

# Tygodnik ekonomiczny

## Inflacja może pozostać na 2%

Złoty umocnił się wobec euro i franka, ale stracił do dolara i funta. Dochodowości polskich obligacji były dość stabilne na tle zachowania zagranicznych papierów. Jak oczekiwano, FOMC podniósł stopy procentowe o 25 pb i potwierdził, że kolejnej należy spodziewać się jeszcze w tym roku. Ton komunikatu był w miarę neutralny i nie wywołał trwałej reakcji rynkowej. Euro straciło do dolara wobec doniesień, że przyszłoroczny budżet we Włoszech może zostać przyjęty z większym deficytem niż oczekiwano.

### Najbliższy tydzień w pigułce

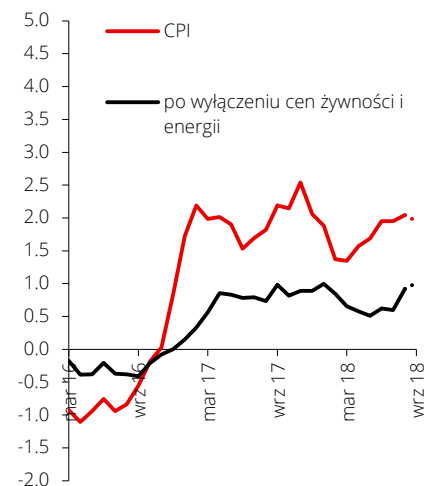
- Oczekujemy, że CPI utrzymał się na 2% r/r czwarty miesiąc z rzędu. Wg nas, wzrost cen surowców rodzi poważne ryzyka dla inflacji w 2019 r. (którą prognozujemy na poziomie 2,5% r/r średniorocznie).
- Zakładamy, że PMI spadł we wrześniu, potwierdzając spowolnienie gospodarcze w III kw.. Byłoby to zgodne z trendem w PMI dla przemysłu Niemiec i strefy euro.
- Posiedzenie RPP naszym zdaniem nic nie zmieni. Jeśli w kolejnych miesiącach CPI nadal będzie opierać się negatywnemu efektowi bazy z II poł. 2017 r., może nasilić się dyskusja w Radzie o potrzebie podwyżki stóp w przyszłym roku.
- Globalnie, uwaga rynku może się skupić na danych z USA, z których ISM dla przemysłu i zatrudnienie poza rolnictwem mogą być kluczowe.

### Wnioski rynkowe

- EURPLN zbliżył się do dolnego ograniczenia przedziału, w którym porusza się od połowy sierpnia. W ostatnich dniach, złoty oderwał się od kursu EURUSD oraz obligacji i stał się bardziej wrażliwy na trendy na rynkach giełdowych. W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA, które mogą wpłynąć na akcje. Krajowe wydarzenia mogą okazać się neutralne dla złotego.
- Sądzymy, że długi koniec krajowej krzywej rentowności może wzrosnąć w najbliższych dniach, ale powinien pozostać poniżej wrześniowego szczytu na 3,36%. Niewielką presję na wzrost rentowności na krótkim końcu wyrzuci może publikacja polskiego CPI. Nie spodziewamy się, by wynik posiedzenia RPP wpłynął w zauważalny sposób na rynek.

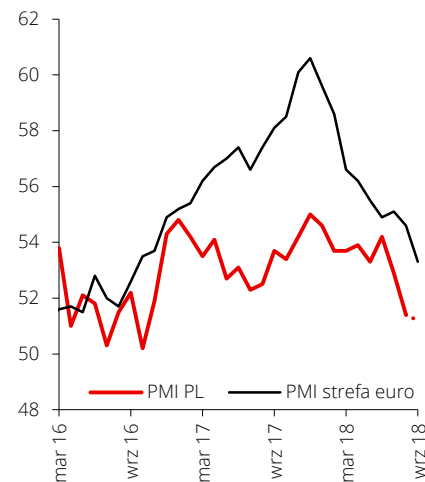
### Wykresy tygodnia

#### CPI i inflacja bazowa, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

#### Indeksy aktywności w przetwórstwie



Źródło: GUS, NBP, 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 Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

