

# Tygodnik ekonomiczny

## Dane potwierdzają spowolnienie

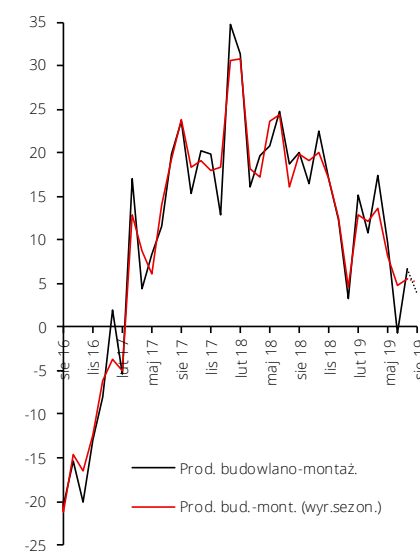
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Obawy inwestorów o nadciągającą globalną recesję w ostatnich dniach nieco zmalały, ale wszelkie wskazówki nt. zmian koniunktury wciąż są pilnie obserwowane. W tym kontekście w najbliższym tygodniu istotne będą publikacje indeksów nastrojów w Europie (wstępne PMI, Ifo, ESI) i dość bogaty zestaw danych z USA, które podpowiedzą co z aktywnością ekonomiczną w kluczowych gospodarkach w III kwartale.
- Krajowe dane publikowane w ostatnich dniach coraz wyraźniej sugerują, że polska osławiona odporność na światową dekonunkturę wyraźnie słabnie i tempo wzrostu gospodarczego będzie dalej hamować. W weryfikacji tej tezy pomogą dane o **produkcji budowlano-montażowej** w poniedziałek i miesięczny Biuletyn statystyczny GUS we wtorek. Nasza prognoza dla budowlanki (3,9% r/r) jest nieco powyżej konsensusu, ale i tak zakłada hamowanie produkcji, spójne ze spowolnieniem wzrostu PKB w III kwartale. Oprócz tego pojawiają się m.in. **minutes z wrześniowego posiedzenia RPP**, które ujawnią czy tym razem był złożony jakikolwiek wniosek o zmianę stóp i prawdopodobnie poznamy też dane MF o wykonaniu budżetu po ośmiu miesiącach.
- W regionie posiedzenia decyzyjne banków centralnych w Czechach i na Węgrzech. W obu przypadkach nie jest oczekiwana zmiana stóp procentowych.
- Tydzień zakończy się **przeglądem polskiego ratingu przez Fitch** – decyzja w piątek po zakończeniu sesji. Nie spodziewamy się żadnej zmiany.

### Wnioski rynkowe

- Złoty osłabił się na koniec tygodnia po informacji, że wyrok TSUE w sprawie kredytów frankowych ma być ogłoszony 3 października i uważamy, że ruch EURPLN w górę może jeszcze być kontynuowany, nawet do 4,40. Pomogą w tym obawy o utratę odporności na spowolnienie w UE i niepewność związana z wyrokiem TSUE.
- Obligacje będą naśladować ruchy na rynkach bazowych. Nie oczekujemy istotnych zmian ani na 10L spreadzie do Bundu (255pb) ani na 10L asset swapach (30pb). Sytuacja techniczna na rynku długu sugeruje wzrosty rentowności (dla US 10L do 2,0%, +25pb od teraz) co by implikowało rentowności polskich 10L na poziomie 2,20% lub 2,30%

Produkcja budowlano-montażowa, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

Ostatnie dane pokazały, że polska gospodarka nie pozostaje zupełnie bez wpływu ze strony spowolnienia w Europie. Krajowa produkcja przemysłowa zanotowała niepokojący spadek w sierpniu w ujęciu r/r, a sprzedaż detaliczna okazała się gorsza niż oczekiwał rynek. Mimo sierpniowego odbicia PMI dla przemysłu, zestaw wskaźników koniunktury GUS za wrzesień pokazał dalsze pogorszenie klimatu. Prognozy wzrostu dla strefy euro zostały ostatnio zrewidowane w dół i konsensus nie pokazuje już odbicia dynamiki PKB w przyszłym roku. Jedynym stabilnym elementem tego obrazu jest wciąż wysoki poziom optymizmu polskich konsumentów.

