

# Tygodnik ekonomiczny

## Ważne dane z Europy i wybory w Polsce

### Najbliższy tydzień w pigułce

- Krajowy kalendarz danych makro na ten tydzień jest pustawy, zawiera publikację stopy bezrobocia oraz podaży pieniądza za wrzesień. W obu wypadkach spodziewamy się odczytów blisko konsensusu. Przy dobrych wiatrach Ministerstwo Finansów zdoła zaprezentować wyniki budżetu za wrzesień, gdzie oczekujemy wzrostu nadwyżki do 2 mld zł.
- Tym razem krajowym źródłem turbulencji dla rynku mogą być wyniki wyborów samorządowych. Również piątkowa decyzja TSUE, który przychylił się do wniosku KE o zawieszenie przepisów o SN w Polsce, może obciążać krajowe aktywa, choć na jakieś konkrety trzeba będzie poczekać. Negatywna decyzja rynku mogłaby się pojawić, gdyby rząd nie wykonał postanowienia TSUE.
- Globalni inwestorzy będą koncentrować się na danych z Europy, gdzie zobaczymy wstępne dane PMI z przemysłu Eurostrefy oraz konferencję EBC. W przypadku PMI spodziewamy się dalszego nieznacznego pogorszenia odczytów. Konferencja EBC pozostanie zapewne utrzymana w łagodnym tonie, w obliczu obniżonej aktywności europejskiego sektora przemysłowego i wiszących nad nim zagrożeń. W dalszym ciągu też rynkom ciężać będą napięcia na linii UE-Włochy.

### Wnioski rynkowe

Względnie łagodna reakcja długu na wyprzedzaże długu w USA i jastrzębie odebranie minutes FOMC sugeruje, że przyszły tydzień powinien być relatywnie dobry dla krajowych obligacji. Ponadto rynek długu powinien być wspierany przez słabe dane PMI z Europy i zawartość konferencji EBC.

Elementem ryzyka dla rządowych papierów dłużnych pozostają wybory samorządowe, gdzie w wypadku uzyskania przez PiS wyników wyraźnie poniżej bieżących sondaży możemy liczyć się z pewną przeceną krajowego długu (gdyby sprowokowało to rząd do zmiany stanowiska na bardziej agresywne).

Złoty raczej nie będzie miał dobrej passy. Tak dane z Europy (EBC, PMI), jak ryzyka polityczne (potencjalne niepowodzenie PiS w wyborach samorządowych, wzrost napięcia na linii Włochy-UE), nie posłużą złotemu. Jedynym jasnym punktem dla naszej waluty może być publikacja danych budżetowych.

### Główne dane makro za wrzesień, % r/r

Kategoria	Poprzedni odczyt	Oczekiwania rynkowe	Wynik
Sprzedaż detaliczna	6,7	6,2	3,6
Zatrudnienie	3,4	3,4	3,2
Płace	6,8	7,1	6,7
Produkcja przemysłowa	5,0	4,5	2,8
Produkcja budowlana	20,0	18,5	16,4

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 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

Spodziewamy się, że we wrześniu stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała bez zmian na 5,8%. Widzieliśmy już wstępne dane z Ministerstwa Pracy, więc niespodzianka jest mało prawdopodobna. W tym tygodniu poznamy też dane o wykonaniu budżetu we wrześniu. Uważamy, że nadwyżka może pójść nieco w górę.

## Ostatni tydzień w gospodarce

W piątek wieczorem **agencja ratingowa S&P zaskoczyła podwyżką ratingu Polski "BBB+" do "A-"**. Jako argumenty agencja wymieniła zrównoważony wzrost gospodarczy, poprawę sytuacji fiskalnej i wzrost konkurencyjności. Według S&P, rating mógłby zostać podniesiony jeszcze bardziej, jeśli realny wzrost dochodów utrzyma się powyżej dynamiki notowanej u głównych partnerów handlowych, spadłby nominalny dług publiczny, oszczędności prywatne wzrosłyby w wyniku wprowadzenia Pracowniczych Planów Kapitałowych.