Oczyszczony z wahań sezonowych **wskaźnik koniunktury GUS** dla przemysłu pokazał we wrześniu lekką poprawę, ale dużo mniejszą niż sierpniowy spadek. W budownictwie lepiej oceniono bieżący i przyszły strumień zamówień oraz wzrosły oczekiwania co do przyszłej produkcji. Nastroje w handlu pozostają historycznie wysokie: poprawiła się ocena przyszłego popytu i sprzedaży. Skromne odbicie odsezonowanych wskaźników dla przemysłu nie wystarcza, by zażegnać obawy o spowolnienie gospodarcze, mitygowane wciąż stabilnymi dobrymi nastrojami w budownictwie i handlu. Wskaźniki koniunktury ESI, opracowywane przez Komisję Europejską, potwierdziły, że we wrześniu nastroje w polskim biznesie uległy pogorszeniu, podczas gdy oczekiwania inflacyjne konsumentów były najwyższe od czterech lat.

**Szczegółowe dane o płacach** pokazały, że w sierpniu wzrost płac poza górnictwem odbił do 7,2% r/r z 7%. Wyraźne przyśpieszenie zarejestrowano m. in. w budownictwie (+10,4% r/r, najszybciej od 2008) wskutek nasilonych problemów ze znalezieniem wykwalifikowanej siły roboczej w sektorze. W sierpniu szybciej rosły też płace w usługach z 6,9%). Naszym zdaniem wciąż możliwe jest przyśpieszenie wzrostu płac, choć dwucyfrowe tempo wzrostu jest mniej prawdopodobne ze względu na nadchodzące spowolnienie gospodarcze i złagodzenie popytu na pracę.

**Stopa bezrobocia rejestrowanego** spadła w sierpniu do 5,8% i do 6,0% po uwzględnieniu czynników sezonowych. Wg nas, może ona dalej spadać w kolejnych miesiącach, chociaż w wolniejszym tempie.

**Podaż pieniądza M3** wzrosła w sierpniu zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi o 7,5% r/r, nieco bardziej niż w lipcu (7,3%). Nadal przyspieszały depozyty gospodarstw domowych, z 7% r/r do 7,4%, i depozyty przedsiębiorstw, z 6,5% do 6,8%. Dynamika kredytu ogółem skorygowana o zmiany kursowe wyniosła w sierpniu 6% r/r – to drugi najwyższy odczyt na przestrzeni ostatnich trzech lat. Powyżej 6% r/r utrzymała się skorygowana dynamika kredytu dla firm. Coraz szybciej rośnie kredyt dla samorządów, od początku roku przyspieszył z 0% do 3,8% r/r, po dwóch latach spadków. Złotowe kredyty dla osób prywatnych, zarówno konsumpcyjne jak i mieszkaniowe utrzymały tempo przekraczające 10% r/r (odpowiednio 10,4% i 11,2%).

**Komisja Europejska** postanowiła pozwać Polskę przed Trybunał Sprawiedliwości UE ws. reformy sądownictwa, oceniając, że narusza ona prawo unijne (naruszenie niezależności sądownictwa, w tym nieusuwalności sędziów). KE poprosiła TSUE o zastosowanie przyspieszonego trybu procedowania oraz o zarządzenie środków tymczasowych – to sposoby na nadanie sprawie priorytetu. Odwołanie się do TSUE ma przełamać proceduralną niemoc KE w sporze z Polską. Procedura związana z Artykułem 7 może nie doprowadzić do nałożenia sankcji na Polskę z uwagi na bardzo prawdopodobne weto Węgier, natomiast orzeczenie Trybunału nie podlega zatwierdzeniu przez przedstawicieli państw UE. Jeśli kraj nie dostosuje prawa zgodnie z wyrokiem TSUE, Komisja Europejska może zwrócić się do Trybunału o nałożenie kary pieniężnej.

