

# Tygodnik ekonomiczny

## 3 października: Dzień sądu

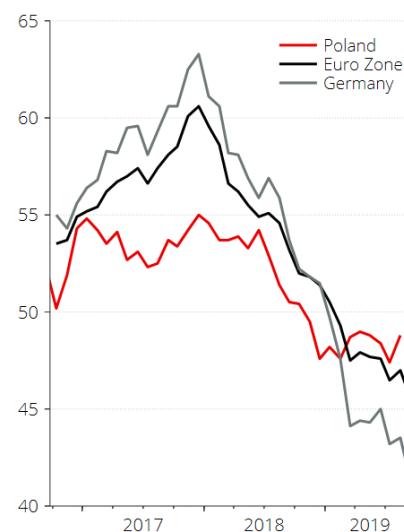
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W kraju dominującym tematem najbliższego tygodnia będzie **wyrok Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie kredytów walutowych**, który ma zostać ogłoszony 3 października o godz. 9:30. W oczekiwaniu na orzeczenie możliwa jest podwyższona zmienność na krajowym rynku finansowym. Warto jednak pamiętać o kilku kwestiach:
  - Werdykt TSUE nie spowoduje automatycznych i nagłych decyzji po stronie krajowych banków, czy sądów. Jeśli będzie dla banków niekorzystny (osobną kwestią jest to, co oznacza „niekorzystny”), może m.in. spowodować zwiększoną falę pozwów cywilnych ze strony klientów i ewentualnie zwiększony odsetek wyroków polskich sądów orzekających na korzyść klientów. To będzie jednak proces rozciągnięty w czasie.
  - Sam wyrok będzie zapewne długi i skomplikowany, pełna ocena jego potencjalnych implikacji może zająć sporo czasu.
  - Tuż po ogłoszeniu wyroku nadal trudno będzie dokładnie ocenić skalę możliwych przyszłych obciążeń dla banków, m.in. dlatego, że niewiadomą pozostanie skala pozwów, reakcje poszczególnych banków oraz reakcje organów nadzorczych.
- W efekcie, trudno dokładnie przewidzieć rozwój wydarzeń na rynkach w związku z wyrokiem TSUE, ale naszym zdaniem raczej nie należy obstawiać katastroficznych scenariuszy. O ile nie można wykluczyć, że złoty jeszcze się osłabi, to jednak taka wyprzedaż, o ile nastąpi, nie powinna być bardzo trwała. Skalę możliwego wzrostu EURPLN będzie ograniczać popyt na walutę ze strony eksporterów (niektórzy od pewnego czasu oczekują na wyższe poziomy), możliwość wkroczenia na rynek przez rząd/BGK i realizacja zysków przez inwestorów.
- Poza tym w krajowym kalendarzu pojawiają się wrześniowe: **wstępny odczyt CPI i indeks PMI dla przemysłu**. Inflacja cofnęła się wg naszych szacunków do 2,6% r/r, głównie za sprawą wyraźnej niższych cen żywności i paliw. Będzie to jednak spadek przejściowy i w kolejnych miesiącach powinniśmy zobaczyć wznowienie trendu w górę, do ponad 4% na początku 2020 r. Co więcej, inflacja bazowa zapewne wzrosła we wrześniu do 2,4% r/r. Indeks PMI spadnie naszym zdaniem do 48 pkt, reagując na słabnącą wciąż koniunkturę w Europie. Ostatnie dane z krajowego przemysłu coraz mocniej pokazują, że spowolnienie za granicą przenosi się na nasze podwórko.
- W środę decyzja RPP.** Niespodzianek nie będzie - stopy procentowe pozostaną bez zmian, podobnie jak oficjalny komunikat. Minutes z posiedzenia wrześniowego ujawniły, że pojawił się wniosek o obniżkę stóp, po tym jak w lipcu głosowano nad podwyżką. Jednak nie wydaje się, aby to oznaczało wyraźną zmianę w ogólnym nastawieniu RPP. Wniosek o obniżkę zapewne pochodził od E.Łona i jego poparcie było równie małe jak dla podwyżki w lipcu. Z kolei E.Gatnar zapowiedział wcześniej, że nie będzie co miesiąc proponował podwyżek, tylko zaczeka aż zbierze większe poparcie, prawdopodobnie do listopada. W kolejnych miesiącach wnioski skrajnych frakcji w RPP o obniżkę i podwyżkę nadal mogą się przeplatać, ale bazowym scenariuszem pozostaje utrzymanie stóp bez zmian przynajmniej do końca przyszłego roku.
- Za granicą sporo danych o aktywności gospodarczej** z Europy, USA i Azji, które dla nastrojów globalnych będą ważne w kontekście utrzymujących się obaw o perspektywę światowej gospodarki. Kluczowe będą m.in. amerykańskie dane o zatrudnieniu, ISM, handlu zagr. Banki centralne Australii i Indii prawdopodobnie zdecydują o obniżkach stóp procentowych.

