

# Tygodnik ekonomiczny

## Inflacja znowu w dół

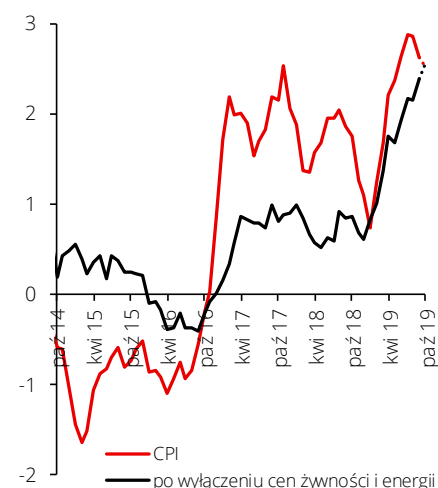
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Kolejny tydzień nie uciekniemy od tematu Brexitu. Pomysł premiera Johnsona, żeby w grudniu odbyły się przyspieszone wybory, będzie głosowany w poniedziałek w Izbie Gmin, ale do wymaganych 2/3 głosów potrzeba poparcia opozycji. Ta chce jednak wykluczenia opcji twardego Brexitu. Wybór nowego parlamentu ma pomóc Wlk. Brytanii określić się co do dalszych relacji z UE. W międzyczasie czekamy na decyzję UE nt. kolejnego odsunięcia w czasie „ostatecznego” terminu opuszczenia jej szeregów przez Wlk. Brytanię, bo dotychczasowy jest już całkiem blisko (31 października).
- W połowie tygodnia uwaga rynków powinna przeskoczyć na drugą stronę Atlantyku, gdzie Fed będzie decydować o stopach procentowych. Kolejna obniżka w odczuciu rynków wydaje się być przesadzona, więc ciekawe będzie raczej jaki będzie jej towarzyszył ton jeśli chodzi o otwartość FOMC na dalsze luzowanie. Naszym zdaniem tą obniżką Fed zakończy zabieg „dostosowania w trakcie cyklu” swojej polityki.
- W Polsce poznamy wstępny szacunek inflacji za październik. Wygląda na to, że drugi miesiąc z rzędu dynamika m/m cen żywności odbiegała wyraźnie w dół od wzorca z ubiegłych lat a do tego czwarty miesiąc z rzędu spadały ceny paliw. W rezultacie roczna dynamika CPI mogła spaść do 2,5% z 2,6%, wbrew wciąż narastającej w tle inflacji bazowej (wg nas z 2,4% r/r do 2,6%). Jeśli żywność i paliwa będą nadal kontrować nasilenie się inflacji bazowej a do tego ceny prądu dla gospodarstw domowych będą dalej zamrożone to zdecydowanie obniży się prawdopodobieństwo przebiccia przez inflację 4% r/r na początku 2020 r. Z uwagi na święto w piątek publikacje wskaźników PMI będą dopiero w kolejnym tygodniu.

### Wnioski rynkowe

- Zakładamy, że impuls spadkowy EURPLN obserwowany od początku października może się zatrzymać, przynajmniej w krótkim terminie. Jednym z czynników, które w ostatnim czasie wspierały złotego, były nadzieje na to, że wkrótce uzgodniony zostanie uporządkowany Brexit. Tak się jednak zapewne nie stanie i cała kwestia zostanie przełożona, więc jeden z powodów umocnienia złotego zniknie. Dodatkowo, środowa obniżka stóp Fed może być kolejną, której towarzyszyć będzie raczej zachowawcza retoryka, co może wesprzeć dolara, szczególnie po jego ostatniej deprecjacji.
- Nie zakładamy, aby rentowności polskich obligacji kontynuowały ruch w dół. Ostatnie dane z Europy i USA nie sprawiły, by rynek bardziej obawiał się o globalny wzrost. Rentowność Bundów i Treasuries pozostała na podwyższonym poziomie i może być to czynnik wywierający presję na polski dług, szczególnie po ostatnim istotnym zawężeniu spreadu. Z okoliczności lokalnych, przedstawiciele partii rządzącej sugerowali w ostatnich dniach, że w 2020 wpływy mogą być niższe, a wydatki wyższe niż planowano w projekcie budżetu z zerowym deficytem. W rezultacie rynek może zacząć wyceniać scenariusz wyższej podaży obligacji by pokryć deficyt.