W sierpniu powyżej oczekiwań był zarówno **eksport** (7,4% r/r) jak i **import** (11,2% r/r). Jest to dość ważny pozytywny sygnał w otoczeniu globalnych obaw o handel. Mimo to wciąż sądzimy, że tempo wzrostu eksportu może spowolnić w dalszej części roku.

**Finalny odczyt inflacji CPI** we wrześniu pokazał 1,9% r/r wobec wstępnego 2,0% r/r w sierpniu. Główna miara inflacji bazowej, CPI bez cen żywności i energii, wyniosła 0,8% r/r we wrześniu wobec 0,9% r/r w poprzednim miesiącu. Uważamy, że ceny będą rosły, w 2019 r. średnio o 2,6% r/r wobec 1,8% r/r w 2017 r. Minister energii Krzysztof Tchórzewski zapowiedział, że rachunek za prąd nie wzrośnie o więcej niż 5% (ostateczną decyzję podejmuje URE). Taki wzrost dla odbiorców detalicznych oznaczałby podbicie inflacji w 2019 o 0,2-0,3 pp.

W Polsce, **zatrudnienie** w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu spowolniło do 3,2% r/r z 3,4% r/r. W skali miesiąca zatrudnienie spadło o 4,2 tys. co jest najsłabszym wynikiem dla września od 2012. To już trzecia negatywna niespodzianka ze strony wzrostu zatrudnienia z rządu, trzeci raz negatywnie zaskoczyły również **płace**, rosnąc 6,7% r/r.

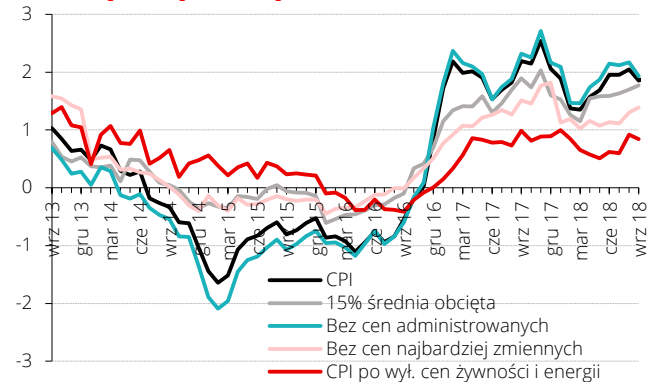
Wrześniowe dane o **produkcji** były gorsze od oczekiwań, ale bliskie naszej pesymistycznej prognozie: przemysł zanotował 2,8% r/r a w budownictwo 16,4% r/r. Dane wpisały się w nasze oczekiwania, że gospodarka przeszła w II poł 2018 r. w fazę spowolnienia i osiągnie w tym okresie wzrost istotnie niższy od 5% z pierwszego półrocza.

**Sprzedaż detaliczna** zaskoczyła negatywnie we wrześniu. Zamiast realnego wzrostu o 6,2% r/r jak zakładał rynek, zobaczyliśmy 3,6%. To wynik niższy od najniższej prognozy na rynku. Załamanie w sprzedaży samochodów związane z wejściem nowej normy spalinowej nie wyjaśnia w całości tego spowolnienia. Nie odczytujemy wrześniowego wyniku sprzedaży jako zapowiedzi załamania konsumpcji ze względu na wciąż niskie bezrobocie i wysoki wzrost płac.

