

# Tygodnik ekonomiczny

## Weryfikacja spowolnienia

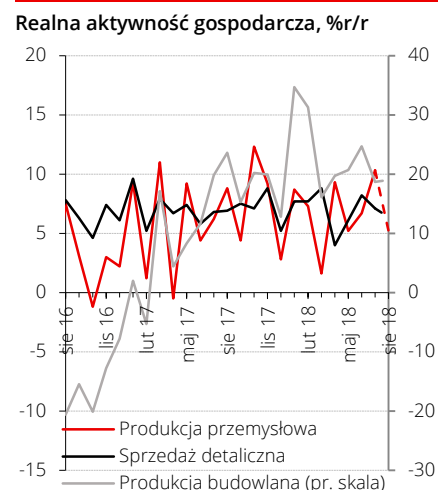
### Najbliższy tydzień w pigułce

- Nadchodzący tydzień będzie zdominowany przez publikacje polskich danych. Poznamy dane o aktywności gospodarczej za sierpień i indeksy koniunktury za wrzesień. We wtorek odbędzie się drugie wysłuchanie Polski w Radzie UE w sprawie łamania zasad praworządności.
- Sierpniowy PMI dla polskiego przemysłu był sygnałem ostrzegawczym, że sytuacja może się jeszcze pogorszyć. W tym tygodniu będzie można to zweryfikować nie tylko dzięki publikowanym danym z gospodarki realnej, ale również indeksom koniunktury publikowanym przez GUS (w piątek). W przypadku tych ostatnich, w sierpniu mocno spadł wskaźnik ogólny i dla przemysłu. Produkcja przemysłowa zaskoczyła pozytywnie w lipcu rosnąc o ponad 10% r/r, najszybciej w tym roku, a teraz mogła spowolnić do ok. 5%. Sprzedaż detaliczną wsparła wypłata wyprawek szkolnych, ale roczna dynamika mogła i tak spowolnić z 7-8% w lipcu-czerwcu do 6,5%. Produkcja budowlana dalej zapewne rosła w szybkim tempie (nasza prognoza +19% r/r) w związku ze zbliżającymi się wyborami samorządowymi.
- Cały czas zakładamy, że w dalszej części roku tempo wzrostu płac przyspieszy, ale w sierpniu dynamika mogła spaść poniżej 7% r/r, po raz pierwszy od marca, z powodu mniejszej liczby dni roboczych. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw też mógł spowolnić wobec wyczerpujących się zasobów siły roboczej.
- We wtorek swój dalszy ciąg będzie miała procedura w ramach Art. 7 Traktatu UE, tj. drugie wysłuchanie Polski w sprawie łamania praworządności. Kolejny krok to głosowanie nad sankcjami (i prawdopodobne veto Węgier). W poprzednim tygodniu Parlament Europejski poparł uruchomienie procedury z tytułu Art. 7 przeciw Węgrom. Do tej pory rynki finansowe nie reagowały znacząco na procedurę praworządności wobec Polski, zakładając (prawdopodobnie słusznie), że ryzyko sankcji z tego tytułu jest niewielkie.
- W tym tygodniu poza Polską nie pojawi się zbyt wiele ważnych danych makro. W piątek ukażą się wstępne odczyty indeksów PMI z Europy. W czwartek rozpoczyna się szczyt UE poświęcony sprawom Brexitu.

### Wnioski rynkowe:

- Krajowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej powinny być neutralne dla złoto, a umiarkowanie korzystne dla obligacji.
- Bank centralny Turcji podniósł stopy procentowe, co może poprawić nastawienie inwestorów dla aktywów gospodarek wschodzących i – przynajmniej w krótkim okresie – wesprzeć złoto i polskie obligacje.
- W nadchodzących dniach spodziewamy się stabilizacji rentowności i stawek IRS poniżej ostatnich maksimów. Z kolei EURPLN będzie czekał na reakcję kursu EURUSD na wstępne odczyty indeksów PMI.

### Wykres tygodnia



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.pl  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luzziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

Finalny odczyt wskaźnika **CPI za sierpień** potwierdził wstępny szacunek: inflacja wyniosła 2% r/r, tak jak w lipcu, ale zmieniła się jej struktura. W sierpniu doszło do odbicia inflacji cen usług, z 1,4% r/r do 1,8%, po tym jak w I poł. roku wyhamowała ona z 2,8% r/r do 1,4% mimo presji na koszty pracy w związku z niedoborami siły roboczej. Oprócz tego ceny warzyw spadły relatywnie mało jak na sierpień, ujawniając efekt suszy. Inflacja bazowa przyspieszyła w sierpniu z 0,6% r/r do 0,9% i jest to naszym zdaniem początek trendu wzrostowego, który zaprowadzi ją do 1,3% r/r do końca roku i w okolice 2,5% na koniec 2019 r. Jednocześnie dynamika CPI może w kolejnych miesiącach nieco się obniżyć, do ok. 1,7% w grudniu, z uwagi na efekt bazy w cenach żywności i paliw.

