

Tygodnik ekonomiczny

Bazowy dług kluczowy dla innych aktywów

Najbliższy tydzień w pigułce

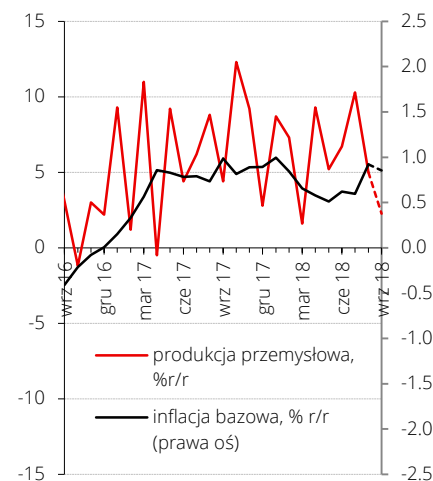
- Poznamy dużo danych z Polski, w tym produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną. Nasza prognoza tej pierwszej jest wyraźnie poniżej konsensusu. Oczekujemy też lekkiego cofnięcia się inflacji bazowej.
- Globalni inwestorzy skupią się zapewne na danych z USA i kwartalnych wynikach spółek, których publikacje zaczną się już w piątek, 12 października.
- 17-18 października odbędzie się szczyt UE poświęcony Brexitowi. Negatywny wynik byłby trudnym testem dla funta, który umacniał się przez ostatnie tygodnie na nadziejach, że negocjacje są bliskie ukończenia. Do poniedziałku kraje członkowskie strefy euro mają dostarczyć Komisji Europejskiej projekty przyszłorocznych budżetów, co przypomni inwestorom o sporze Włochy-UE nt. stosowania się kraju do reguł fiskalnych, bolesnym dla włoskiego długu.
- W regionie CEE, bank centralny Węgier podejmie decyzję ws. stóp procentowych.

Wnioski rynkowe

Rentowności na rynkach bazowych ustabilizowały się po dużym ruchu w górę z poprzednich tygodni. Wg nas, trend na rynkach bazowych miał duży wpływ na ceny akcji, które z kolei wyznaczyły kierunek dla walut z rynków wschodzących. Widzieliśmy już podobne zjawisko na początku 2018.

Jeśli reakcja rynku obligacji miałaby być taka sama w skali, co na początku 2018, to teraz moglibyśmy zaobserwować odreagowanie na rynku akcji. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza są dane z USA, które mogą pchnąć rentowności w górę jeśli będą powyżej prognoz. Według nas, wpływ ewentualnego wzrostu rentowności na rynkach bazowych na polski dług będzie ograniczony. Oczekujemy, że EURPLN pozostanie w przedziale 4,26-4,34, a trendy na rynkach bazowych wyznaczą kierunek w krótkim terminie.

Produkcja i inflacja



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

Wydarzenia najbliższego tygodnia

Finalny odczyt wrześniowej **inflacji** da nam lepsze rozeznanie jak kształtowały się ceny. Chcemy zobaczyć, które z podkategorii przyczyniły się do spadku dynamiki CPI do 1,8% z 2,0% w sierpniu. Przyczyniły się do tego paliwa, ale nie tylko. Kategorie bazowe także odnotowały spadki, w związku z czym **inflacja bazowa** prawdopodobnie trafiła do przedziału 0,8-0,9% r/r (względem 0,9% w sierpniu). Według nas presja cenowa będzie dalej rosła w nadchodzących miesiącach. We wrześniu prawdopodobnie spadnie inflacja PPI, choć w naszej opinii będzie to spowodowane głównie efektem bazy. Oczekujemy, że **PPI** pozostanie bliski 3% w następnych miesiącach.

Jesteśmy pesymistami jeśli chodzi o wynik produkcji we wrześniu, a nasze prognozy dla **przemysłu i budownictwa** są poniżej konsensusu rynkowego. Naszym zdaniem przemysł mógł ucierpieć z powodu słabszego wzrostu w handlu światowym oraz rozczarowujących wyników niemieckiego przemysłu i eksportu w sierpniu. Z drugiej strony, budownictwo będzie w coraz większym stopniu pod presją z powodu braku wykwalifikowanej siły roboczej.

Nie jesteśmy także optymistami co do **danych z rynku z pracy**. Tempo wzrostu zatrudnienia staje się słabsze, a wzrost płac będzie utrzymany w ryzach przez negatywny efekt dni roboczych.