Inflacja CPI, % y/y



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

Dane opublikowane w ostatnim tygodniu potwierdziły, że w III kw. 2019 r. wzrost PKB dalej spowalniał. Spodziewamy się odczytu 4,1% r/r wobec 4,5% r/r i naszym zdaniem ryzyko jest w dół. Pierwsze wskaźniki koniunktury za IV kw. 2019 sugerują dalsze spowolnienie.

**Polska sprzedaż detaliczna** spowolniła do 4,3% r/r we wrześniu z 4,4% r/r w sierpniu, podczas gdy rynek oczekiwał przyśpieszenia. Główną przyczyną rozczarowania była żywność (pewnie wynik jednorazowych efektów), podczas gdy sprzedaż dóbr trwałych wypadła całkiem nieźle. O danych więcej napisaliśmy [tutaj](#). Ogólnie otoczenie makro pozostaje korzystne dla konsumpcji (niskie bezrobocie, wysoki optymizm konsumentów, nowe wydatki socjalne, obniżka podatków) i nie widzimy przyczyn, dla których sprzedaż detaliczna mogłaby nagle spowalniać. Warto jednak podkreślić, że w październiku pewnemu pogorszeniu uległy **wskaźniki koniunktury konsumenckiej**. Obydwa pozostały jednak blisko rekordu z września: wskaźnik bieżący spadł do 9,3 pkt z 10,2 pkt a wyprzedzający do 3,6 pkt. z 7,0 pkt. Większość subindeksów obniżyła się, a największy spadek został odnotowany w przypadku zmian bezrobocia (-7,3 pkt, do 2,5 pkt czyli najniższego poziomu od stycznia 2017 r.) oraz warunków do oszczędzania (-4,9 pkt). Spadek optymizmu co do zmian bezrobocia jest spójny z naszymi prognozami stabilizacji zatrudnienia oraz bezrobocia w najbliższych miesiącach. Sądymy, że optymizm konsumentów może obniżyć się w najbliższych miesiącach, choć obniżka podatków PIT od października może mieć pewien pozytywny wpływ na ten wskaźnik.

**Produkcja budowlana** wzrosła we wrześniu 7,6% r/r, odrobinę powyżej oczekiwań. W nadchodzących miesiącach oczekujemy utrzymania się dynamiki produkcji budowlanej poniżej 10%, biorąc pod uwagę, że szczyt wykorzystania funduszy z UE jest już za nami. Z drugiej strony, solidne wzrosty powinny być notowane w sektorze mieszkaniowym. O danych więcej napisaliśmy [tutaj](#)

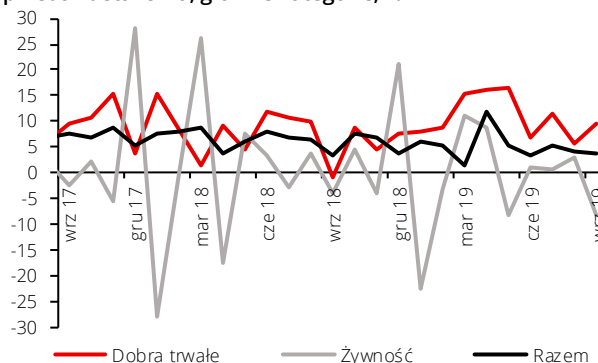
Pierwsze **indeksy nastroju w biznesie za październik** pokazały poprawę w przemyśle oraz dalsze pogorszenie w handlu detalicznym i usługach. Co ważne, odbicie w przemyśle było napędzane największym od 2008 spadkiem zapasów wyrobów gotowych, podczas gdy nowe zamówienia i indeks oczekiwanej produkcji pozostały na niskich poziomach. Ocena sytuacji w handlu detalicznym i usługach pogorszyła się jeszcze bardziej jeśli chodzi o oczekiwany popyt (najniższy odczyt od około sześciu lat). Tymczasem, subindeks opisujący bieżące tendencje wzrósł najwyżej od marca, podczas gdy subindeks oczekiwań w dalszym ciągu poruszał się w dół i spadł poniżej swojej długoterminowej średniej pierwszy raz od stycznia 2017. Powyższe dane nie sugerują zbliżania się punktu zwrotnego w tych negatywnych tendencjach.

