

# Tygodnik ekonomiczny

## Tydzień w rytmie samby

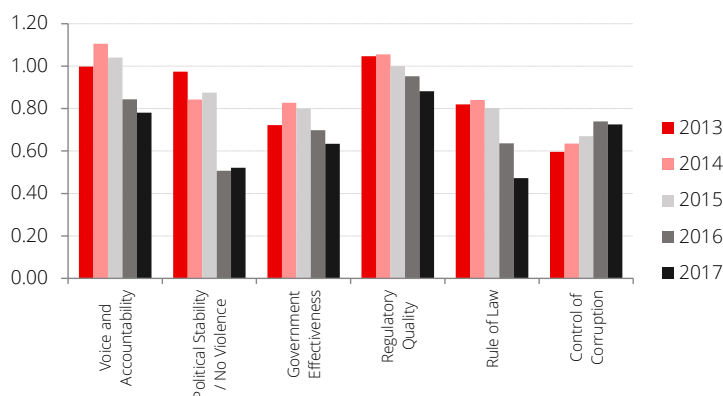
### Najbliższy tydzień w pigułce

- W kalendarzu na najbliższy tydzień jest dość pustawo. Jedyną publikacją krajową będą **sierpniowe dane GUS o handlu zagranicznym** (dla rynku praktycznie nieistotne), za granicą też niewiele danych – uwagę mogą przyciągnąć informacje o niemieckiej produkcji i eksporcie, inflacji w Czechach i na Węgrzech.
- To absolutnie nie oznacza, że będzie nudno. Już w ten weekend odbędzie się **pierwsza tura wyborów prezydenckich w Brazylii**, których wynik może potencjalnie rozbijać nastroje na rynkach rozwijających się. Gdyby wynik mocno wystraszył inwestorów, przecena walut EM może rykoszetem osiągnąć również złote.
- W najbliższych dniach zaplanowano sporo **wypowiedzi przedstawicieli Fed**, a to one m.in. były źródłem przeceny amerykańskich obligacji w ostatnim tygodniu. Trzeba więc liczyć się z nowymi impulsami dla rynku.
- Dodatkowo, zbliża się szczyt UE 'ostatniej szansy' kluczowy z punktu widzenia Brexitu (18 października), więc nowe informacje dot. szans na porozumienie mogą być śledzone pilniej niż do tej pory.
- Na zakończenie tygodnia (w piątek wieczorem) **Fitch i S&P zaplanowały przegląd polskiego ratingu**. Ta druga agencja przy okazji poprzedniego przeglądu w kwietniu podwyższyła nam perspektywę do pozytywnej. Najprawdopodobniej jednak tym razem nie czekają nas żadne zmiany. Wprawdzie sytuacja polskiej gospodarki na tle innych w regionie nadal wygląda wyjątkowo dobrze, ale coraz wyraźniej widać, że szczyt cyklu już za nami i pojawia się coraz więcej obaw o skalę globalnego spowolnienia. W tej sytuacji agencje ratingowe raczej nie będą spieszyły się z poprawą ocen dla kraju, w którym świetna sytuacja fiskalna to przede wszystkim zasługa wyjątkowo dobrej koniunktury, a deficyt strukturalny jest jednym z najwyższych w UE. Drugi argument by się nie spieszyć z poprawą ratingu to pogarszające się oceny ładu instytucjonalnego i praworządności (patrz np. wskaźniki Worldwide Governance Indicators Banku Światowego) oraz trwający spór rządu z UE.