W sierpniu **poliska produkcja** przemysłowa spadła o 1,3% r/r (konsensus +1,3% r/r, nasza prognoza +0,9% r/r). Produkcja przemysłowa po uwzględnieniu efektów sezonowych i liczby dni roboczych wzrosła o 1,7% r/r, najslabiej od trzech lat. Połowa sektorów zanotowała spadek produkcji w sierpniu – największy miał miejsce w przypadku dóbr inwestycyjnych (-4,5% r/r), podczas gdy produkcja dóbr konsumpcyjnych lekko wzrosła. Przy spowalniającym wzroście gospodarczym w Europie, trudno było oczekiwać, że polski przemysł pozostanie odporny na zawsze. Sierpniowe dane wskazują naszym zdaniem, że pogorszenie koniunktury w strefie euro w końcu odbiło się na aktywności krajowych producentów.

**Sprzedaż detaliczna** wyhamowała w sierpniu z 5,7% r/r do 4,4% tak jak oczekiwaliśmy i wobec 5,3% oczekiwanych przez rynek. Słaba sprzedaż aut (3% r/r, czyli najwolniejszy wzrost w tym roku) wystąpiła przy jednoczesnej słabszej produkcji aut w sierpniu.

W sierpniu wzrost **zatrudnienia** w sektorze przedsiębiorstw obniżył się do 2,6% r/r, podczas gdy rynek oczekiwał utrzymania tempa 2,7%. Zatrudnienie spadło o 8 tys. m/m - to najgorszy wynik dla sierpnia od 2011 r. Przybywa sygnałów, że popyt na pracę wytraca dynamikę, co może się przełożyć na słabszą presję płacową w kolejnych kwartałach. **Płace** wzrosły w sierpniu o 6,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami.

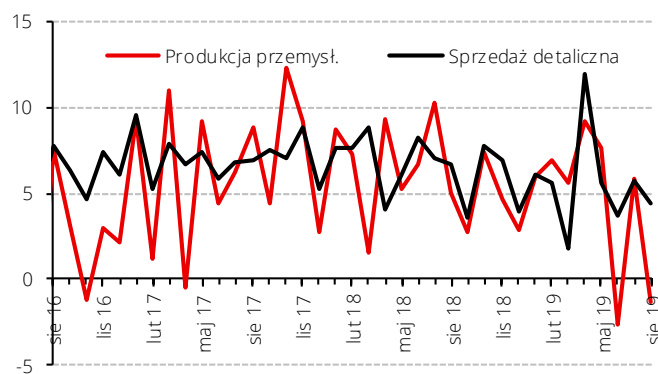
We wrześniu **nastroje konsumentów** pozostały rekordowo wysokie. Większość składników jest blisko historycznych maksimów lub właśnie ustanowiła nowe rekordy. Oceniając po drugiej najwyższej w historii ocenie przez gospodarstwa domowe własnej sytuacji finansowej i nowym rekordzie jeśli chodzi o skłonność do podejmowania dużych wydatków, konsumpcja prywatna powinna być całkiem mocna w III kw. Ciekawe, że sektor handlu detalicznego postrzega sytuację o wiele gorzej niż konsumenci. **Wskaźniki nastrojów w biznesie** generalnie pozostały w trendzie spadkowym we wrześniu. Syntetyczny wskaźnik koniunktury jest najniższy od początku 2017 r. Sektor handlu detalicznego odnotował największe pogorszenie nastrojów w ujęciu m/m za sprawą słabszego indeksu bieżącej sprzedaży i narastającego pesymizmu jeśli chodzi o przyszłą sprzedaż. W przemyśle wskaźnik opisujący bieżący portfel zamówień obniżył się delikatnie do najniższego poziomu od dwóch lat, za to oczekiwania nt. przyszłej produkcji nieco się poprawiły (choć ich miara jest wciąż na poziomach najsłabszych od 2013 r.).

Działania rządu ukierunkowane na wzrost transferów gotówki do gospodarstw domowych powinny ograniczać skalę spowolnienia gospodarczego poprzez wzmocnienie konsumpcji. Sądzymy jednak, że nie wystarczy to by zneutralizować efekt spadku popytu zagranicznego i możliwego spowolnienia inwestycji. Zakładamy, że tempo wzrostu PKB będzie stopniowo spadać do 4% w IV kw. br. i 4,3% średnio w całym 2019.

**OECD zaktualizował prognozy światowego wzrostu.** Prognoza globalna na ten rok została obniżona do 2,9% z 3,2% (pokazanych w maju) a na przyszły do 3,0% z 3,4%. Organizacja nie spodziewa się już, że tempo wzrostu strefy euro podniesie się w przyszłym roku (obecna prognoza 1,1% na 2019 i 1,0% na 2020, poprzednio 1,2% i 1,4%). Ostatnio również EBC zrezygnował z przewidywania odbicia w 2020 r., jest to też już konsensus rynkowy.