### Wnioski rynkowe

- EURPLN na fali spekulacji przed TSUE może rosnąć nawet do 4,50, ale taki ruch nie powinien być trwały. Brak jasności nt. implikacji i techniczny popyt na złotego powinien powstrzymać wyprzedaż, ale czynnik kredytów walutowych może ograniczyć potencjał do aprecjacji krajowej waluty w dalszej części roku.
- Na rynku długu rentowność krajowej 10-latkę osiągnęła wsparcie na 2% i sądzimy, że trend spadkowy może nieco spowolnić. Niepewność odnośnie do wyroku TSUE może ciążyć polskim obligacjom, ale krótki koniec może radzić sobie lepiej dzięki spadkowi CPI. Niska płynność na rynku może spowodować, że dzienne zmiany będą dość duże. IRS powinny dalej spadać pod wpływem globalnych obaw o wzrost, więc spread asset swap może rosnąć w kolejnych dniach.

### Indeksy PMI w przemyśle



Źródło: Refinitiv Datastream, 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 Luzziński** 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

Tempo wzrostu **produkcji budowlanej** spowolniło w sierpniu do 2,7% r/r z 6,6% r/r. Niższe dynamiki wzrostu zanotowano w robotach specjalistycznych (-10,3% r/r wobec -2,8% poprzednio) i inżynierii lądowej (7,7% wobec 19%), podczas gdy wznoszenie budynków przyśpieszyło (do 5,9% z -3,9%), naszym zdaniem głównie dzięki silnej tendencji w mieszkaniówce. Uważamy, że w kolejnych miesiącach sytuacja nie ulegnie istotnym zmianom, bowiem niższe inwestycje publiczne nie pozwolą na odbicie w robotach specjalistycznych i inżynierii lądowej, podczas gdy popyt na mieszkania pozostanie silny. Dane potwierdzają scenariusz wolniejszego wzrostu gospodarczego w Polsce. Prognozujemy, że w IV kw. wzrost PKB wyniesie 4,0% po 4,5% w II kw. 2019.

W sierpniu wciąż poprawiały się bieżące wyniki w **produkcji budowlanej mieszkań**. W samym sierpniu ukończono budowę 17,7 tys. mieszkań wobec 16,4 tys. rok temu (+8,1% r/r) a 12-miesięczna suma wyniosła 197,1 tys. czyli najwięcej w historii. Liczba pozwoleń (12M suma) też jest najwyższą w historii. Różnica między rozpoczętymi a ukończonymi budowanymi mieszkańami jest wciąż wysoka, ale od pięciu miesięcy spada. Ta zapowiedź słabnięcia aktywności jest potwierdzona w statystyce mieszkań w trakcie budowy, których roczna dynamika wyniosła ok. 5% w IV kw. 2018 i I kw. 2019, ale od tego czasu obniżyła się do 3,4% (najniżej od dwóch lat).

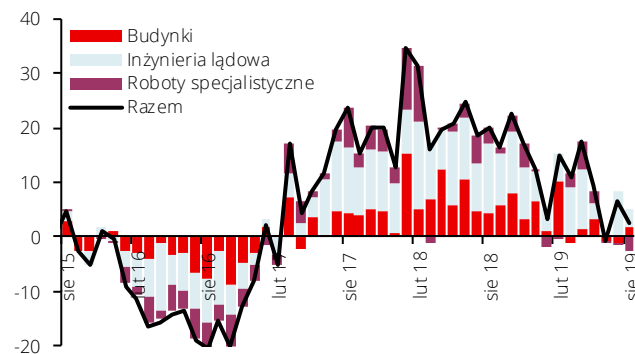
W sierpniu doszło do **wyraźnego spadku dynamiki nowych zamówień** w przemyśle. Wartość zamówień ogółem wzrosła o 5,3% r/r wobec 10,7% w lipcu i średnio 10,2% w I poł. roku. Zamówienia eksportowe spadły o 2,5% r/r, choć w lipcu rosły o 13,8% a w I poł. br. średnio o 8,3%. **Odsezonowany wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w przetwórstwie** spadł we wrześniu do najniższego poziomu od końca 2013 r. Firmy przemysłowe najgorzej od trzech lat oceniły bieżącą produkcję oraz perspektywy zwiększania zatrudnienia. W ostatnich miesiącach gwałtownie pogarszały się nastroje w branży transportowej, co może oznaczać dalsze hamowanie aktywności gospodarczej w kraju.