**Podaż pieniądza M3** spowolniła do 9,4% r/r we wrześniu z 9,9% r/r w sierpniu. Wzrost gotówki w obiegu oraz depozytów pozostał w zasadzie bez zmian wobec poprzedniego miesiąca, a spowolnienie wynikało z niższych wartości operacji z przyrzeczeniem odkupu oraz dłużnych papierów wartościowych z terminem do 2 lat.

**NBP opublikował wyniki głosowania RPP we wrześniu**, kiedy zgłoszony został wniosek o obniżenie stóp o 25 pb. Jedynym członkiem „za” był wnioskodawca Eryk Łon, tak jak się spodziewaliśmy. Sądymy, że podobnie rzecz się miała w październiku, kiedy również złożono wniosek o obniżkę stóp.

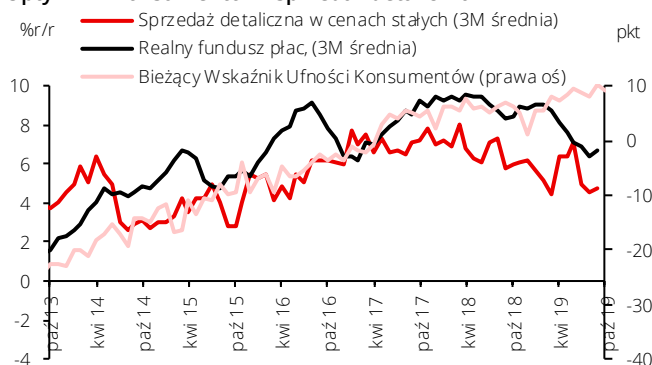
**Kamil Zubelewicz z RPP** powiedział w wywiadzie dla agencji Reuters, że utrzymywanie przez Radę zbyt niskich stóp procentowych sztucznie nakręca koniunkturę na rynku mieszkaniowym, zachęca gospodarstwa domowe do zadłużania się, doprowadziła do zauważalnego wzrostu cen i błędem jest szukanie za granicą przyczyn tego wzrostu cen. Dodał jednak, że przy obecnym układzie sił w RPP stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca obecnej kadencji, co wydaje nam się możliwym scenariuszem, zwłaszcza że **prezes NBP Adam Glapiński** jest zwolennikiem utrzymywania stóp bez zmian. Naszym zdaniem na kolejnym posiedzeniu może pojawić się znów (nieudana) próba podwyższenia stóp.

Sprzedaż detaliczna, główne kategorie, % r/r



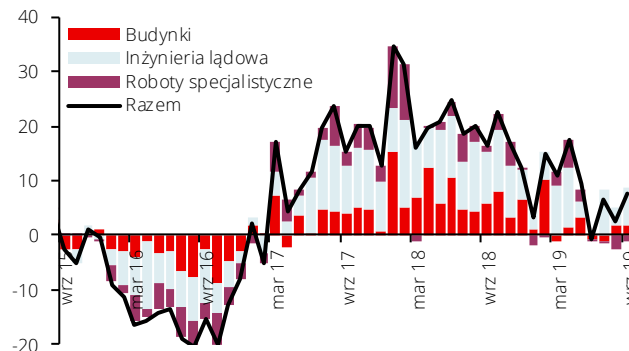
Źródło: GUS, Santander

Optymizm konsumentów i sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Santander

Struktura wzrostu produkcji budowlanej, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Cytat tygodnia:

**Adam Glapiński, 25 października, PAP:** Najbliższa projekcja nie daje żadnego powodu, by przewidywać zmiany stóp procentowych

**Kamil Zubelewicz, 24 października, Reuters:** Ta polityka [niskich stóp] sztucznie nakręca koniunkturę na rynku mieszkaniowym i zachęca ludzi do zadłużania się. (...) Stopy procentowe okazały się wręcz za niskie i o kredyt zaczęły się ubiegać się podmioty, które w normalnych okolicznościach wcale by go nie potrzebowały. (...) Obecna polityka Rady nakłania Polaków do przejadania owoców wzrostu gospodarczego. Polityka niskich stóp procentowych doprowadziła do zauważalnego wzrostu cen. Z obecnego układu sił w RPP wynika, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie do końca kadencji tej Rady. (...) Zwolennicy obniżek stóp stawiają fałszywy wybór między wzrostem gospodarczym a stabilnością cen. Tymczasem jest to wybór między wzrostem gospodarczym dziś a wzrostem gospodarczym jutro.