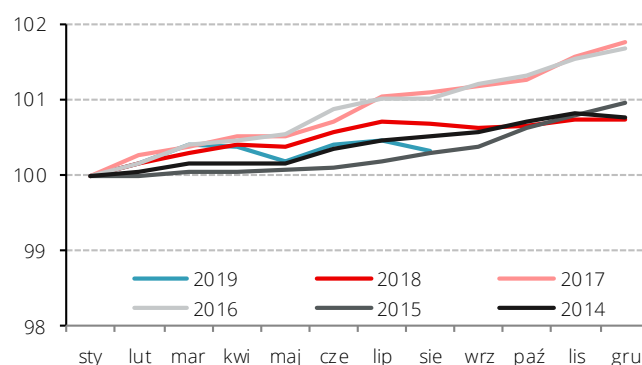
Wypowiadające się ostatnio czworo członków RPP uznało, że podwyżka płacy minimalnej nie jest problemem w kontekście inflacji – G.Ancyparowicz wspominała o wpływie rządu +0,5 pkt. proc. w 2020, który będzie jednak szybko wygasał. J.Kropiwnicki, który jak sądziliśmy w pewnym momencie mógłby dołączyć do grupy jastrzębi, wydaje się teraz podzielać stanowisko prezesa Głapińskiego (otoczenie globalne jako argument za stabilnymi stopami). E.Gatnar myśli z kolei o kolejnym wniosku o podwyżkę stóp w listopadzie z powodu wzrostu CPI, a zdaniem Ł.Hardta nawet podwyżka o 15 pb pomogłaby wiarygodności NBP, jeśli inflacja miałaby utrzymać się powyżej 3,5% w przyszłym roku. Zakładamy, że stopy procentowe nie ulegną zmianie w 2019 i 2020.

### Produkcja i sprzedaż detaliczna, % r/r



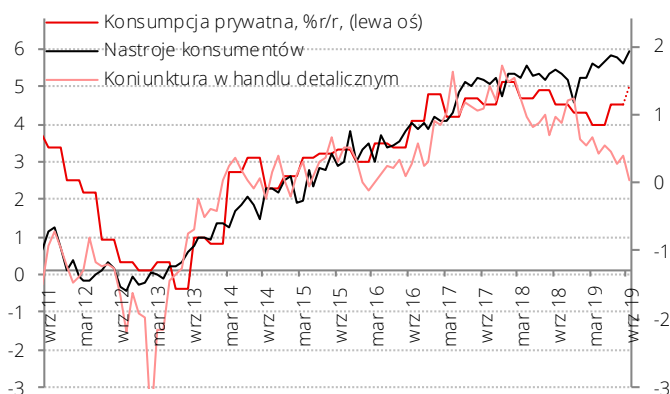
Źródło: GUS, Santander

### Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, styczeń=100



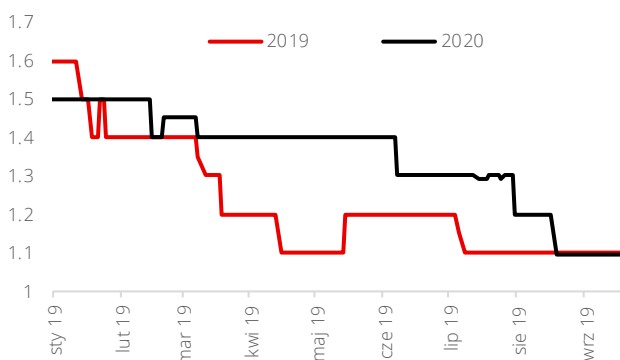
Źródło: GUS, Santander

### Nastroje konsumentów i sektora handlu detalicznego a konsumpcja prywatna



Źródło: GUS, Santander

### Ewolucja konsensusu rynkowego dla wzrostu PKB w strefie euro dla lat 2019 i 2020



Źródło: Bloomberg, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Na rynku walutowym w zeszłym tygodniu zmienność była zaskakująco niska, w szczególności w kontekście istotnego spotkania Fed. Indeks dolara, na poziomie 98,2 prawie nie uległ zmianie i handlował tylko odrobinę wyżej we wtorek a potem ponownie w środę, po obniżce przez Fed stóp procentowych. EURUSD zachowywał się podobnie i handlował w wąskim przedziale 1,10-1,11 przez większość tygodnia. Złoty osłabił się: do 4,368 z 4,32 względem euro, do 3,96 z 3,90 względem dolara, do 4,95 z 4,88 względem funta oraz do 3,99 z 3,95 względem franka szwajcarskiego. Inne waluty CEE również słabły: EURCZK tylko niewiele do 25,91 z 25,85, ale EURHUF o 0,5% do 333,0 z 331,5 przy czym w międzyczasie we wtorek handlował po 334,3 – nowy rekord historyczny. Ruble się wyróżniał na tym tle pozytywnie – USDRUB spadł o 0,6% na skutek wyższych cen ropy (ok +7% w tygodniu).

