt.
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	listopad	6.12	128 tys.		95 tys.
Stopa bezrobocia	US	listopad	6.12	3,6%		3,6%
Posiedzenie FOMC	US	grudzień	10-11.12	1,50% - 1,75%		1,50% - 1,75%
Posiedzenie rady EBC	EMU	grudzień	12.12	-0,5% / 0,0%		-0,5% / 0,0%
Wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii	UK	-	12.12	-		-
Produkcja przemysłowa	CHN	listopad	16.12	4,7% r/r		-
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	16.12	46,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	16.12	52,4 pkt.		-

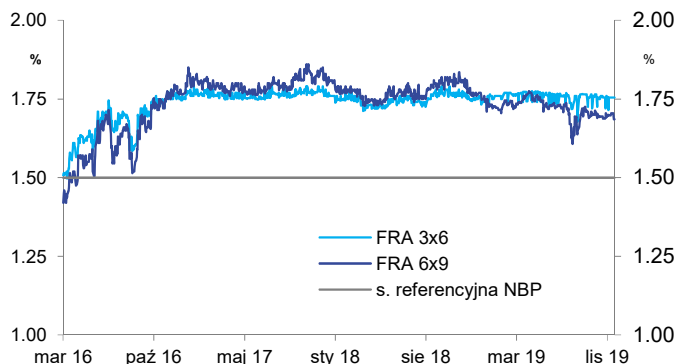
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



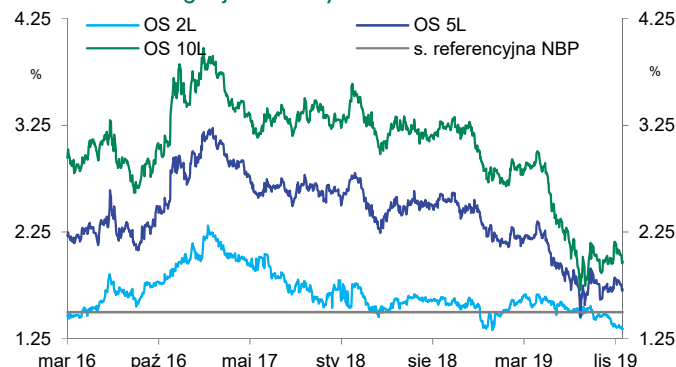
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



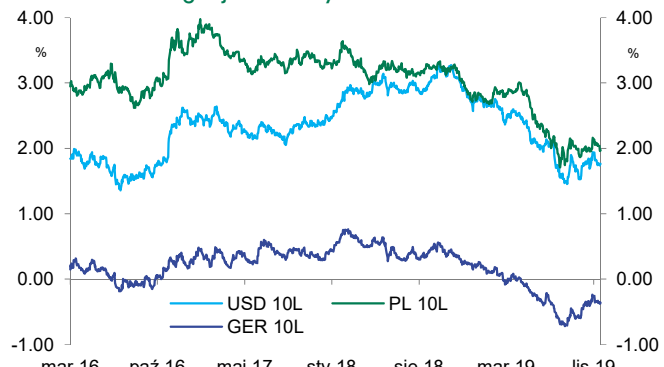
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych



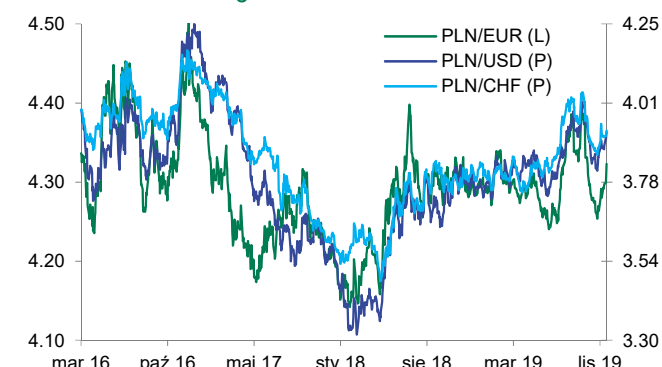
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych



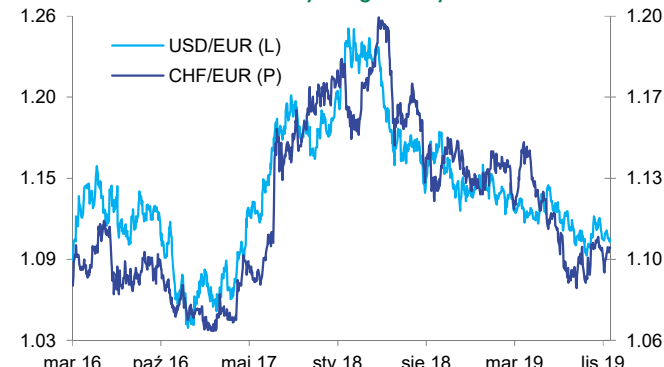
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



