

# Tygodnik ekonomiczny

## Czas na konsolidację

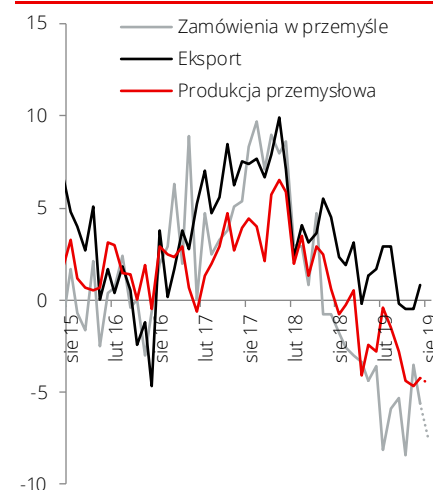
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W kraju brak istotnych danych makro w kalendarzu na najbliższy tydzień. Na krajowym rynku opada kurz po wyroku TSUE z 3 października, co powinno wspierać konsolidację cen polskich aktywów. W piątek po sesji rynkowej swoje decyzje co do polskiego ratingu kredytowego ogłoszą agencje **Moody's i S&P**. Nie spodziewamy się zmian ratingu kredytowego. Naszym zdaniem najciekawsze będą ich oczekiwania co do deficytu finansów publicznych w 2020 r. (analitycy Moody's już sugerowali, że rządowe założenia o zerowym deficycie uważają za zbyt optymistyczne) oraz wpływu decyzji TSUE na krajową gospodarkę.
- Za granicą **ważne dane z Niemiec** (zamówienia i produkcja w przemyśle, eksport). Ostatnio dane z Niemiec były słabe i teraz też rynek oczekuje słabych odczytów, co będzie wzmacniało wiarę w dalsze luzowanie polityki pieniężnej i – być może – fiskalnej w Europie. W USA pojawi się inflacja oraz publikacja **minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC**, na którym obniżono stopy procentowe, ale z raczej jastrzębim komunikatem. Ponadto przemawiać będzie **prezes Fed Jerome Powell**, więc rynek będzie miał sporo okazji, żeby zastanawiać się nad kształtem polityki pieniężnej w USA.
- W czwartek i piątek kontynuowane będą **rozmowy handlowe między USA a Chinami**. Ponadto wrócić może temat Brexitu – w piątek mija termin, kiedy Boris Johnson spodziewa się odpowiedzi na swoją propozycję **modyfikacji umowy brexitowej** (Irlandia Północna pozostaje we wspólnym rynku, ale nie w unii celnej).

### Wnioski rynkowe

- Po wyroku TSUE **złoty** będzie szukał nowego punktu równowagi, a inwestorzy będą zastanawiali się nad skutkami wyroku. Naszym zdaniem krajowa waluta może się jeszcze trochę umocnić ale nie powinna przebić 4,30.
- Na **rynku stopy procentowej** spodziewamy się konsolidacji wokół obecnych poziomów na początku tygodnia, a w jego dalszej części powrotu rentowności w okolice 2%, dla którego to ruchu kluczowe będą wydarzenia globalne w tym inflacja w USA oraz rozmowy na linii USA-Chiny w Waszyngtonie. Działania Banku Japonii nakierowane na wystromienie krzywej rentowności mogą mieć też przełożenie na krajowe papiery.

### Aktywność gospodarcza w Niemczech, %r/r i oczekiwania rynkowe



Źródło: Bloomberg, 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

Słabość koniunktury w strefie euro, a w szczególności w Niemczech, coraz mocniej przenika do Polski - raport PMI za wrzesień wypełnia pesymizm. Odnotowane cofnięcie inflacji we wrześniu jest naszym zdaniem tymczasowe. Prezes NBP Adam Glapiński przypomniał na konferencji RPP, że celuje w utrzymanie stóp bez zmian przez całą kadencję.

**PMI dla polskiego przemysłu** spadł we wrześniu do 47,8 pkt z 48,8 pkt. Odnotowano najniższy poziom wskaźnika nowych zamówień od 10 lat (źle wyglądały zamówienia z kraju jak i z zagranicy), sygnały o słabym popycie z Zachodniej Europy, szczególnie z Niemiec i Francji. Wskaźniki bieżącej produkcji pozostały poniżej neutralnego poziomu a przyszła produkcja oceniana jest najgorzej w historii (od 2012 r.). W efekcie, aktywność zakupowa spadła (indeks znalazł się najniżej od 6 lat). Ostatnie odczyty produkcji przemysłowej rozczarowały a wrześniowy PMI nie zostawia wiele miejsca nadziejom na odbicie (pomijając dodatni efekt dni roboczych). O ile polski przemysł odczuwa już konsekwencje gorszej koniunktury w UE, to rynek pracy pozostaje mocny a gospodarkę wspiera pakiet fiskalny. Mimo to obawiamy się, że wzrost PKB w III kw. był wyraźnie niższy niż 4,5% r/r z II kw.