**Stopy procentowe** W zeszłym tygodniu rentowności obligacji spadały zarówno na rynkach bazowych jak i polskim na skutek sprzyjających okoliczności po zesłotygodniowym uruchomieniu programu QE przez EBC, obniżce stóp procentowych przez Fed i w najlepszym przypadku przeciętnych danych makroekonomicznych w Polsce (sierpniowe zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz produkcja przemysłowa). W rezultacie rentowności amerykańskich 10L spadły do 1,76% z 1,90%, Bundów do -0,51% z -0,45% w Polskich 10L do 2,05% z 2,14%.

### Kluczowe wydarzenia

W przyszłym tygodniu w poniedziałek poznamy m.in. wstępne wskaźniki PMI dla Japonii, Australii, strefy euro, Niemiec, Francji oraz USA. We wtorek wskaźnik IFO w Niemczech. Następnie decyzje o stopach procentowych na Węgrzech (środa) oraz w Czechach (czwartek), gdzie rynki oczekują pozostawienia stóp bez zmian na poziomie, odpowiednio, 0,9% oraz 2,0%. Pod koniec tygodnia poznamy dane o cenach w USA oraz o produkcji przemysłowej w Chinach. W Polsce rynek oczekuje minutes z wrześniowego posiedzenia RPP, które będzie analizował pod kątem wystąpienia lub nie wniosku o zmianę stóp procentowych. W piątek Fitch Ratings odświeży obecny rating dla Polski (Long-Term Foreign Currency), obecnie na 7. najlepszym poziomie A- z perspektywą stabilną (Fitch utrzymuje niezmienną ocenę/perspektywę dla Polski od 2013 r.).

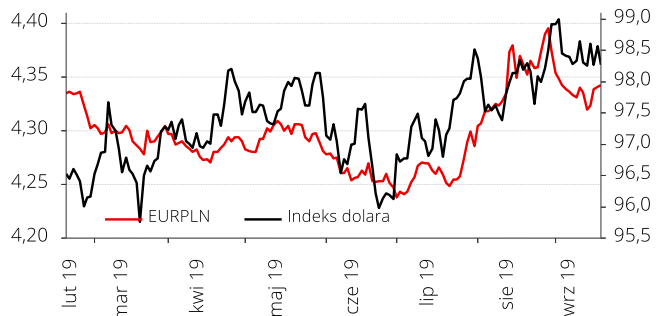
### Wpływ na rynek

Mając za sobą spotkania 3 dużych banków centralnych, z których dwa (EBC, Fed) już poluzowały politykę pieniężną a jeden (BOJ) prawdopodobnie to zrobi na spotkaniu w październiku wydawałoby się, że aktywa ryzykowne powinny mieć przed sobą dobry tydzień, w szczególności, na skutek tego, że nadchodzący tydzień jest de facto ostatnim tygodniem III kwartału. Uważamy jednak, że w kontekście nienajgorszych danych makro z USA (sprzedaż detaliczna, sprzedaż nowych domów, inflacja bazowa), ryzyka jeszcze wyższych cen ropy tak długo jak niepewność w Zatoce Perskiej jest wysoka oraz faktu, że bazowe rynki stopy procentowej są technicznie wykupione (w cenach) istnieje w przyszłym tygodniu wysokie prawdopodobieństwo wyższych rentowności na długich końcach krzywych (10L) oraz słabszych walut krajów rozwijających się, w tym CEE.

**Rynek FX** EURPLN powoli podchodził w górę po tym jak się odbił od lokalnego dołka 4,317 tydzień wcześniej uważamy, że ta para walutowa może podejść do 4,40 w przyszłym tygodniu. EURUSD znajduje się obecnie blisko poziomu oporu i gdy go przełamie ma drogę otwartą do poziomu 1,118. W takim scenariuszu USDPLN powinien pozostawać w okolicy niskich 3,90. W przeciwnym przypadku USDPLN powinien podejść pod 4,00.