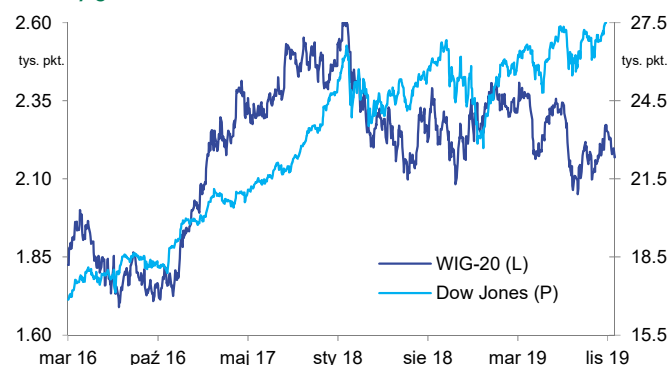
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



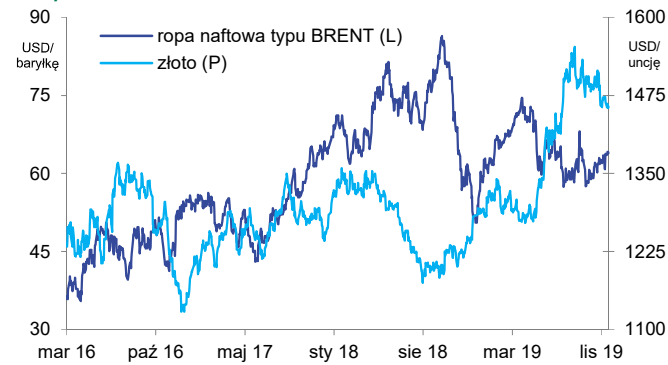
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