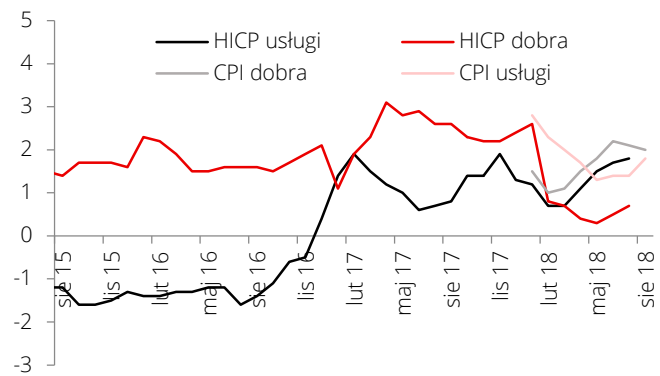
**Lipcowy deficyt na rachunku obrotów bieżących** wynoszący 809 mln € był wyższy od oczekiwań (659 mln €). Bilans handlowy wyniósł -432 mln €, czyli ok 80 mln € poniżej konsensusu. Odchylenie od prognoz wynikało z silniejszej od prognoz dynamiki importu. Import wzrósł 11,6% r/r – to najwyższy wynik od lutego, przewyższający średnią z I poł. 2018 r. (8,2% r/r), choć z pomocą korzystnej różnicy w dniach roboczych. Eksport wzrósł o 9,8% r/r (zakładaliśmy wynik rzędu 10%). Spodziewamy się wyraźnego spowolnienia obydwu kategorii w kolejnych miesiącach z uwagi na pogorszenie w nastrojach biznesowych (w sierpniu wskaźnik nowych zamówień z zagranicy w ankiecie PMI niespodziewanie tępnął do najniższego poziomu od czterech lat). Import powinien nadal rosnąć szybciej niż eksport, wspierany silnym popytem krajowym. 12-miesięczny skumulowany wynik na rachunku obrotów bieżących obniżył się w lipcu z 0% PKB do -0,1% i do końca roku luka może się powiększyć do 0,6%. W komentarzu, NBP wskazał na podparcie eksportu w lipcu przez pozycje, które zapewne mają charakter jednorazowy (helikoptery, wagony metra). Po stronie importowej najszybciej rosły różne surowce energetyczne oraz samochody osobowe.

**Popyt na pracę w II kw.** ustabilizował się w ujęciu r/r. Liczba nowych miejsc pracy wzrosła o zaledwie 1,7% r/r, wobec 19,5% i 14,4% w poprzednich kwartałach. Liczba nowych miejsc pracy skorygowana o liczbę stanowisk zlikwidowanych w trakcie kwartału wzrosła o 4,8% r/r podczas gdy od połowy 2016 r. tak skonstruowana miara rosła po 15-42% r/r (średnio o 28% r/r). Tymczasem statystyki wakatów pokazują nasilenie się problemu braku rąk do pracy. W II kw., spośród nowych miejsc pracy aż 25,3% pozostało nieobsadzonych na koniec kw. To wyraźny wzrost: w I kw. 2018 było to 14,4%, a w poprzednich trzech latach odsetek wahał się między 8% a 17%. W rezultacie dynamika liczby wakatów ogółem wyniosła 35% r/r, po 28% w I kw., natomiast dynamika wakatów wśród nowych miejsc pracy skoczyła z 36% r/r do 72%. Ta sytuacja powinna sprzyjać wzrostowi dynamiki płac w gospodarce, aczkolwiek sierpniowe pogorszenie nastrojów biznesowych, jeśli byłoby kontynuowane, może z czasem osłabić popyt na pracę.

NBP opublikował **projekt założeń polityki pieniężnej na 2019 r.** Dokument nie zakłada istotnych zmian wobec poprzednich lat, cel inflacyjny nadal ma wynosić 2,5% r/r. Według bankierów centralnych, największym czynnikiem ryzyka dla polskiej gospodarki jest zaostrenie sporów handlowych.