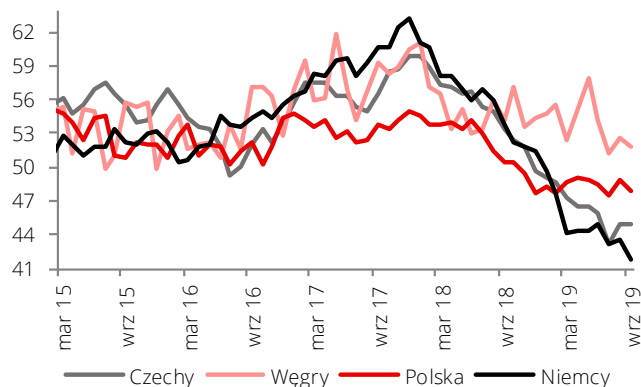
Polska **inflacja** obniżyła się we wrześniu do 2,6% z 2,9% r/r, jak oczekiwaliśmy, za sprawą spadku cen w kategoriach niebazowych. Najwyraźniej jednak doszło jednocześnie do nasilenia inflacji bazowej, Szacujemy, że wzrosła do 2,3-2,4% po stabilizacji w lipcu i sierpniu na 2,2%. Znaczny spadek cen warzyw sprawił, że w cała kategoria „żywność” pokazała ujemną dynamikę m/m (-0,2%). Do tego trzeci miesiąc z rzędu taniały paliwa, tym razem o 1,8% m/m. Nadal zakładamy, że przed nami miesiące wzrostu inflacji CPI jak i inflacji bazowej, przy czym obie na koniec roku powinny być już powyżej 3% r/r a na początku 2020 r. CPI może przekroczyć 4%.

**RPP nie zmieniła stóp.** Na konferencji prasowej prezes NBP Glapiński powiedział, że argumentów za zacieśnianiem polityki błyskawicznie ubywa wraz z gorszą koniunkturą na świecie. Nie potwierdził jednak, że równocześnie oznacza to, że przybywa powodów do obniżki stóp. W szczególności, prezes NBP uznał, że dalsze stopniowe wyhamowywanie gospodarki nie będzie powodem do luzowania polityki. Jego zdaniem jest bardzo prawdopodobne, że stopy pozostaną bez zmian do końca jego kadencji. Wg nas, nie dojdzie do zmian stóp ani w 2019 ani w 2020.

**Trybunał Sprawiedliwości UE** wydał orzeczenie ws. polskich kredytów walutowych, z którego w ocenie rynku nie wynikają aż tak negatywne konsekwencje dla polskich banków, jak można było się obawiać. W efekcie, złoty zyskał do euro, dolara i franka, a rentowności obligacji spadły (także dzięki słabym danym ze świata). Po ogłoszeniu wyroku wypowiedzieli się dwaj członkowie RPP. Rafał Sura stwierdził, że takie orzeczenie usuwa niepewność związaną ze stabilnością systemu bankowego, która nie jest zagrożona. Jerzy Kropiwnicki wyraził natomiast przekonanie, że polskie banki są dobrze przygotowane na skutki trwających procesów. Zdaniem Ministerstwa Finansów, polski system bankowy jest „stabilny, dobrze skapitalizowany i przygotowany do sytuacji, która wynika z orzeczenia”. W podobnym tonie wypowiedziała się również KNF, której zdaniem sektor bankowy posiada odpowiednią zdolność do absorpcji ewentualnych strat i „pozwała na utrzymanie zaufania do systemu finansowego (w tym do sektora bankowego) (...)”.

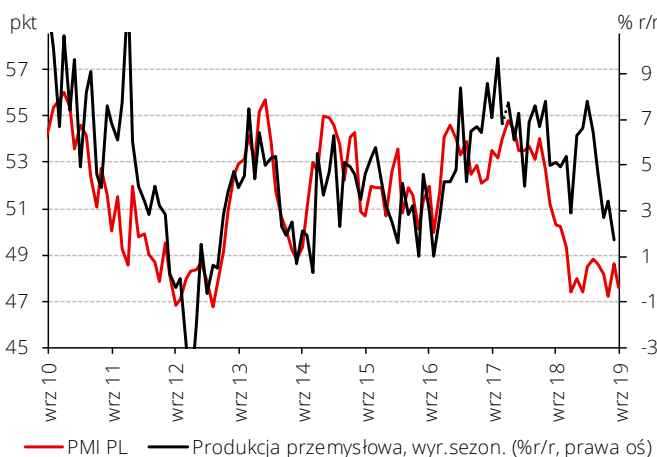
**Agencja Fitch**trzymała dla Polski rating A- z perspektywą stabilną. Agencja zrewidowała w dół prognozy wzrostu PKB na lata 2019-2021 o 0,1-0,2 pkt. proc. do odpowiednio 4,1%, 3,3% i 2,9%. Jako czynniki mogące spowodować poprawę ratingu Polski agencja wymienia wzrost PKB skutkujący wzrostem dochodów i spadkiem zadłużenia zagranicznego netto do PKB w kierunku mediany państw z oceną A- oraz trwałe obniżenie relacji długu publicznego do PKB. Na niekorzyść ratingu działają mogą brak stabilizacji długu do PKB, pogorszenie klimatu biznesowego i osłabienie dyscypliny budżetowej.