### Ceny surowców

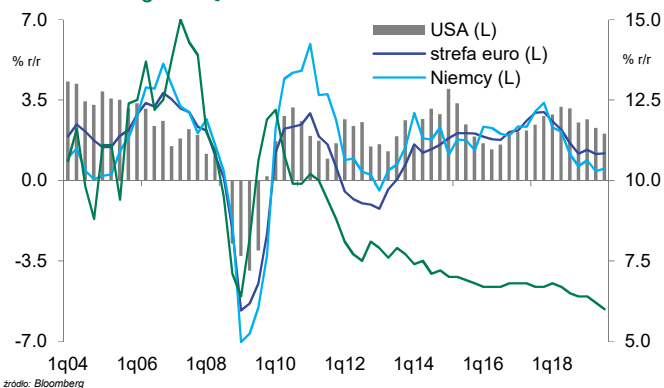


źródło: Bloomberg

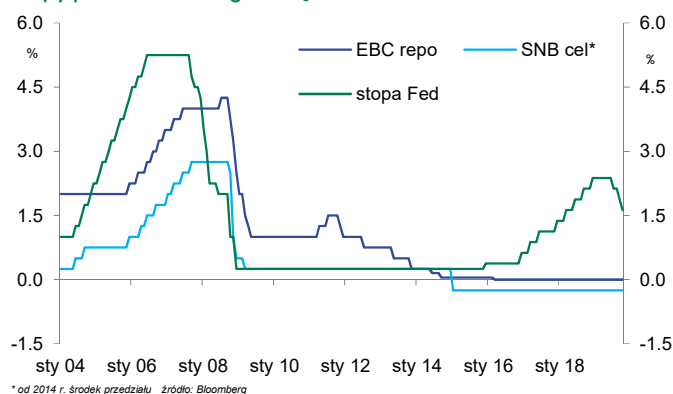


## Sfera realna

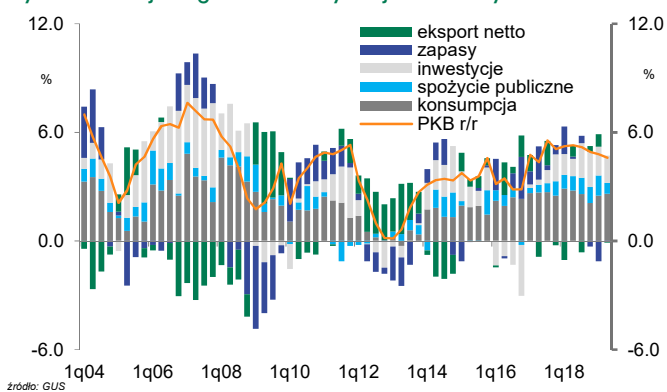
### Wzrost PKB za granicą



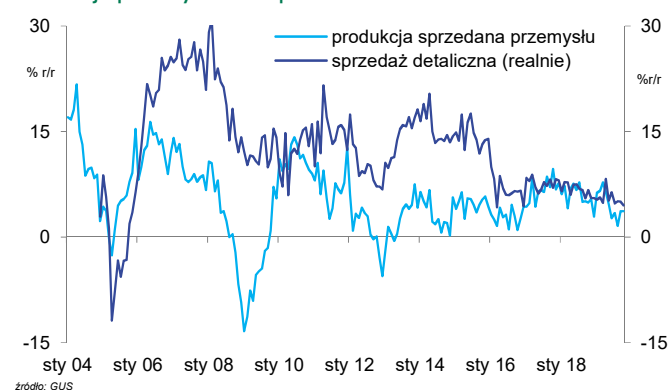
### Stopy procentowe za granicą



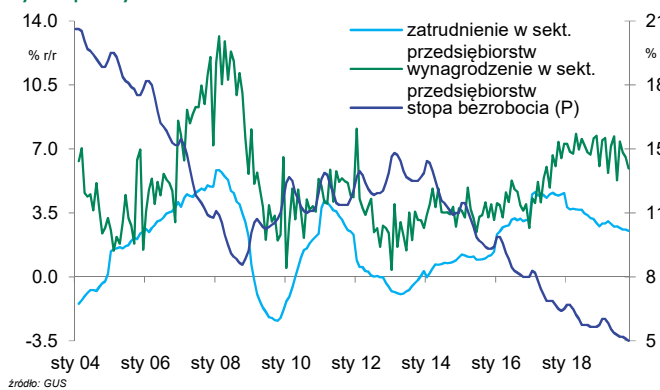
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



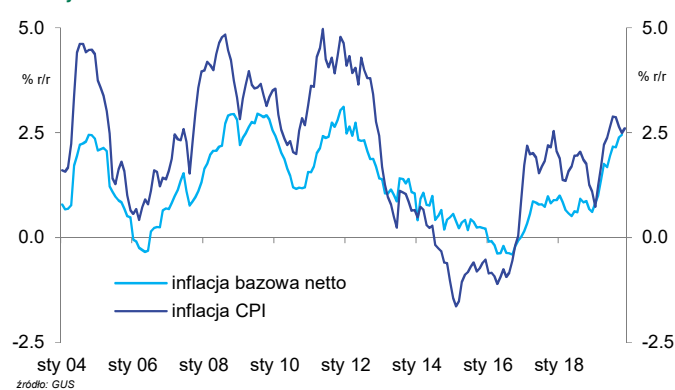
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



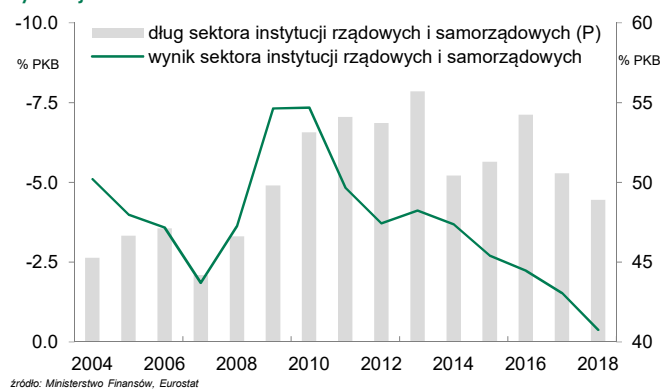
### Rynek pracy



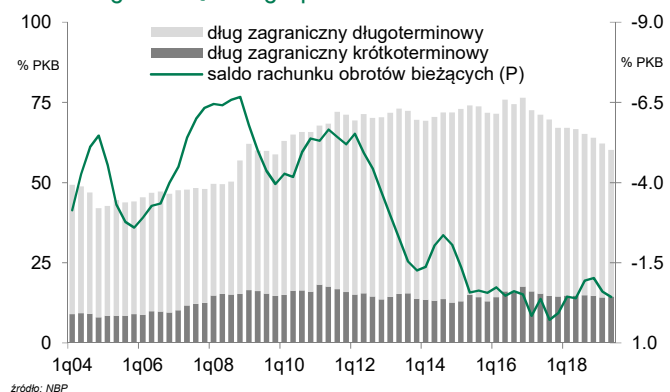
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2019	22.11.2019	29.11.2019	31.12.2019	31.01.2020	31.03.2020
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,71	1,71	1,71	1,71	1,70	1,70
Obligacje skarbowe 2L	%	1,34	1,36	1,34	1,40	1,45	1,50
Obligacje skarbowe 5L	%	1,68	1,76	1,71	1,80	1,90	1,90
Obligacje skarbowe 10L	%	1,97	2,04	1,99	2,15	2,20	2,25
PLN/EUR	PLN	4,26	4,30	4,32	4,27	4,30	4,30
PLN/USD	PLN	3,82	3,89	3,93	3,86	3,88	3,87
PLN/CHF	PLN	3,87	3,91	3,93	3,88	3,91	3,90
USD/EUR	USD	1,12	1,103	1,10	1,11	1,11	1,11
Stopa Fed	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,90	1,85	1,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,40	-0,40	-0,40
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,69	1,77	1,78	1,85	1,85	1,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,41	-0,36	-0,36	-0,35	-0,35	-0,35

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.