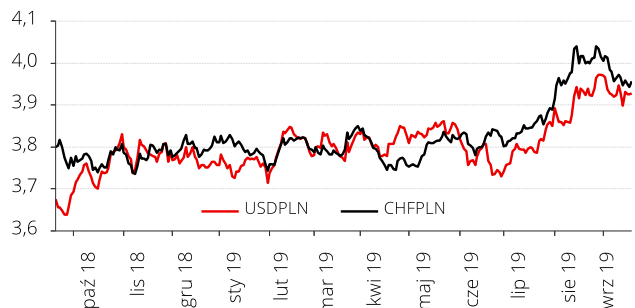
**Stopa procentowa** Uważamy, że polskie obligacje będą naśladować ruchy na rynkach bazowych. Nie oczekujemy istotnych zmian ani na 10L spreadzie do Bundu (255pb) ani na 10L asset swapach (30pb). Sytuacja techniczna na rynku długu sugeruje wzrosty rentowności (dla USA 10L do 2,0%, +25pb od teraz) co by implikowało rentowności polskich 10L na poziomie 2,20% lub 2,30%.

### EURPLN i indeks dolara



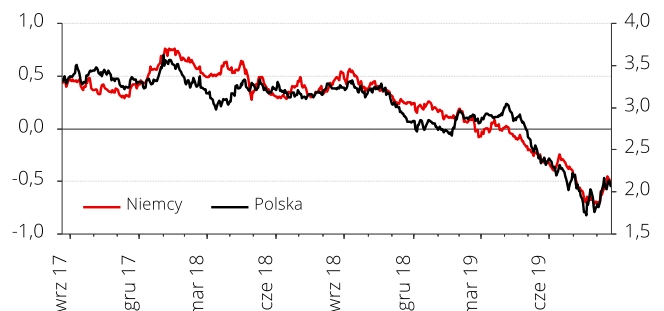
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



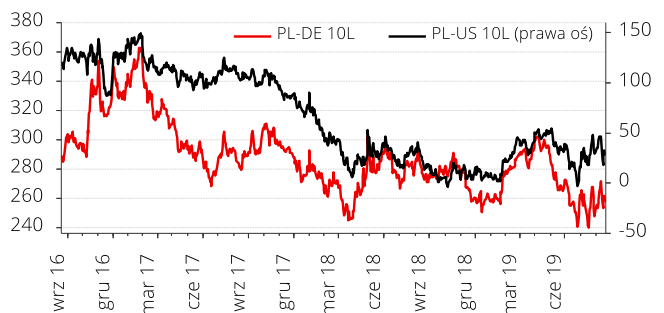
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowność 10-letnich obligacji



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 10-letnie spready PL-DE i PL-US



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (23 września)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	IX	pkt	44,3	-	43,5
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	IX	pkt	54,3	-	54,8
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	IX	pkt	47,3	-	47,0
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	IX	pkt	53,3	-	53,5
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja budowlana</b>	<b>VIII</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,9</b>	<b>3,9</b>	<b>6,6</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza M3</b>	<b>VIII</b>	<b>% r/r</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>
<b>WTOREK (24 września)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Wynik budżetu skumulowany</b>	<b>VIII</b>	<b>mln PLN</b>	-	-	<b>-4782,9</b>
10:00	DE	Ifo	IX	pkt	94,6	-	94,3
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>VIII</b>	<b>%</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	24/09/2019	%	0,9	-	0,9
16:00	US	Conference Board Konsumenci	IX	pkt	134,0	-	135,1
<b>ŚRODA (25 września)</b>							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego	25/09/2019		2,00	-	2,00
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	% m/m	2,8	-	-12,8
<b>CZWARTEK (26 września)</b>							
14:30	US	PKB	II kw.	% k/k	2,0	-	2,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	21/09/2019	tys.	213,0	-	208,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VIII	% m/m	1,0	-	-2,5
<b>PIĄTEK (27 września)</b>							
11:00	EZ	ESI	IX	pkt	103,0	-	103,1
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	VIII	% m/m	-1,2	-	2,0
14:30	US	Wydatki osobiste	VIII	% m/m	0,3	-	0,6
14:30	US	Dochody osobiste	VIII	% m/m	0,4	-	0,1
14:30	US	Indeks cen PCE SA	VIII	% m/m	0,1	-	0,2
16:00	US	Indeks Michigan	IX	pkt	92,1	-	92,0

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 obowiązująca 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