## Cytat tygodnia

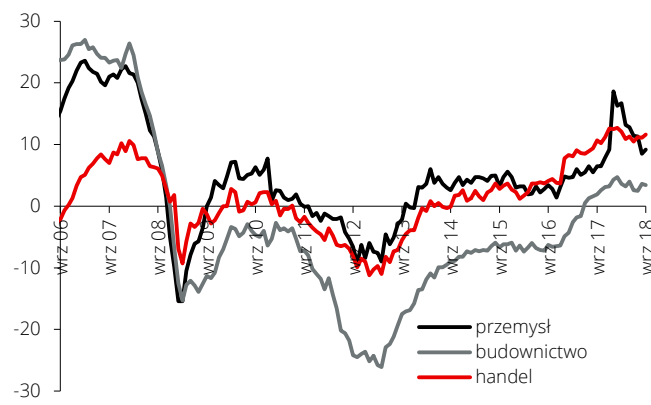
### Łukasz Hardt, członek RPP, PAP, 24 września

Nie wykluczam konieczności reakcji w górę w przyszłym roku, jeżeli czynniki proinflacyjne przeważą - inflacja bazowa zbliżyłaby się do 2%. - i, co istotne, jeżeli politykę zacząłby zmieniać EBC. To byłby bardzo poważny argument za podwyżką stóp w Polsce. Zbyt wcześniej, by poruszać kwestię poziomu stóp procentowych w 2020.

### Jerzy Kropiwnicki, członek RPP, PAP, 25 września

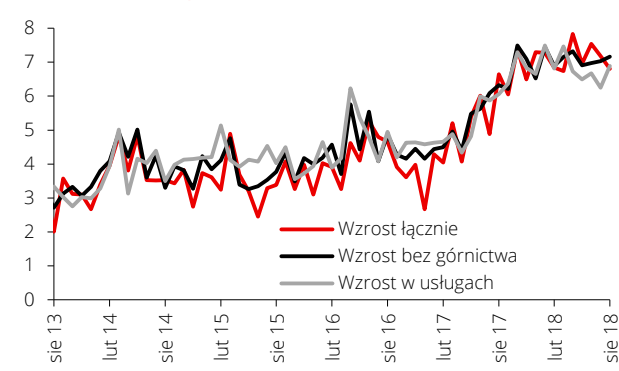
Perspektywa, w której mogłaby powstać konieczność podwyżki stóp, oddala się do końca 2019. Pole do podwyżek stóp zostało ograniczone ze względu na wprowadzenie podatku bankowego.

## Wskaźniki koniunktury wyrównane sezonowo



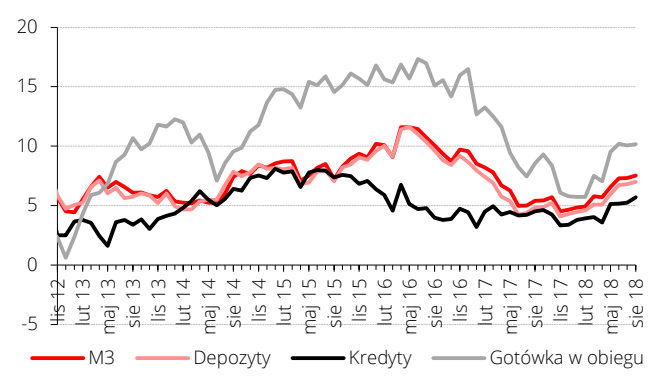
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Płace w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Koniunktura konsumencka



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Wobec oznak punktu zwrotnego w inflacji, perspektywa podwyżki stop procentowych w przyszłym roku może ulec zmianie. Jeśli kolejne odczyty inflacji potwierdzą, że klaruje się trend wzrostowy w inflacji bazowej, powiększa się wkład energii do dynamiki CPI a do tego na cenach żywności odbija się susza, to może to wpłynąć na ocenę niektórych członków RPP potrzeby podniesienia stóp w 2019. Łukasz Hardt zakłada, tak jak my, że Rada mogłaby rozważyć podwyżkę jeśli zobaczy wzrost inflacji bazowej do najwyższych poziomów od sześciu lat (oczekujemy, że osiągnie ona 2% r/r w połowie przyszłego roku) oraz podwyżkę stóp przez EBC. Gołębi członkowie, jak Jerzy Kropiwnicki, nie wyznaczają póki co warunków, przy których rozważyliby podwyżkę.