### Wnioski rynkowe

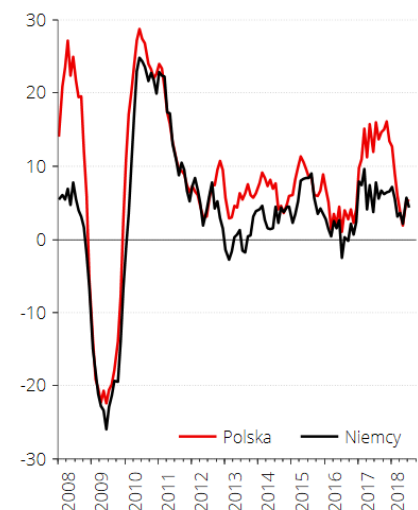
Na horyzoncie jest sporo czynników, które potencjalnie mogą przedłużyć ostatnią korektę złotego, wywołaną umocnieniem dolara i wyprzedają na rynkach długu. Na razie jednak nie zakładamy, aby przerodziło się to w trwały trend deprecjacyjny. Rynki długu też mogą być krótkoterminowo podatne na wahania nastrojów za granicą (np. wybory w Brazylii), ale w perspektywie do końca miesiąca czynnikiem stabilizującym powinny być duże wykupy obligacji rządowych i drogowych + spłaty odsetek, oznaczające, że na rynek napłynie ponad 28 mld zł gotówki.

### Wskaźniki jakości rządów (World Governance Indicators) dla Polski (wyższe = lepsze)



Źródło: Bank Światowy, Santander Bank Polska

### Dynamika eksportu, % r/r, 3M śr.ruch.



Źródło: Thomson Reuters Datastream, 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, CFA 22 534 18 84

## Wydarzenia najbliższego tygodnia

Fitch i S&P mają dokonać **przełądu polskiego ratingu** 12 października wieczorem i naszym zdaniem nie wprowadzą żadnych zmian. Porównując bieżące oceny obu agencji: BBB+ z pozytywną perspektywą od S&P i A-/stabilna od Fitch, wydaje się że ta pierwsza może być bardziej skłonna do działania. Podwyżka ratingu przez S&P jest jednak według nas mało prawdopodobnym scenariuszem. O ile obecne parametry makroekonomiczne i fiskalne wyglądają świetnie to temat erozji instytucjonalnej, który agencja śledzi, nie zniknął. Co więcej, narastające obawy o globalne spowolnienie i czynniki ryzyka obecne na horyzoncie („twardy Brexit”) nie stwarzają klimatu na podwyżki ratingów. S&P podniósł Polsce perspektywę do pozytywnej w kwietniu br., ale historia podpowiada, że nie musi to zapowiadać podwyżki ratingu. Następnym ruchem po podniesieniu perspektywy do pozytywnej w 2015 r. była obniżka ratingu rok później. W 2008 r. agencja wróciła do stabilnej perspektywy 6 miesięcy po przyznaniu perspektywy pozytywnej, w 2005 r. po 12 miesiącach.

**Dane GUS o handlu zagranicznym** za sierpień przychodzą w czasie niepokojącego pogorszenia wskaźników nowych zamówień z zagranicy w wielu krajach, w tym w polskim przemyśle. Dane pomogą ocenić skalę spowolnienia w eksporcie.

## Ostatni tydzień w gospodarce

Indeks **PMI dla polskiego przemysłu** spadł we wrześniu do 50,5 pkt, najniżej od 23 miesięcy, z 51,4 pkt w sierpniu. Pogorszyły się oceny produkcji i zamówień (wskaźnik dla tych drugich zszedł poniżej neutralnego poziomu 50 pkt, zamówienia eksportowe wypadły najslabiej od czterech lat), firmy ograniczały aktywność zakupową, ale presje cenowe pozostały dość silne. PMI prawdopodobnie tracił ze względu na obawy o wojny handlowe. To potwierdzenie, że szczyt cyklu już za nami i w II poł. 2018 mogą nie powtórzyć się już odczyty wzrostu gospodarczego przekraczające 5% r/r z I półrocza.

We wrześniu **inflacja CPI** obniżyła się do 1,8% r/r po trzech miesiącach na poziomie 2,0% r/r, poniżej oczekiwań rynkowych. Szacujemy, że inflacja bazowa wpadła w przedział 0,8-0,9% r/r, zamiast przyspieszyć do 1% jak wcześniej zakładaliśmy. Przy braku mocnych tendencji w inflacji bazowej wskaźnik CPI może zakończyć rok poniżej 2% r/r.

**Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian**, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa referencyjna nadal wynosi 1,5%. Ton oficjalnego komunikatu nie uległ zasadniczej zmianie, mimo krótszej niż poprzednio treści. Przebieg konferencji prasowej również nie pozostawia wątpliwości, że stanowisko większości członków RPP pozostaje niezmiennie – wciąż nie widać powodów do rozważania zmian w polityce pieniężnej, przynajmniej do końca 2019 r.