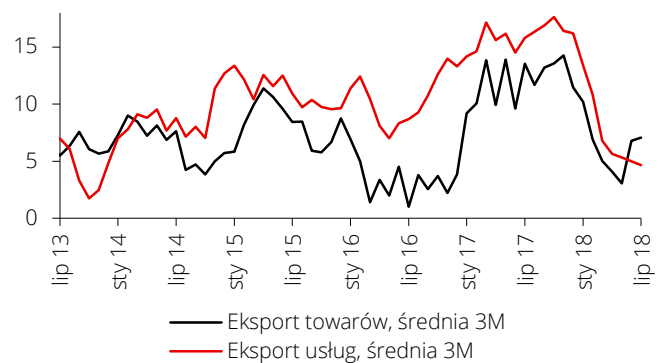
Rząd ustalił **poziom płacy minimalnej** na przyszły rok w wysokości 2250 zł. Oznacza to wzrost o 7,1% r/r wobec stawki obowiązującej w 2018 r. Jest to decyzja zbliżona do doniesień prasowych z końca sierpnia, wyższa od oryginalnych zamiarów podniesienia płacy o 5,7% i sprzyjająca naszej prognozie ok. 8-procentowego wzrostu płac w gospodarce w 2019 r.

## Dynamika cen towarów i usług, % r/r



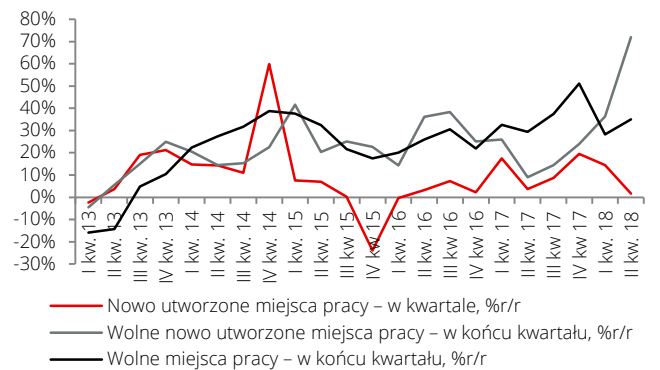
Źródło: GUS, Eurostat, Santander Bank Polska

## Obroty w handlu zagranicznym, %r/r



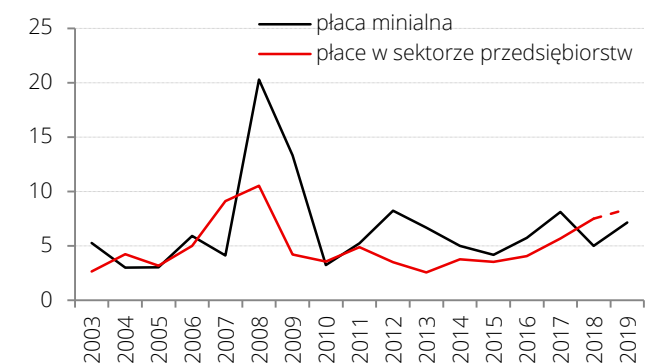
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Popyt na pracę i wakaty, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Dynamika płac, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Mijający tydzień był dość pozytywny dla polskiej waluty. Złoty zyskał do głównych walut dzięki podniesieniu stóp przez centralny bank Turcji i wzrostowi EURUSD wspieranemu przez retorykę EBC. W rezultacie, EURPLN spadł do 4,30 z 4,32, USDPLN do 3,68 z 3,75, CHFPLN do 3,80 z 3,86, a GBPLN do 4,82 z 4,85.

**Rynek stopy procentowej** Polskie rentowności i IRS były stabilne po wzroście w poprzednich tygodniach, a na środku i długim końcu krzywej obligacji zanotowano nawet lekkie umocnienie. Obie krzywe wyplaszczyły się, a spready asset swap oraz 10-letni spread do Bunda i Treasuries zwięźliły się.

### Kluczowe wydarzenia przyszłego tygodnia

W przyszłym tygodniu poznamy kolejne dane makro z Polski. Nasze prognozy dla sierpniowej produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są poniżej konsensusu.

Na rynku globalnym poznamy dane z rynku nieruchomości USA oraz wstępne wrześniowe PMI dla strefy euro.

Następny tydzień będzie ostatnim przed decyzją FOMC.

Bank centralny Węgier podejmie decyzję o stopach procentowych.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Nasze prognozy polskiej sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej są poniżej konsensusu, ale nie na tyle by według nas wywołać silną i trwałą reakcję rynku. Sądzymy, że krajowe dane będą co najmniej neutralne dla złotego.

Bank centralny Turcji podniósł stopy procentowe i może to poprawić nastrój na rynkach wschodzących, przynajmniej w krótkim terminie, z czego skorzystać może też złoty.

PMI dla przemysłu strefy euro pozostaje na wielomiesięcznym minimum przyczyniając się do słabości euro względem dolara. W przyszłym tygodniu poznamy wstępne szacunki wrześniowych PMI, które mogą wywołać reakcję EURUSD. Ujemna korelacja między EURPLN i EURUSD nadal jest silna, więc dane z Europy mogą wpłynąć na złotego.