## Cytat tygodnia

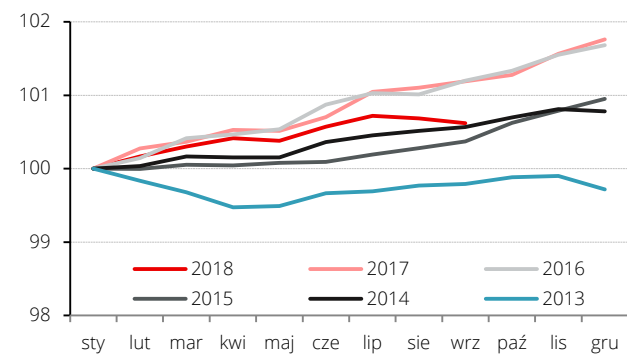
Jerzy Żyźniński jest według oceny analityków jednym z najbardziej gołych członków RPP i już wcześniej sugerował on, że najbliższym ruchem Rady może być obniżka a nie podwyżka, zatem kolejna wypowiedź o presji na obniżki stóp nie jest dla nas niespodzianką. Wypowiedź ta nie zmienia naszych poglądów na politykę pieniężną (następnym ruchem podwyżka, najwcześniej pod koniec 2019 r.). Dość zaskakujące wydaje się natomiast stwierdzenie, że inflacja ma drugorzędne znaczenie, gdyż „głównym celem polityki pieniężnej pozostaje zapewnienie stabilności cen” (za: Założenia polityki pieniężnej na rok 2018). Zupełnie nie zgadzamy się też z perspektywami inflacji przedstawionymi przez członka Rady i uważamy, że mocno nie docenia on wpływu cen energii na inflację. Wprawdzie komentarze Grażyny Ancyparowicz mogą wydawać się sprzeczne, ale naszym zdaniem nie są: na razie stopy powinny pozostać stabilne, ale za rok mogą pójść w górę. Warto w tym kontekście zauważyć, że Grażyna Ancyparowicz spodziewa się wzrostu PKB w przedziale 4,0-4,5% r/r w 2019 r. Realizacja naszej nieco bardziej pesymistycznej prognozy (3,7% r/r) mogłaby oznaczać, że byłaby ona mniej skłonna do podwyżek stóp.

## CPI i miary inflacji bazowej, % r/r



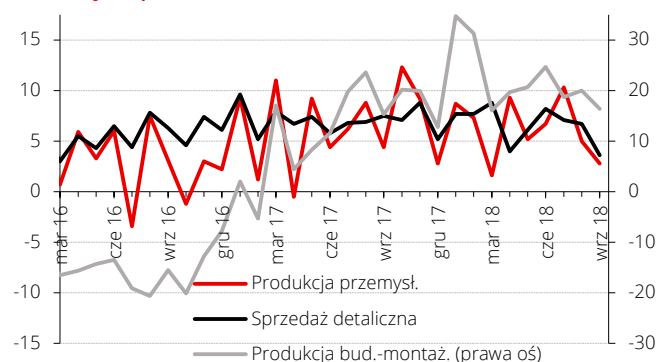
Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

## Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty=100)



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Produkcja i sprzedaż detaliczna (realnie), % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

## Jerzy Żyźniński, członek RPP, PAP, 18 października

Jestem tego samego zdania co prezes Glapiński, że na razie nie ma żadnych przesłanek, by zmieniać stopy procentowe. Być może nawet są przesłanki, żeby je obniżyć: mamy jedne z najwyższych stóp w Europie. Gdyby EBC podwyższył stopy, to zmniejszyłyby się ich dysparytet między strefą euro a Polską. Spadłaby presja na obniżki stóp w Polsce, bo taka presja nadal istnieje. Z drugiej strony na pewno nie zwiększyłaby się presja na podwyżki stóp w Polsce. Podwyżka stóp w Polsce byłaby - moim zdaniem - uzasadniona wyłącznie w przypadku nadmiernego wzrostu popytu na kredyt. Inflacja ma tu drugorzędne znaczenie. Przynajmniej przez rok nie ma przesłanek, by inflacja przyspieszyła. Szacuje się, że nawet gdyby nastąpił wzrost cen energii o połowę, to spowodowałby zwiększenie inflacji o 0,1 do 0,2 pkt. proc.

## Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, PAP

**15 października** Nie wykluczam, że może wystąpić potrzeba rozpoczęcia bardzo poważnej dyskusji o podwyżkach stóp procentowych w drugiej połowie przyszłego roku, być może w czwartym kwartale. **18 października** W tej chwili uważamy, że stopy procentowe są optymalne. Mam nadzieję, że przyszły rok nie będzie gorszy niż obecny, nawet jeżeli dynamika PKB będzie nieco słabsza - na poziomie 4, może 4,5 proc.

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Początek tygodnia przyniósł poprawę wycen złotego, jednak jastrzębia interpretacja przez rynki minutes FOMC zaszkodziła naszej walucie. W efekcie wypychając EURPLN z powrotem powyżej 4,30.