Minister Finansów Teresa Czerwińska powiedziała, że po sierpniu **budżet centralny** znów wykazał nadwyżkę, 1,1 mld zł. Tymczasem spodziewaliśmy się, że dojdzie do pogłębienia deficytu z 0,9 mld zł do 2 mld zł. Dochody okazały się wyższe od naszych oczekiwań a wydatki mniejsze. Dynamika wpływów z VAT w okresie styczeń-sierpień przyspieszyła do 4,7%, co oznacza, że w samym sierpniu dochody z VAT wzrosły o 19,6% r/r (po spadku o ponad 6% r/r w lipcu). Dane nt. wykonania budżetu to pozytywna niespodzianka po tym jak poprzedni odczyt wykazał zaskakujące pogorszenie się salda.

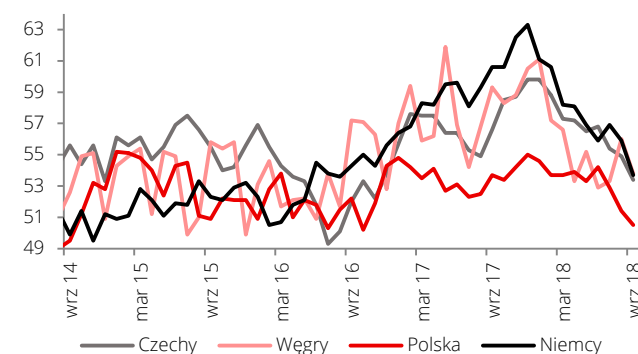
**GUS zrewidował dane o PKB** za 2017 r. – tempo wzrostu zostało podniesione z 4,6% do 4,8%. Najmocniej skorygowano w górę wzrost inwestycji (o 0,5pkt. proc. do 3,9%), lekko poprawiły się też szacunki konsumpcji prywatnej i rządowej (o 0,1 pp., do odpowiednio 4,9% i 3,5%). Na razie nie wiadomo, jak korekta danych wpłynęła na poszczególne kwartały 2017 r. (zrewidowane dane kwartalne mają zostać opublikowane do końca listopada), w związku z czym prognoza dynamiki PKB na III kw. br. obarczona jest dodatkową niepewnością.

## Ratingi i ich perspektywy dla krajów regionu

Kraj/Agencja	Fitch	S&P	Moody's
Polska	A-/stabilna	BBB+/pozytywna	A2/stabilna
Czechy	AA-/stabilna	AA-/stabilna	A1/pozytywna
Węgry	BBB-/pozytywna	BBB-/pozytywna	Baa3/stabilna
Rumunia	BBB-/stabilna	BBB-/stabilna	Baa3/stabilna

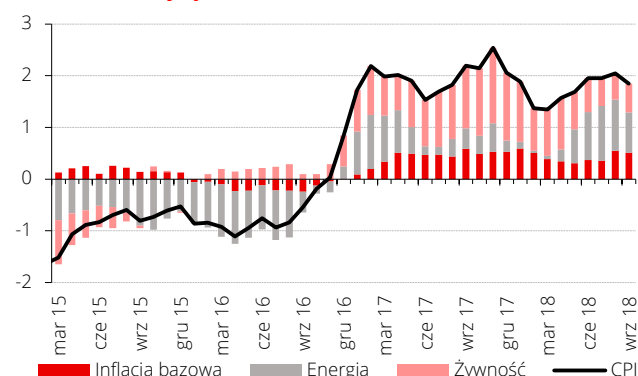
Źródło: Bloomberg, Santander Bank Polska