## Wskaźniki PMI dla przemysłu



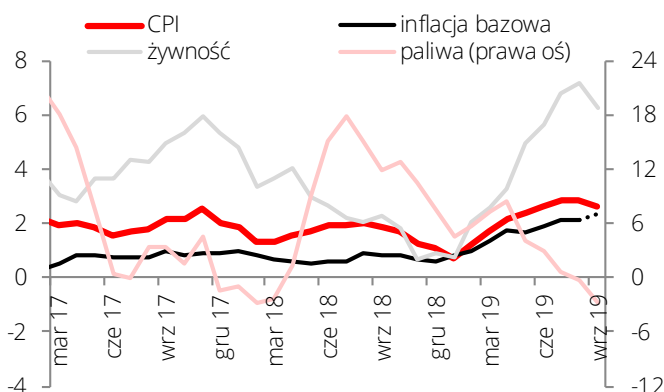
Źródło: Markit, Santander

## Polski PMI dla przemysłu a produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Markit, Santander

## Inflacja, wybrane kategorie, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Indeks dolara niewiele się zmienił tydzień do tygodnia stąd zmienność kursów EURPLN, USDPLN, CHFPLN oraz GBPPLN (wszystkie niżej o co najmniej 1%) w tygodniu wynikała ze słabszych danych makro w USA oraz czynników lokalnych. Ubiegły tydzień obfitował w wydarzenia lokalne: wrzesniowa inflacja, decyzja RPP, wyrok TSUE w/s kredytów frankowych. Złoty zyskał po wyroku, gdyż rynki prawdopodobnie były spozycjonowane w drugą stronę i krajowa waluta okazała się najmocniejszą walutą regionu w zeszłym tygodniu. Najmocniej, o ok. 2%, spadł CHFPLN po tym, jak EURCHF wzrósł po wtorkowych słabych danych PMI w Szwajcarii.

Węgierski forint oraz czeska korona były odpowiednio 2. i 4. najlepiej zachowującą się walutą w regionie i zamknęły się po 333,4 oraz 25,75 (ok. 0,5% mocniej). Rosyjski rubel stracił ponad 1% do 65 za dolara na skutek spadających cen ropy (-7%).

**Stopy procentowe** Rentowności obligacji oraz IRS spadały drugi tydzień z rzędu (obligacje 10L o 10pb do 1,9%) ale w międzyczasie 10-letnie papiery były na poziomie 2,04% po tym, jak we wtorek słaba aukcja japońskich obligacji spowodowała wzrost rentowności na rynkach bazowych. Po słabych danych ISM przemysłowych w środę rentowności na rynkach bazowych zaczęły spadać i polska 10-letnia rentowność na koniec tygodnia wyniosła poniżej 1,9%. W Polsce zarówno wtorkowa niższa od oczekiwań inflacja za wrzesień jak i fakt, że odwołano czwartkową aukcję, nie wpływały znacząco na ceny. Dopiero w czwartek, po tym jak poznaliśmy wyrok TSUE, (a następnie wyszły kolejne złe dane z USA) rentowności zaczęły spadać.