W naszej opinii, wzrost **realnej sprzedaży detalicznej** w sierpniu powinien wynieść 6,5% r/r, delikatnie mniej niż w poprzednich miesiącach, ale to wystarczy, żeby średni wzrost w III kw. (6,8% r/r) przewyższył II kw. (6,1%). We wskaźnikach nastrojów konsumenckich za październik będziemy śledzić czy wystąpiły dalsze spadki w indeksie oczekiwanej sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

Ostatni tydzień w gospodarce

Według Rzeczypospolitej, rząd pracuje nad **rekompensatami za wyższe ceny prądu** dla firm i gospodarstw domowych. Projekt zakłada przeznaczenie jednej trzeciej wpływów ze sprzedaży praw do emisji CO2 (w 2018 było to ok. 5 mld zł) na wsparcie dla firm energochłonnych a dwóch trzecich dla uboższych gospodarstw domowych. Wg nas, fakt istnienia takiego projektu zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych (taryfę zatwierdza URE, który jest agencją rządową). Ostatnio zrewidowaliśmy prognozę inflacji na 2019 r. na 2,6% z 2,3%, zakładając, że URE może wstrzymać podwyżki cen dla gospodarstw domowych. W przeciwnym scenariuszu wpływ wyższych prąd na inflację byłby mocniejszy i szybszy niż zakładamy.

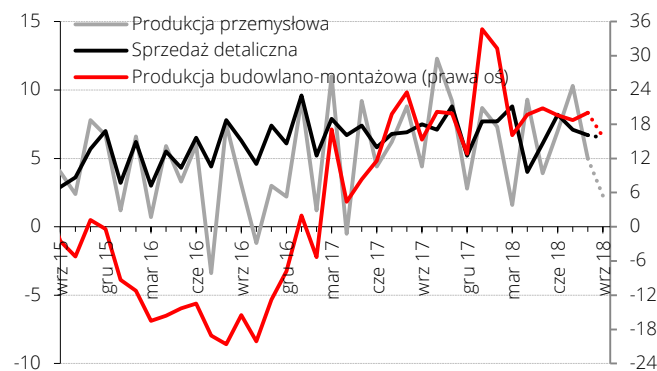
Dane o handlu zagranicznym GUS pokazały, że w sierpniu eksport wzrósł o 7,8% r/r a import o 11,4% r/r, czyli o ok. 2 pkt. proc. szybciej niż założyliśmy w naszej prognozie danych NBP, które zostaną opublikowane 15 października (i nie są całkiem spójne z danymi GUS, więc nie widzimy dużego ryzyka w górę dla naszych prognoz).

W piątek 12 października **agencja S&P** ma zaplanowany dzień przeglądu polskiego ratingu (podobnie jak Fitch). Ostatnio agencja zrewidowała swoje prognozy deficytu finansów publicznych do 0,9% PKB z 2,0% PKB. Inne agencje również ostatnio rewidowały swoje prognozy polskiej gospodarki w kierunku szybkiego wzrostu i lepszych miar fiskalnych.

Cytat tygodnia

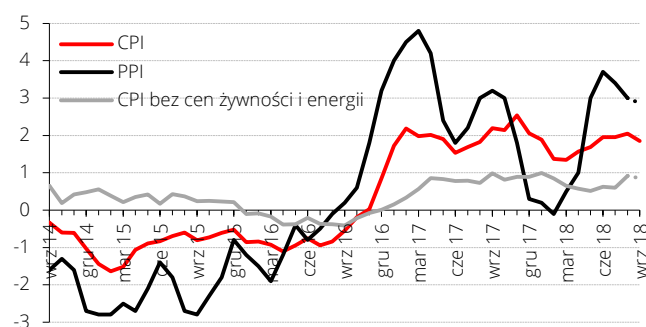
Prezes NBP **Adam Glapiński** powiedział, że RPP nie zmieniła interpretacji celu inflacyjnego. Ostatnie posiedzenie i wypowiedzi prezesa („Dopóki jesteśmy w przedziale, to jesteśmy w celu”) mogły sugerować, że Rada zaczęła traktować cel jako przedział a nie punktowo. Pisaliśmy w naszym ostatnim **MAKROskopie**, by nie przesadzać z interpretacją słów prezesa NBP z konferencji. Jak widać – mieliśmy rację. Z kolei, zdaniem **Kamila Zubelewicza**, niektórzy członkowie Rady rozumieją jednak cel jako przedział. Ten jastrzębi członek RPP przypomniał, że wciąż opowiada się za podwyżkami stóp, ale uważa że Rada może jednak ich nie podnieść do końca kadencji. Wypowiedzi bankierów centralnych z ostatniego tygodnia nie zmieniają naszej percepcji polityki pieniężnej w Polsce: uważamy, że RPP zacznie podnosić stopy najwcześniej pod koniec 2019 r.