## PMI dla przemysłu w regionie i w Niemczech



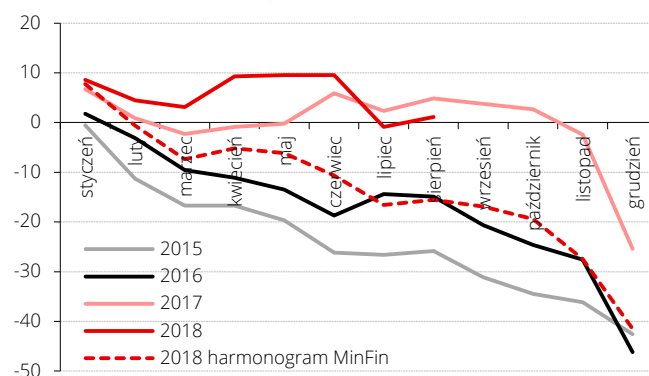
Źródło: IHS Markit, Santander Bank Polska

## Rozbicie rocznej dynamiki CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Realizacja salda budżetu państwa (narastająco), mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Na rynku walutowym, złoty był względnie stabilny do środy, po czym zaczął tracić na fali globalnego pogorszenia nastrojów na rynkach wschodzących po silnym umocnieniu dolara. Było ono konsekwencją wyprzedzaży na amerykańskim rynku długu. W konsekwencji, EURPLN przesunął się z 4,2850 na początku tygodnia do 4,3070 na zamknięciu. Ruchowi temu towarzyszył wzrost USDPLN z 3,6880 na początku tygodnia do 3,7500 na końcu.

**Rynek stopy procentowej** Miniony tydzień upłynął pod znakiem wyprzedzaży obligacji na rynkach bazowych oraz krajowym. Wyzwalaczem dla wyprzedzaży były opublikowane w połowie tygodnia dane z rynku pracy w USA (raport ADP), dane na temat koniunktury w sektorze usługowym oraz wypowiedzi członków Fed. W efekcie, doszło do wypchnięcia w górę krajowej krzywej o około 4-9 pb. Ruch ten był jednak nieporównanie mniejszy niż wzrosty dochodowości na rynkach bazowych. Na czwartkowej aukcji wskaźnik popyt/podaż nie był zbyt wysoki (1,45), jednak rentowności osiągnięte na krótkim końcu krzywej były nieco lepsze niż rynkowe. Debiutująca obligacja PS0424 uzyskała rentowność 2,73%.

### Kluczowe wydarzenia

W tym tygodniu brak jest publikacji ważniejszych danych z kraju. W związku z tym kluczowe dla rynku finansowego będą dane z Niemiec na temat eksportu i produkcji przemysłowej (spodziewamy się słabych danych) oraz wyniki wyborów w Brazylii (zaplanowane na ten weekend).

Na piątek S&P i Fitch zaplanowały rewizję ratingu Polski.

24 października zaplanowane są wykupy i spłaty odsetek obligacji drogowych KFD (11,65 mld zł kapitału i 0,78 mld zł odsetek), zaś 25 października obligacji rządowych (11,92 mld zł kapitał + 3,98 mld zł odsetek).

### Wpływ na rynek

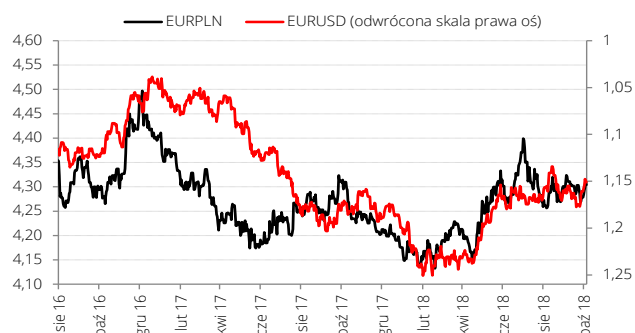
**Rynek FX** Sądzymy, że słabe dane z niemieckiego przemysłu w połączeniu z mocnymi danymi z amerykańskiego rynku pracy z poprzedniego tygodnia będą negatywnie wpływać na euro, a w konsekwencji na złotego. Elementem ryzyka dla tego scenariusza może być próba osłabiania dolara poprzez wypowiedzi Donalda Trumpa (np. w postaci kolejnej próby dezawuacji polityki Fed).

W minionym tygodniu EURPLN testował opór na 4,31. Jeśli zostanie on przeбит, kolejnym celem będzie sierpniowy szczyt na ok. 4,34. Wybory w Brazylii mogą spowodować wyprzedzaż złotego. Jednak nie zakładamy, by doprowadziło to do wejścia złotego w trwały deprecjacyjny trend.