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Złoty zyskiwał w ostatnich dniach dzięki dobrym nastrojom na giełdach i braku negatywnej reakcji po decyzji FOMC. Piątkowa sesja jeszcze się nie skończyła, ale na ten moment, złoty notuje największe tygodniowe umocnienie do euro od lipca, a EURPLN jest poniżej 4,27 (najniżej od końca sierpnia). USDPLN obniżył się w pierwszej połowie tygodnia do 3,63, ale po tym jak EURUSD spadł w reakcji na informacje o budżecie we Włoszech, kurs powrócił do 3,67.

Zgodnie z oczekiwaniami, bank centralny Czech podniósł stopy o 25 pb, w tym główną do 1,50%. Prezes banku Jiri Rusnok powiedział po decyzji, że nie można wykluczyć, że stopy pójdą w górę jeszcze jeden raz w tym lub w przyszłym roku. Przed decyzją rynek widział szanse na jeszcze trzy podwyżki stóp, w tym dwie w 2019 i w tym kontekście komentarz Rusnoka miał gołębi wydźwięk, co miało swoje negatywne przełożenie na koronę i EURCZK odbił do 25,73 z 25,59.

**Rynek stopy procentowej** Stawki IRS wzrosły mniej niż rentowności i w efekcie spread asset swap zawęził się. Polski dług był dość stabilny w mijającym tygodniu, a krzywa IRS przesunęła się o 2-4 pb w górę. Obie krzywe stały się bardziej strome, a 10-letni spread względem Bunda i Treasuries zawęził się.

### Kluczowe wydarzenia przyszłego tygodnia

W następnym tygodniu poznamy PMI za sierpień, wstępny CPI oraz odbędzie się posiedzenie RPP. Nie oczekujemy żadnych znaczących zmian w retoryce RPP. Naszym zdaniem, wstępna inflacja w sierpniu mogła się utrzymać na 2% r/r obserwowanym w ostatnich trzech miesiącach. Indeks PMI prawdopodobnie spadł pod wpływem niższych indeksów aktywności ekonomicznej za granicą i inne dane z Polski sygnalizujące spowolnienie gospodarcze.

Globalnie, uwaga rynku może się skupić na danych z USA, z których ISM dla przemysłu i zatrudnienie poza rolnictwem mogą być kluczowe. Sądzymy, że te dane wpłyną na waluty raczej poprzez „kanał giełdowy”, gdyż perspektywy dla stóp Fed nie zmieniają się zapewne istotnie kilka dni po wrześniowej podwyżce.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** EURPLN zbliżył się do dolnego ograniczenia przedziału, w którym porusza się od połowy sierpnia. W ostatnich dniach, złoty oderwał się od kursu EURUSD oraz obligacji i stał się bardziej wrażliwy na trendy na rynkach giełdowych. W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA, które mogą wpłynąć na akcje. Poza tym, giełdy mogą reagować na ewentualne kolejne komentarze odnośnie „wojen handlowych”.

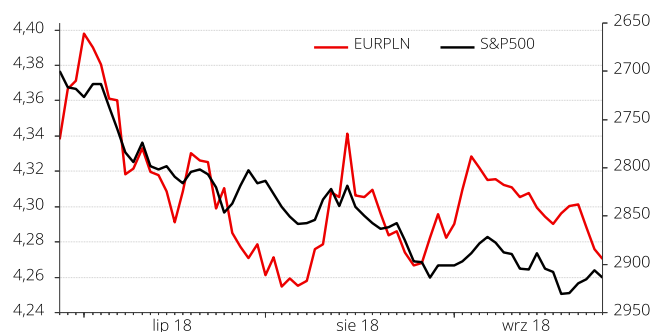
Nie spodziewamy się żadnej istotnej reakcji waluty na polski PMI czy CPI. RPP utrzyma zapewne swoją retorykę, więc czynniki krajowe będą według nas neutralne dla złotego.

Sądzymy, że złoty jest na dobrej drodze do lekkiej aprecjacji do końca roku dzięki braku jastrzębiej niespodzianki ze strony FOMC i stabilizacji sytuacji na rynkach wschodzących.