**Podaż pieniądza M3 wzrosła w sierpniu o 9,9% r/r.** Depozyty gospodarstw domowych nadal rosły w tempie 11% r/r a depozyty firm wyhamowały z 8,1% do 6,5% r/r. Złotowe kredyty konsumpcyjne i mieszkaniowe rosły w podobnym tempie jak poprzednio (9,6% r/r i 12%) a kredyty firm o 6,2% r/r wobec 5,4% w lipcu i średnio 7% w I kw. br.

**Rząd przyjął projekt budżetu na 2020.** Tak jak we wstępnej wersji, założono że wydatki i dochody będą sobie równe, a deficyt sektora finansów publicznych wyniesie 0,3% PKB. Przyjęto, że w przyszłym roku średnie tempo wzrostu PKB wyniesie 3,7% (nasza prognoza 3,5%), a średnia inflacja 2,5% (nasza prognoza 3,6%). Więcej na ten temat napisaliśmy w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

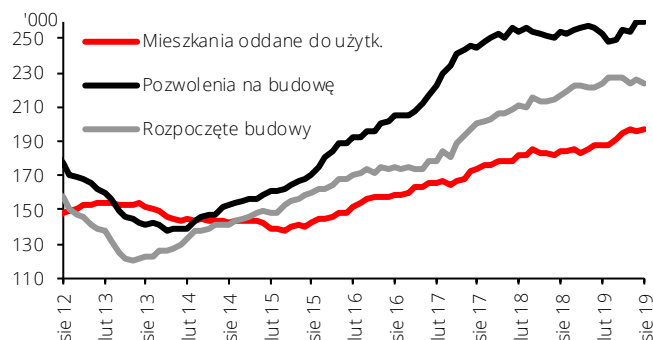
**Minutes z ostatniego posiedzenia RPP** ujawniły, że we wrześniu złożony został wniosek o obniżkę stóp o 25 pb. Tymczasem na poprzednim posiedzeniu w lipcu Rada głosowała wniosek o podwyżkę stóp o 25 pb (poparli go Zubelewicz i Gatnar). Według protokołu po wakacjach jastrzębie nieco złagodźli swoje nastawienie wskutek wzrostu niepewności odnośnie do perspektyw wzrostu. Przypominamy jednak, że E. Gatnar, który stał za lipcowym wnioskiem o podwyżkę, powiedział, że raczej nie będzie składał kolejnych wniosków do listopada. Brak wniosku o podwyżkę we wrześniu nie świadczy zatem, że jastrzębie nie myślą już o zacieśnieniu polityki. Zakładamy, że to najbardziej gołębi członek RPP, Eryk Łon, był pomysłodawcą obniżki stóp i że wniosek zyskał poparcie nie więcej niż dwóch członków (wyniki głosowania pojawiają się ok. 24 października). Nie zmieniamy naszego scenariusza stabilnych stóp i wyglądu na to, że tak jak sądziliśmy, w kolejnych miesiącach na posiedzeniach RPP głosowane mogą być zarówno wnioski o podwyżkę, jak i obniżkę stóp. Podczas gdy gołębie będą się skupiać na wolniejszym wzroście gospodarczym, jastrzębie będą zwracać uwagę na rosnącą inflację, która na początku 2020 może wg nas przekroczyć 4%. Sądzimy, że stopy NBP pozostaną bez zmian przynajmniej do końca przyszłego roku, dzięki większości skupionej wokół prezesa Glapińskiego.

## Dekompozycja produkcji budowlanej, % r/r



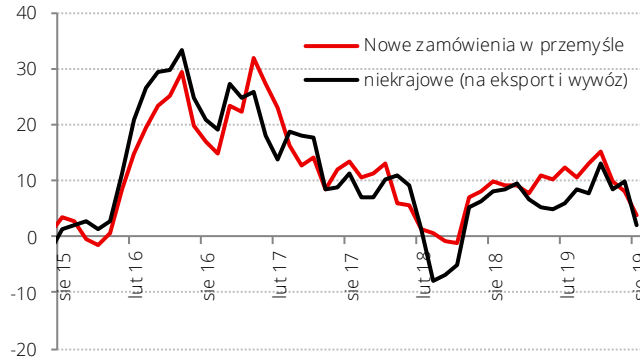
Źródło: GUS, Santander

## Tendencje rynku mieszkaniowego, sumy za 12 miesięcy



Źródło: GUS, Santander

## Nowe zamówienia w przemyśle, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Cytat tygodnia

**Minutes RPP, 26 września, NBP:** Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady wzrosła jednak niepewność co do kształtowania się koniunktury gospodarczej i dynamiki cen w przyszłości.