**Rynek stopy procentowej** W perspektywie tygodnia nad rynkiem długu może cały czas wisieć przecena na rynkach bazowych, sprowokowana przez ostatnie dane z USA i wypowiedzi członków Fed. Ponadto początek tygodnia może być pod wpływem wyników wyborów prezydenckich w Brazylii.

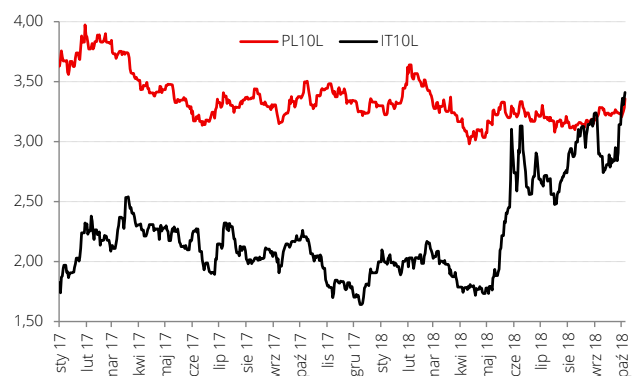
W perspektywie końca miesiąca krajowy dług będzie pod wpływem oczekiwanych wykupów obligacji OK1018 i KFD. Naszym zdaniem pozytywny efekt z tym związany oraz zaplanowanie aukcji na tuż po wykupie papierów serii rządowych i KFD będzie sprzyjał poprawie wycen długu w drugiej części miesiąca.

### EURPLN i EURUSD



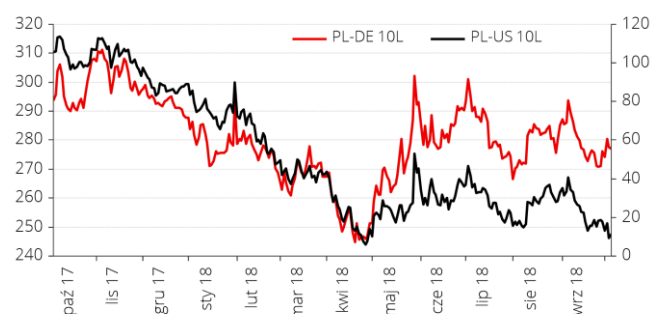
Źródło: ThomsonReuters, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich i włoskich obligacji 10L



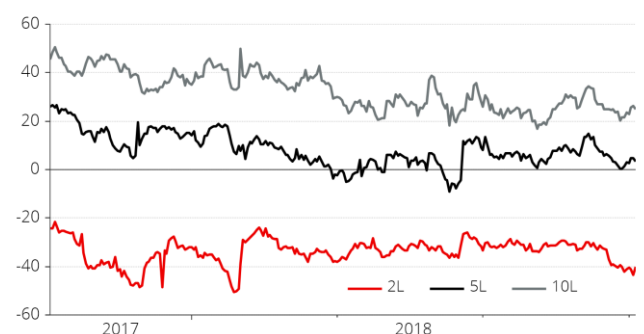
Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska SA

### 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 (8 października)</b>							
03:45	CH	PMI usługi	IX	pkt	51,4	-	51,5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	VIII	% m/m	0,5	-	-1,1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	2,6	-	10,3
<b>wtorek (9 października)</b>							
08:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	0,5	-	-0,8
09:00	CZ	Inflacja	IX	% r/r	2,5	-	2,5
09:00	HU	Inflacja	IX	% r/r	3,5	-	3,4
<b>środa (10 października)</b>							
Brak ważnych wydarzeń							
<b>czwartek (11 października)</b>							
14:30	US	Inflacja	IX	% m/m	0,2	-	0,2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	207
<b>piątek (12 października)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	IX	% m/m	0,4	-	0,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0,5	-	-0,8
16:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	100,8	-	100,1
PL	<b>Fitch przegląd ratingu</b>						
PL	<b>S&amp;P przegląd ratingu</b>						

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