Produkcja i sprzedaż detaliczna, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Wskaźniki inflacji, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

Ceny kontraktów terminowych na prąd, zł/MWh



Źródło: TGE, Santander Bank Polska

Adam Glapiński, prezes NBP, PAP, 10 października

Nie nastąpiły żadne zmiany dotyczące poziomu oraz sposobu rozumienia celu inflacyjnego NBP.

Kamil Zubelewicz, członek RPP, PAP, 12 października

Przedziałowe rozumienie celu inflacyjnego przez niektórych członków RPP budzi we mnie poważne obawy. W praktyce oznaczałoby ono, że RPP będzie skłonna tolerować wyższą inflację. (...) RPP prowadzi obecnie politykę adaptacyjną, rośnie ryzyko zbyt późnej reakcji RPP na rosnącą inflację. (...) Podtrzymuję stanowisko, że RPP powinna była podwyższyć stopy procentowe, by uniknąć ryzyka wybiecia inflacji powyżej celu. Zgodnie z obecnymi prognozami, ryzyko to zmaterializuje się w ciągu dwóch – trzech kwartałów. (...) Nadal obawiam się jednak, że stopy procentowe mogą pozostać niezmienione przez całą kadencję obecnej Rady.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Mijający tydzień był spokojny na polskim rynku, a EURPLN wahał się w przedziale ok. 4,30-4,32 przez większość dni, a w piątek spadł do 4,29. Krajowa waluta zyskała dzięki umocnieniu polskich obligacji i słabemu dolarowi. Złoty umocnił się też do franka, ale stracił do funta (który korzystał z rosnących szans na „łagodny Brexit”).

Rynek stopy procentowej Rentowności obligacji spadły mocniej niż stawki IRS. Polski dług korzystał z zatrzymania trendu wzrostowego rentowności na rynkach bazowych i faktu, że inwestorzy wykorzystali do zakupów wzrost 10-letniej rentowności do oporu na ok. 3,30%.

Kluczowe wydarzenia

Globalni inwestorzy skupią się zapewne na danych z USA i kwartalnych wynikach spółek, których publikacje zaczną się już w ten piątek. Poza tym, kluczowy będzie trend rentowności na rynkach bazowych, który w naszej ocenie był istotny dla innych aktywów w ostatnich dniach.

Poznamy dużo danych z Polski, w tym produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną. Nasza prognoza tej pierwszej jest wyraźnie poniżej konsensusu. Oczekujemy też większego deficytu na rachunku obrotów bieżących.

W regionie CEE odbędzie się posiedzenie banku centralnego Węgier.

Wpływ na rynek

Rentowności na rynkach bazowych ustabilizowały się po dużym ruchu w górę z poprzednich tygodni. Wg nas, trend na rynkach bazowych miał duży wpływ na ceny akcji, które z kolei wyznaczyły kierunek dla walut z rynków wschodzących. Widzieliśmy już podobne zjawisko na początku 2018, kiedy wzrost rentowności pchnął ceny akcji w dół, bowiem rynek zaczął wyceniać fakt, że ceny akcji w rekomendacjach mogą zostać zrewidowane w dół kiedy do modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) zastosuje się wyższe stopy procentowe. Sądzymy, że bieżąca sytuacja przypomina trochę to co widzieliśmy na początku br., z dodatkowym czynnikiem ryzyka w postaci publikacji kwartalnych wyników przez spółki.

Rynek stopy procentowej Jeśli reakcja rynku obligacji miałaby być taka sama w skali, co na początku 2018, to teraz moglibyśmy zaobserwować odreagowanie na rynku akcji. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza są dane z USA, które mogą pchnąć rentowności w górę jeśli będą powyżej prognoz. Rynek wycenia grudniową podwyżkę stóp Fed o 25 pb, ale nie dyskontuje trzech na 2019 (oczekiwanych przez członków FOMC).