**Grażyna Ancyparowicz, członkini RPP, 26 września, PAP:** Według ocen, które być może później zweryfikujemy, możemy spodziewać się w tym roku dynamiki PKB na poziomie wyższym niż 4 proc. W mojej ocenie, nie ma najmniejszego powodu żeby ta dynamika w przyszłym roku znacząco się obniżyła. Nie ma w tej chwili żadnych napięć, które mogłyby zaburzyć prawidłowe funkcjonowanie polskiej gospodarki. Dotyczy to zarówno uwarunkowań zewnętrznych jak i wewnętrznych.

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Kursy EURPLN, CHFPLN i GBPPLN pozostały blisko lokalnych szczytów, podczas gdy USDPLN dalej rósł. Niemal wszystkie waluty z rynków wschodzących straciły do dolara, a złoty był trzecią najsłabszą z nich (po forincie i chilijskim peso). Wydaje się, że niepewność przed wyrokiem TSUE 3 października była jednym z czynników wpływających na złotego w ostatnich dniach.

Najlepiej w grupie CEE3 radziła sobie korona. EURCZK spadł przejściowo do 25,75 dzięki jastrzębiej retoryce banku centralnego Czech. Stopy pozostały bez zmian, ale nie była to decyzja jednogłośnie (5:2) i rozmowy o podwyżkach stóp mogą zostać wznowione w najbliższych miesiącach.

**Stopy procentowe** Rentowności i IRS spadły dzięki umocnieniu Bunda oraz Treasuries. Krzywa IRS przesunęła się mocniej i w efekcie 10-letni spread asset swap zbliżył się do lokalnego szczytu na 42 pb z sierpnia. 5- i 10-letni IRS spadły już o ok. 20 pb od szczytu z połowy września. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy wzrósł przejściowo do 265 pb z 255 pb, ale tydzień zakończył poniżej 260 pb.

### Kluczowe wydarzenia

3 października Trybunał Sprawiedliwości UE ogłosił werdykt ws. polskich hipotek walutowych i będzie to zapewne główne wydarzenie tygodnia na polskim rynku. Wyrok TSUE nie będzie wiążący dla polskich sądów i nie spowoduje automatycznej konwersji kredytów walutowych, ale jeśli będzie korzystny dla kredytobiorców, to można się spodziewać wzrostu liczby pozwów przeciw bankom. Tempo ewentualnych zakupów walut obcych będzie zależało od rozstrzygnięć indywidualnych spraw oraz od decyzji banków i regulatora. Wyrok może oznaczać, że banki będą musiały zawiązać rezerwy na poczet przyszłych strat, ale nie będziemy tego wiedzieli już w październiku.

Jeśli chodzi o dane, to poznamy wstępny wrześniowy CPI oraz PMI dla przemysłu. Prognozujemy, że inflacja spadła zauważalnie z 2,9% gdzie utrzymywała się w ostatnich dwóch miesiącach, a PMI spadł po presji niskich odczytów w Europie. RPP spotka się drugi raz w ostatnich trzech tygodniach i raczej nie będzie miała nowego przesłania dla rynku.

W piątek 27 września Fitch może dokonać przeglądu polskiego ratingu, ale nie oczekujemy żadnych zmian, zwłaszcza przed wyrokiem TSUE.

Za granicą rynek skupi się zapewne na miesięcznych danych z rynku pracy USA oraz licznych wypowiedziach członków FOMC. W ostatnich miesiącach przyrost zatrudnienia poza rolnictwem był raczej słaby, tylko raz w poprzednich siedmiu miesiącach przekroczył 200 tys.

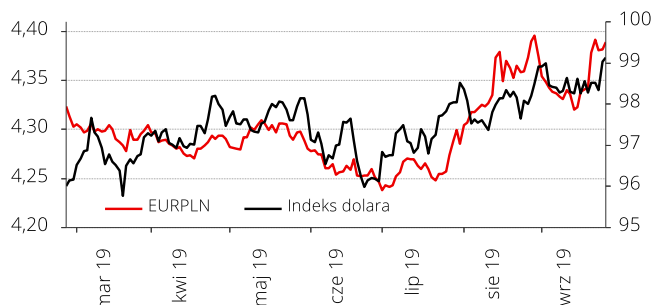
### Wpływ na rynek

Niepewność przed wynikiem TSUE może mieć negatywny wpływ na polskie aktywa w krótkim terminie.