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Aprecjacja złotego do euro, dolara i franka zatrzymała się w mijającym tygodniu, bowiem proces przygotowywania uporządkowanego Brexitu stracił tempo i nie doszło na tym polu do postępu. Ruch w dół EURPLN zatrzymał się na ważnym wsparciu (4,27). USDPLN wahał się wokół 3,84, CHFPLN oscylował blisko 3,88, a GBPPLN poruszał się w dość szerokim pasmie 4,80-4,98.

W przypadku innych walut regionu, korona utrzymała zyski z zeszłego tygodnia, forint umocnił się do euro czwarty tydzień z rzędu, a rubel oddał część ostatnich zysków do dolara.

**Stopy procentowe** Polskie rentowności i stawki IRS obniżyły się o ok. 2-4 pb pod wpływem ostrożniejszego nastroju na świecie wskutek braku postępu w kwestii Brexitu. 10-letni spread asset swap nie zmienił się znacząco, a spread rentowności Polska-Niemcy spadł na chwilę do ok. 235 pb, najniższej od przełomu 2015/2016. Budy oraz Treasuries nie skorzystały za bardzo z mniejszego optymizmu panującego na rynku i rentowności pozostały blisko lokalnych szczytów. Mogło to być skutkiem danych z Europy – wstępne PMI i niemiecki Ifo ustabilizowały się lub pokazały nawet lekkie odbicie.

### Kluczowe wydarzenia

Brexit wciąż się przeciąga i zapewne stan ten utrzyma się do 31 stycznia. Premier Boris Johnson chciałby przeprowadzić wybory parlamentarne 12 grudnia i wniosek o ich zwołanie ma być głosowany w poniedziałek. Potrzebne są 2/3 głosów, a opozycja zapowiedziała, że poprze go tylko jeśli wykluczony zostanie bezumowny Brexit. Zakładamy, że UE zgodzi się odłożyć Brexit, a w Wielkiej Brytanii przyjęty będzie wniosek o wybory.

W takiej sytuacji sądzymy, że uwaga inwestorów przeniesie się na USA. W środę FOMC zapewne obniży stopy procentowe trzeci raz w tym roku, a w piątek poznamy miesięczne dane z rynku pracy i przemysłowy ISM.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Zakładamy, że impuls spadkowy EURPLN obserwowany od początku października może się zatrzymać, przynajmniej w krótkim terminie. Kurs spadł dość szybko w poprzednich trzech tygodniach, a procentowa zmiana kursu była największa od I kw. 2017. Warto przy tym zauważyć, że EURUSD rósł w poprzednich trzech tygodniach (słaby dolar był korzystny dla polskiej waluty), a odpowiednia zmiana procentowa była najwyższa od początku 2018. Sugeruje to, że zarówno ruch spadkowy EURPLN, jak i odbicie EURUSD mogą być przesadzone w krótkim terminie.

Jednym z czynników, które w ostatnim czasie wspierały złotego, były nadzieje na to, że wkrótce uzgodniony zostanie uporządkowany Brexit. Tak się jednak zapewne nie stanie i cała kwestia zostanie przełożona, więc jeden z powodów umocnienia złotego zniknie. Dodatkowo, środowiska obniżka stóp Fed może być kolejną, której towarzyszyć będzie raczej zachowawcza retoryka, co może wesprzeć dolara, szczególnie po jego ostatniej deprecjacji. Indeks dolara dotarł właśnie do wsparcia na 97.

**Stopa procentowa** Nie zakładamy, aby rentowności polskich obligacji kontynuowały ruch w dół. Ostatnie dane z Europy i USA nie sprawiły, by rynek bardziej obawiał się o globalny wzrost. Rentowność Bundów i Treasuries pozostała na podwyższonym poziomie i może być to czynnik wywierający presję na polski dług, szczególnie po ostatnim istotnym zawężeniu spreadu. Co więcej, najbliższa obniżka stóp Fed może być ponownie „jastrzębia” i nie dawać powodu do spadku rentowności.