**Rynek stopy procentowej** Rentowności obligacji spadały przez większą część tygodnia, zaś przejściowe ich wzrosty związane z przecenami na rynkach bazowych były raczej rachityczne. Mocna pozycja krajowego długu w minionym tygodniu to pochodna negatywnego salda sprzedaż-wykup (-8mld zł) w tym miesiącu. Dodatkowo pozytywne tło dla krajowych obligacji stworzyło niespodziewane podwyższenie ratingu Polski przez S&P na koniec poprzedniego tygodnia.

### Kluczowe wydarzenia

W krajowym kalendarzu danych makro na ten tydzień trudno znaleźć coś ciekawego. Dane o stopie bezrobocia oraz o podaży pieniądza raczej nie spowodują szybszego bicia serca u inwestorów. Wyjątkiem mogą być dane o deficycie budżetowym za wrzesień, które mają szansę być opublikowane w czwartek.

W centrum uwagi będzie aukcja obligacji (poprzedzona wykupem obligacji drogowych – 11,7 mld zł kapitału i 0,8 mld zł odsetek, oraz wykupem serii OK1018 -11,9 mld zł kapitału i odsetek od obligacji rządowych – 4 mld zł). Podaż prawdopodobnie sprzeda się w maksymalnej oczekiwanej kwocie (10 mld zł), zaś inwestorzy uważnie będą przyglądać się cenom na niej uzyskanym.

Nieco inaczej wygląda sytuacja w przypadku kalendarza zagranicznego. Tutaj inwestorzy z uwagą będą przypatrywać się wstępnym danym PMI z Eurostrefy. Zapowiedziana na środę publikacja powinna przynieść dalsze pogorszenie odczytów. W czwartek uwagę rynków zdominuje konferencja EBC. Tu oczekujemy bardzo wyważonego komunikatu w obliczu wewnętrznych napięć w UE oraz słabych danych z sektora przemysłowego.

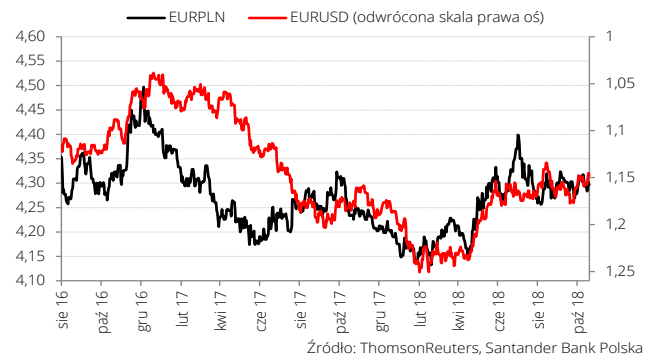
### Wpływ na rynek

**Rynek stopy procentowej** Spadki rentowności z ostatniego tygodnia oraz stosunkowo łagodne odzwierciedlenie wzrostów rentowności za Oceanem przez krajowy rynek obligacji pozwala nam być względnie spokojnym o wyceny portfeli obligacji w najbliższym tygodniu. Wspierać krajowy dług powinny wszystkie ważne publikacje i wydarzenia zaplanowane na najbliższy tydzień.

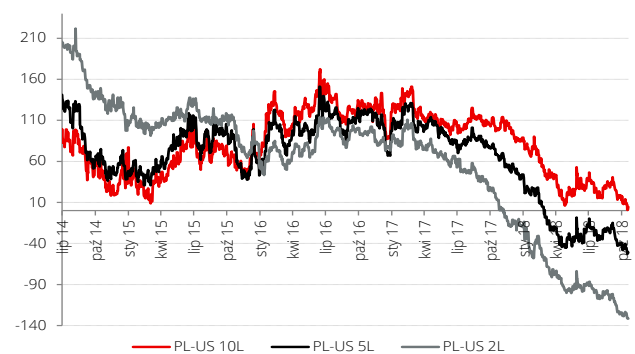
Wykupy i aukcja obligacji zostawią nas z niezaspokojonym popytem na dług. Publikowane wstępne dane PMI-przemysł z Eurostrefy mają minimalne szanse na pozytywne zaskoczenia. Na ich wynikach, poza skutkami wojen celnych, w dalszym ciągu będzie ciążył problem sektora samochodowego z normami WLTP. Co za tym idzie, także konferencja EBC raczej nie ma szans na jastrzębi wydzwięk. Dodatkowym dopalaczem mogą być krajowe dane budżetowe, o ile Ministerstwo wyrobi się w pierwszym terminie. Taki układ wydarzeń pozwala nam oczekiwać 4-5 punktowego zejścia rentowności