### Kluczowe wydarzenia

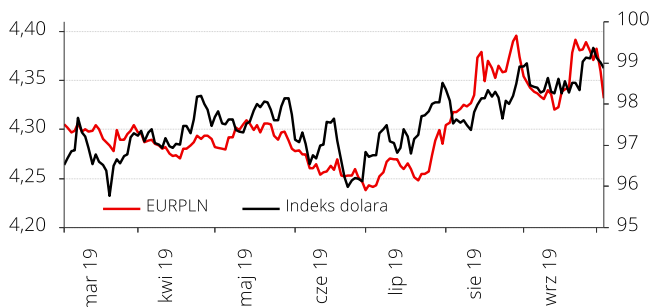
Krajowy kalendarz jest relatywnie pusty w przyszłym tygodniu. W piątek możemy poznać oceny ratingu Polski przez agencje S&P oraz Moody's w piątek. Dlatego w przyszłym tygodniu rynki będą prawdopodobnie zwracać uwagę na czynniki globalne. Po tym jak w ubiegłym tygodniu stało się jasne, że globalny sektor przemysłowy znajduje się w recesji, rynki będą bacznie obserwować czy nie pogarsza się sytuacja w innych sektorach głównych gospodarek. Istotne dla rynków dane zaczynają się dzisiaj – zatrudnienie poza rolnictwem. Na początku przyszłego tygodnia dane z Niemiec m.in. o zamówieniach w przemyśle i produkcji przemysłowej. W środę minutes po wrzesniowym spotkaniu Fed. W czwartek poznamy inflację w USA oraz rozpoczną się rozmowy na linii USA-Chiny w Waszyngtonie. Więcej uwagi ponownie będzie przykuwać Brexit po tym jak w piątek upływie ultimatum postawione UE przez Wielką Brytanię.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Po tym jak oczekiwania na wyrok TUSE już nie zaprzęają uwagi inwestorów EURPLN będzie próbował poszukiwać nowej ceny równowagi. Oczekujemy, że złoty w najbliższych dniach odrobinę się umocni, prawdopodobnie testując poziom 4,30. Następnie będzie powoli się osłabiał a tempo tego osłabienia będzie determinowane przez czynniki zewnętrzne, z których inflacja w USA (czwartek) oraz rozmowy na linii USA-Chiny w Waszyngtonie mają szansę być najistotniejszymi.

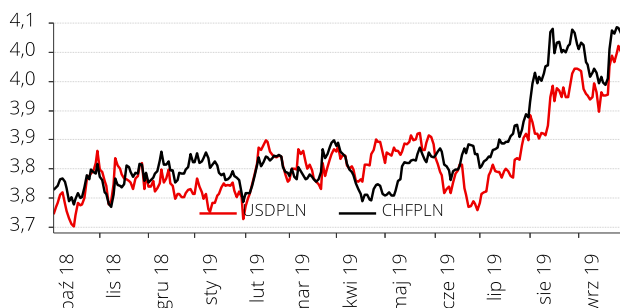
**Stopa procentowa** Polskie 10L obligacje przełamały poziom wsparcia na 2% i, podobnie jak w przypadku walut, oczekujemy konsolidacji w najbliższych dniach i krótkotrwałego testowania poziomów poniżej 1,9% a następnie powrotu w okolice 2%. W przypadku rynku stóp procentowych warto być świadomym jeszcze jednego istotnego globalnego czynnika ryzyka, mianowicie coraz mocniejszych wysiłków Banku Japonii w kierunku wystromienia krzywej dochodowości i zwiększenia rentowności długoterminowych obligacji (a 10-latką najprawdopodobniej w okolice 0,0%). Proces uwzględniania tego prawdopodobieństwa w cenach może wywierać wpływ na wystromienie krzywych na rynkach bazowych oraz pośrednio w Polsce.

### EURPLN i indeks dolara



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



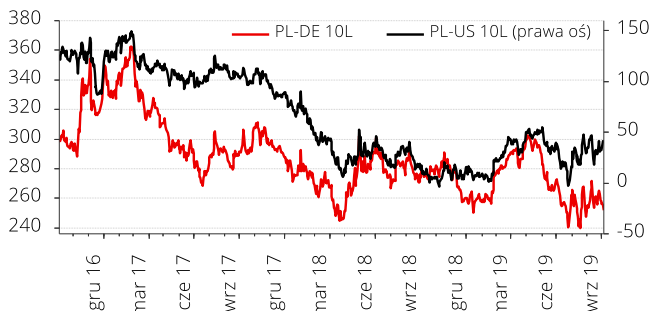
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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 (7 października)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	-1.0	-2.7	
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	-2.7	5.6	
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	4.9	8.7	
<b>WTOREK (8 października)</b>							
03:45	CN	PMI usługi	IX	pkt	52.0	52.1	
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	VIII	% m/m	-0.3	-0.6	
09:00	HU	Inflacja	IX	% r/r	2.9	3.1	
<b>ŚRODA (9 października)</b>							
20:00	US	Minutes FOMC	18/09/2019		-	-	
<b>CZWARTEK (10 października)</b>							
08:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	0.0	0.8	
09:00	CZ	Inflacja	IX	% r/r	2.9	2.9	
14:30	US	Inflacja	IX	% m/m	0.1	0.1	
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	215.0	213.0	
<b>PIĄTEK (11 października)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	IX	% m/m	-0.1	-0.1	
16:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	92.3	93.2	
	<b>PL</b>	<b>Przegląd ratingu przez Moody's i S&amp;P</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