**Rynek stopy procentowej** Zakładamy, że polskie rentowności oraz IRS ustabilizują się w najbliższych dniach poniżej lokalnych szczytów. Na rynkach wschodzących sytuacja nieco się ustabilizowała (po podwyżce stóp w Turcji), co może zachęcić inwestorów do kupna obligacji Polski po atrakcyjnych rentownościach po osłabieniu obserwowanym w poprzednich tygodniach.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej potwierdzą według nas stopniowe spowalnianie krajowej gospodarki wzmacniając przekonanie, że w najbliższych kwartałach nie należy się spodziewać podwyżek stóp. Zakładamy, że najbliższe dane z Polski będą pozytywne dla krajowych obligacji.

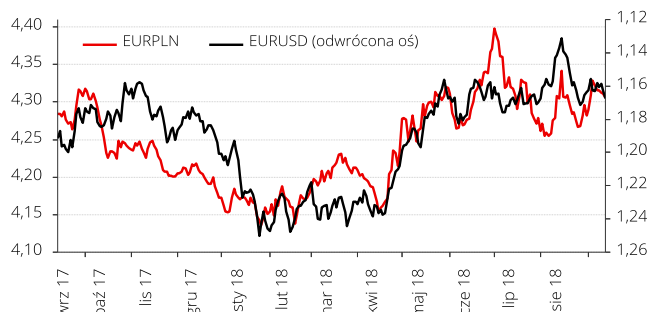
Z drugiej strony, negatywna presja może przyjść z rynków bazowych. Rentowość 10-letniego Bunda przebiła lokalny szczyt z sierpnia, co otwiera drogę do kontynuacji trendu w oczekiwaniu na podwyżkę stóp Fed, która zapewne będzie miała miejsce w ostatnim tygodniu września.

### EURPLN



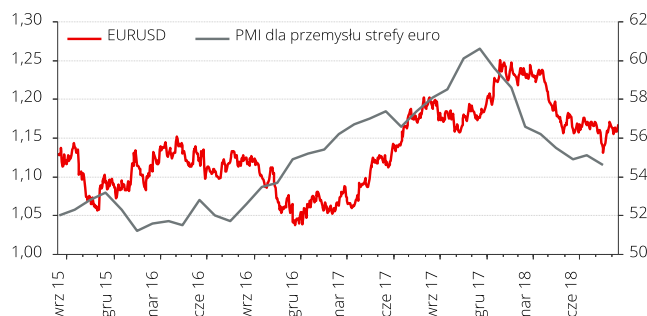
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i EURUSD



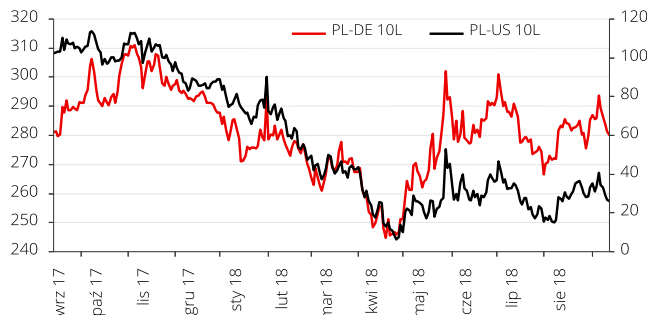
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### EURUSD i PMI dla przemysłu strefy euro



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### 10-letni spread do Bunda i Treasuries



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Czas W-wa	Kraj	Wskaźnik	Okres		Prognoza		Ostatnia wartość
					Rynek	Santander	
<b>poniedziałek (17 września)</b>							
11:00	EZ	HICP	VIII	% r/r	2,0	-	2,0
<b>wtorek (18 września)</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	3,5	3,4	3,5
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VIII	% r/r	7,0	6,9	7,2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
<b>środa (19 września)</b>							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	5,6	5,2	10,3
10:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	18,2	19,0	18,7
10:00	PL	PPI	VIII	% r/r	3,1	2,8	3,4
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	% m/m	4,6	-	0,9
<b>czwartek (20 września)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	210	-	204
14:30	US	Indeks Philly Fed	IX		15,0	-	11,9
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	% m/m	0,8	-	-0,7
<b>piątek (21 września)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	IX	pkt	55,8	-	55,9
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	IX	pkt	55,0	-	55,0
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	IX	pkt	54,5	-	54,6
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	IX	pkt	54,4	-	54,4
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	7,3	6,5	7,1

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet, Bloomberg

\* w przypadku rewizji dane uaktualnione

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