**Rynek stopy procentowej** 10-letnie spready rentowności PL-DE oraz PL-USA zbliżyły się do poziomów wsparcia na odpowiednio ok. 266 pb i 15 pb sugerując, że potencjał do dalszego spadku staje się coraz mniejszy. Dodatkowo, 5- i 10-letnie spready asset swap też zbliżyły się do swoich sierpniowych dołków.

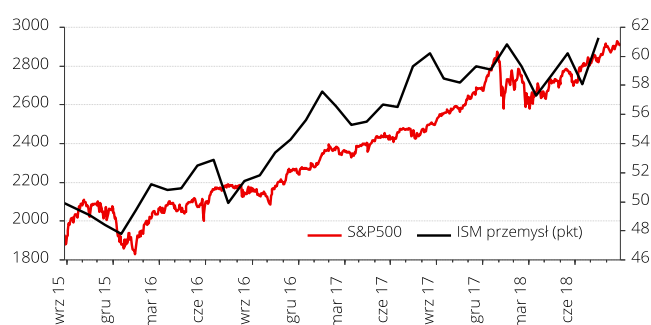
Sądzymy, że długi koniec krajowej krzywej rentowności może wzrosnąć w najbliższych dniach, ale powinien pozostać poniżej wrześniowego szczytu na 3,36%. Niewielką presję na wzrost rentowności na krótkim końcu wywrzeć może publikacja polskiego CPI. Nie spodziewamy się, by wynik posiedzenia RPP wpłynął w zauważalny sposób na rynek.

### EURPLN i S&P500



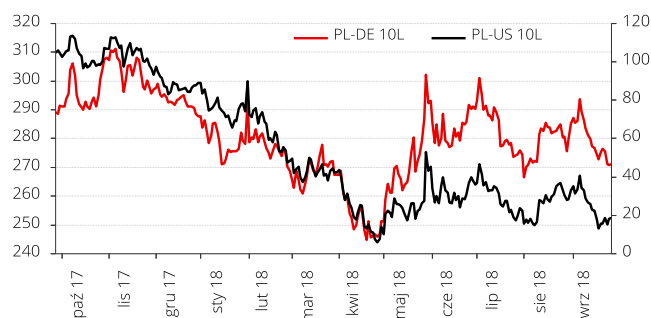
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### S&P500 i ISM dla przemysłu



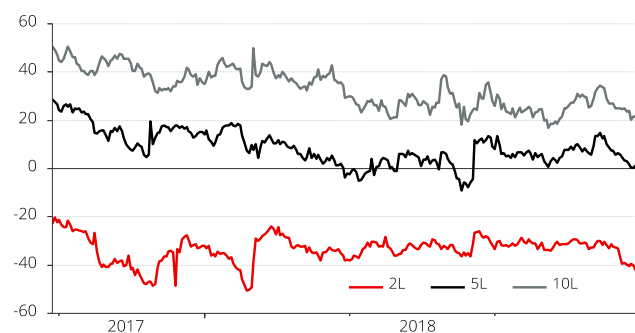
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### 10-letnie spready rentowności



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Czas W-wa	Kraj	Wskaźnik	Okres		Prognoza		Ostatnia wartość
					Rynek	Santander	
<b>poniedziałek (1 października)</b>							
9:00	PL	<b>PMI – przemysł</b>	IX	pkt	<b>51,5</b>	<b>51,2</b>	<b>51,4</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	IX	pkt	53,7	-	53,7
10:00	EZ	PMI – przemysł	IX	pkt	53,3	-	53,3
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępny CPI</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
16:00	US	ISM – przemysł	IX	pkt	60,1	-	61,3
<b>wtorek (2 października)</b>							
9:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	2,4	-	2,4
<b>środa (3 października)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
9:55	DE	PMI – usługi	IX	pkt	56,5	-	56,5
10:00	EZ	PMI – usługi	IX	pkt	54,7	-	54,7
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	185	-	163
16:00	US	ISM – usługi	IX	pkt	58,0	-	58,5
<b>czwartek (4 października)</b>							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	214
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	1,0	-	-0,8
<b>piątek (5 października)</b>							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	0,0	-	-0,9
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IX	tys.	190	-	201
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	3,8	-	3,9

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