**Rynek FX** Złoty pozostanie zapewne pod wpływem oczekiwań na dalsze podwyżki stóp w USA i słabego sentymentu dla walut rynków rozwijających się i ogólniej ryzykownych aktywów. Konferencja EBC, która będzie raczej gołębia w tonie także nie przyniesie nic dobrego walutom naszego regionu. Odsunięcie w czasie perspektyw normalizacji polityki EBC jest jednoznaczne z oddaleniem perspektywy podwyżek stóp w kraju oraz nasileniem obaw o wzrost w Europie. Mimo to sądzimy, że EURPLN nie przebijie 4,34.

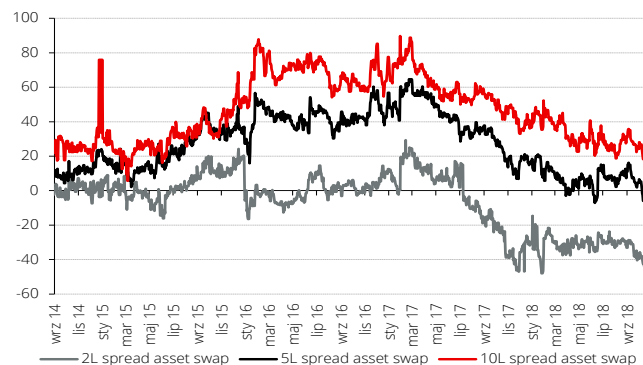
### EURPLN i EURUSD



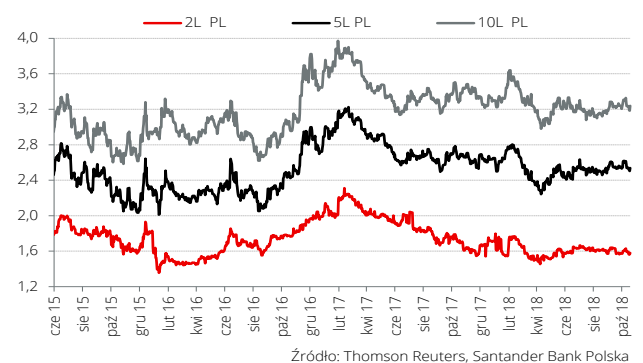
### Spread między polskimi a amerykańskimi obligacjami



### Spread asset swap (pb)



### Rentowności polskich obligacji



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
<b>PONIEDZIAŁEK (22 października)</b>						
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	IX	% r/r	7,5	7,5
<b>WTOREK (23 października)</b>						
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IX	%	5,8	5,8
<b>ŚRODA (24 października)</b>						
09:30	DE	PMI przemysł	X	pkt	53,5	53,7
09:30	DE	PMI usługi	X	pkt	55,5	55,9
10:00	EZ	PMI przemysł	X	pkt	53,0	53,3
10:00	EZ	PMI usługi	X	pkt	54,5	54,7
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IX	% m/m	-0,6	3,5
<b>CZWARTEK (25 października)</b>						
	PL	Wynik budżetu skumulowany	IX	mld PLN	-	2,3
	PL	Wykup obligacji OK1018 (11,9 mld PLN)	X			1,1
10:00	DE	Ifo	X	pkt	103,2	103,7
13:45	EZ	Decyzja EBC	25/10/2018	%	0,0	0,0
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	IX	% m/m	-1,2	4,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	20/10/2018	tys.	214,0	210,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	-0,1	-1,8
<b>PIĄTEK (26 października)</b>						
11:30	PL	Aukcja obligacji			-	
14:30	US	PKB	III kw.	% k/k	3,4	4,2
16:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	99,0	99,0

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