**Rynek FX** Sądzymy, że możemy zaobserwować spekulacyjną aktywność na rynku walutowym w oczekiwaniu na wyrok TSUE (z EURPLN rosnącym do 4,50), ale nie powinno to trwać długo ze względu na prawdopodobną złożoność wyroku i brak jednoznacznych wniosków jak może on wpłynąć na sytuację banków. Brak jasności powinien powstrzymać wyprzedza złoto, ale czynnik kredytów walutowych może ograniczyć potencjał do aprecjacji krajowej waluty w dalszej części roku.

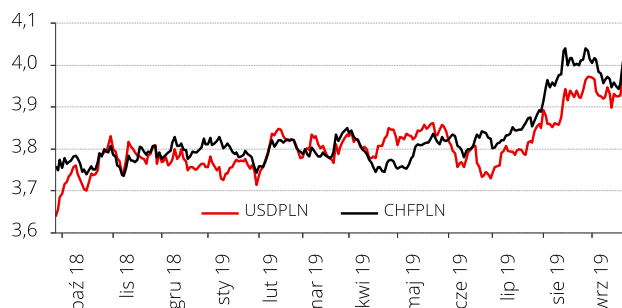
**Stopa procentowa** Rentowność krajowej 10-latki osiągnęła wsparcie na 2% i sądzymy, że trend spadkowy może nieco spowolnić. Niepewność odnośnie do wyroku TSUE może ciążyć polskim obligacjom, ale krótki koniec może radzić sobie lepiej dzięki danym o CPI. Niska płynność na rynku może spowodować, że dzienne zmiany będą dość duże. IRS powinny dalej spadać pod wpływem globalnych obaw o wzrost, więc spread asset swap może rosnąć w kolejnych dniach. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy porusza się w powolnym trendzie wzrostowym i oczekujemy kontynuacji w nadchodzących tygodniach.

### EURPLN i indeks dolara



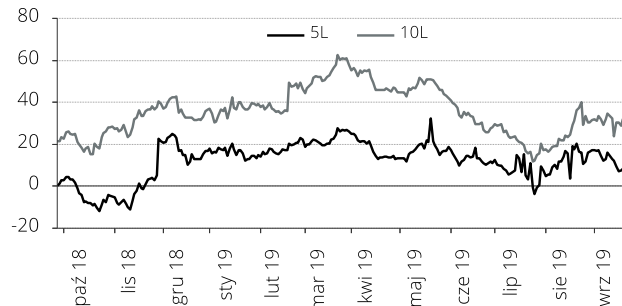
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



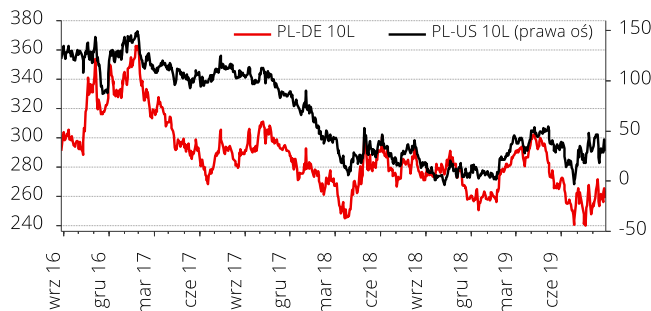
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spreads asset swap



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	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (30 września)</b>							
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	VIII	%	7,5	-	7,5
14:00	DE	Inflacja HICP	IX	% m/m	0,1	-	-0,1
<b>WTOREK (1 października)</b>							
09:00	CZ	PKB SA	II kw.	% r/r	2,7	-	2,7
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI przemysł</b>	<b>IX</b>	<b>pkt</b>	<b>47,3</b>	<b>48,0</b>	<b>48,8</b>
09:55	DE	PMI przemysł	IX	pkt	41,4	-	41,4
10:00	EZ	PMI przemysł	IX	pkt	45,6	-	45,6
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępna inflacja</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	IX	% r/r	1,0	-	1,0
16:00	US	ISM przemysł	IX	pkt	50,5	-	49,1
<b>ŚRODA (2 października)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	137	-	195
<b>CZWARTEK (3 października)</b>							
<b>9:30</b>	<b>PL</b>	<b>Wyrok TSUE</b>					
09:55	DE	PMI usługi	IX	pkt	52,5	-	52,5
10:00	EZ	PMI usługi	IX	pkt	52,0	-	52,0
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,4	-	-0,6
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja obligacji</b>					
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	211	-	213
16:00	US	ISM usługi	IX	pkt	55,0	-	56,4
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	-0,5	-	1,4
<b>PIĄTEK (4 października)</b>							
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	IX	tys.	140	-	130
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	3,7	-	3,7

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 obowiązują 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