Wg nas, wpływ ewentualnego wzrostu rentowności na rynkach bazowych na polski dług będzie ograniczony. 10-letnia rentowność utrzymuje się poniżej majowego szczytu na 3,30% i sądzymy, że ten opór będzie nadal działał. Ostatnie dni pokazały, że kiedy rynek zbliża się do tego poziomu, inwestorzy korzystają z okazji i kupują w lokalnym dołku. Wsparciem dla tego scenariusza mogą być gorsze od prognoz dane o produkcji, których się spodziewamy.

Rynek FX Jak wskazaliśmy powyżej, trend na rynkach bazowych długu i jego wpływ na indeksy giełdowe i dolara (wzrost rentowności obligacji USA umocnił amerykańską walutę podczas ostatnich sesji) może być kluczowy dla złotego w najbliższych dniach. EURPLN waha się w połowie przedziału 4,26-4,34 i zakładamy, że w krótkim terminie nie dojdzie do istotnych zmian.

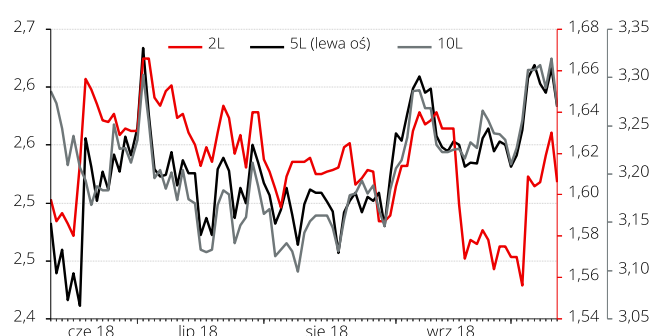
Bank centralny Węgier ma posiedzenie we wtorek. Miesiąc temu bank wprowadził nieco mniej gołębią retorykę, która umocniła forinta. Teraz rentowność 10-letniej węgierskiej obligacji przebiła 3,90%, rosnąc najwyższej od połowy 2015, co może powstrzymać bank od dalszego zaostrzania retoryki. W efekcie nie oczekujemy, by wynik posiedzenia miał w tym miesiącu pozytywny wpływ na forinta.

EURPLN



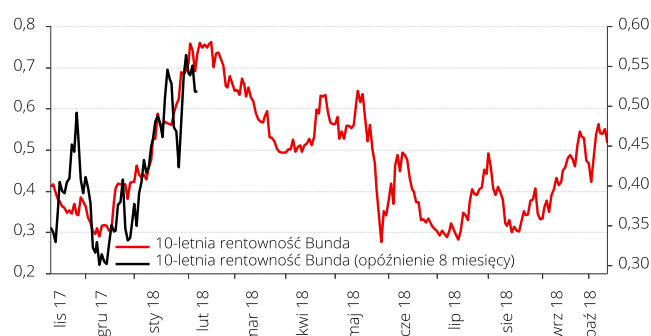
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Rentowność 10-letniej obligacji Niemiec



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Indeks S&P500



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (15 października)							
10:00	PL	Inflacja	IX	% r/r	-	1,8	1,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VIII	mIn €	-396	-287	-809
14:00	PL	Bilans handlowy	VIII	mIn €	-321	-415	-432
14:00	PL	Eksport	VIII	mIn €	16 944	16 874	17 115
14:00	PL	Import	VIII	mIn €	17 254	17 289	17 547
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0,7	-	0,1
WTOREK (16 października)							
10:00	PL	Zatrudnienie	IX	% r/r	3,4	3,4	3,4
10:00	PL	Płace	IX	% r/r	7,1	6,9	6,8
11:00	DE	ZEW	X	pkt	74,3	-	76,0
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,9	-	0,9
14:00	PL	Inflacja bazowa	IX	% r/r	0,8	0,9	0,9
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IX	% m/m	0,3	-	0,4
ŚRODA (17 października)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	4,5	2,3	5,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	IX	% r/r	18,5	15,8	20,0
10:00	PL	PPI	IX	% r/r	2,8	2,9	3,0
11:00	EZ	HICP	IX	% r/r	2,1	-	2,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	-5,0	-	9,2
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (18 października)							
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	207	-	214
14:30	US	Indeks Philly Fed	X	pkt	21,0	-	22,9
PIĄTEK (19 października)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	6,2	6,5	6,7
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	% m/m	-0,6	-	0,0

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