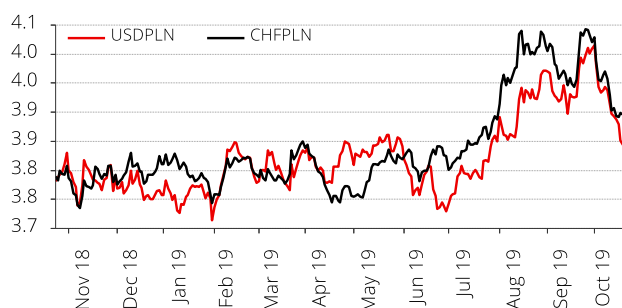
Z okoliczności lokalnych, przedstawiciele partii rządzącej sugerowali w ostatnich dniach, że w 2020 wpływy mogą być niższe, a wydatki wyższe niż planowano w projekcie budżetu z zerowym deficytem. W rezultacie rynek może zacząć wyceniać scenariusz wyższej podaży obligacji by pokryć deficyt.

### EURPLN



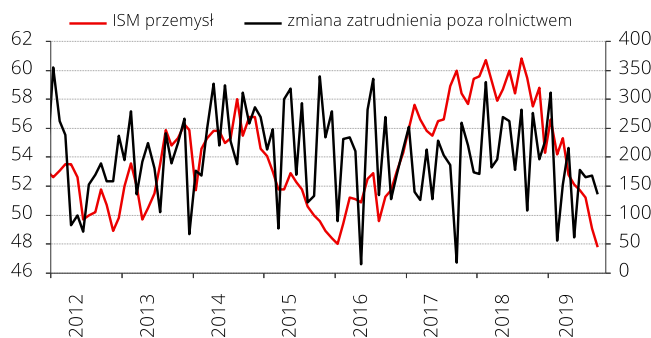
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



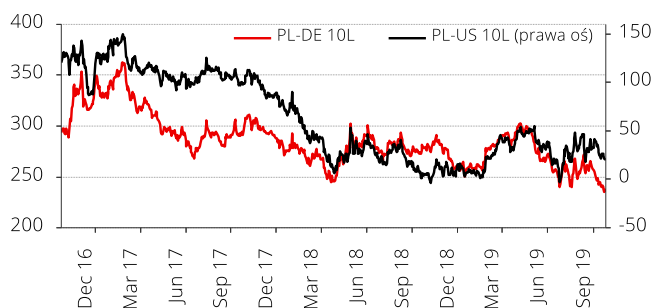
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Dane z USA



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 (28 października)</b>							
Brak istotnych danych							
<b>WTOREK (29 października)</b>							
15:00	US	Indeks nastroju konsumentów	X	pkt	127.8	-	125.1
15:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IX	% m/m	1.0	-	1.6
<b>ŚRODA (30 października)</b>							
11:00	EZ	ESI	X	pkt	101.1	-	101.7
13:15	US	Raport ADP	X	tys.	132	-	134
13:30	US	PKB	III kw.	% k/k	1.6	-	2.0
14:00	DE	Inflacja HICP	X	% m/m	0.0	-	-0.1
19:00	US	Decyzja FOMC		%	2.0		2.0
<b>CZWARTEK (31 października)</b>							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0.3	-	-0.1
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępna inflacja</b>	<b>X</b>	<b>% r/r</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	X	% r/r	0.7	-	0.9
11:00	EZ	PKB SA	III kw.	% r/r	1.1	-	1.2
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	IX	%	7.4	-	7.4
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	212
13:30	US	Wydatki osobiste	IX	% m/m	0.3	-	0.1
13:30	US	Dochody osobiste	IX	% m/m	0.3	-	0.4
13:30	US	Indeks cen PCE SA	IX	% m/m	0.0	-	0.0
<b>PIĄTEK (1 listopada)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Dzień wolny</b>					
13:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	X	tys.	95	-	136
13:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	3.6	-	3.5
15:00	US	ISM przemysł	X	pkt	49.0	-	47.8

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 swaich 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