

## Tygodnik ekonomiczny

### Spadek inflacji daje grunt pod kolejną obniżkę stóp

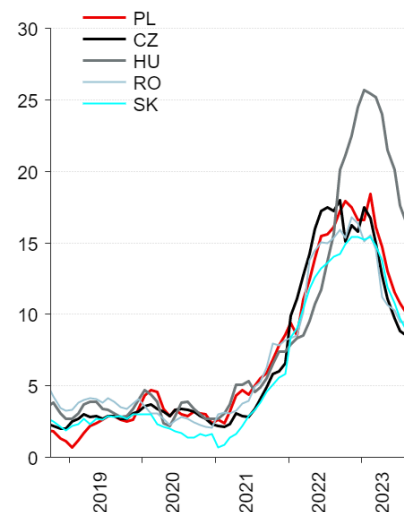
#### Co w gospodarce:

- Inflacja znowu spadła „na tęgą na szyję”: we wrześniu dynamika CPI wyniosła 8,2% r/r, a poziom cen obniżył się o 0,4% wobec sierpnia. To duża pozytywna niespodzianka, choć warto pamiętać, że spory udział miały w tym różnego rodzaju działania „centralnie sterowane” i/lub regulacyjne zmierzające do obniżenia cen po wakacjach, m.in.: podniesienie limitu zużycia prądu, uprawniające do zamrożonych cen energii, darmowe leki dla seniorów i młodych, spadek cen paliw na stacjach benzynowych, być może też darmowe laptopy dla czteroklasistów. W sumie te czynniki odjęły od inflacji ok. 0.8pp. Niższe niż zakładaliśmy były też ceny żywności i pozostała część inflacji bazowej. To ostatnie mogło wynikać m.in. z dobrej pogody, opóźniającej wprowadzenie jesienno-zimowej kolekcji odzieży do sklepów. Większość z czynników które mocno pchnęły CPI w dół ma charakter jednorazowy, a w przypadku paliw i odzieży zapewne cofnie się w kolejnych miesiącach. Skala wzrostu cen paliw po październiku będzie zależała m.in. od zachowania światowych cen ropy i kursu PLN, ale oceniamy, że może wynieść w sumie przynajmniej kilkanaście procent. W efekcie, **nasza prognoza CPI na październik spadła poniżej 7%, ale na grudzień pozostaje na ok. 6,7%-6,8% r/r** pomimo wrześniowej mocnej niespodzianki.
- W najbliższym tygodniu kluczowym wydarzeniem w kraju będzie posiedzenie RPP (decyzja w środę, konferencja prezesa NBP w czwartek). Mocny spadek CPI we wrześniu zostanie zapewne ogłoszony jako potwierdzenie końca ery wysokiej inflacji, dające argument za dalszą obniżką stóp. **Biorąc pod uwagę niedawne wypowiedzi przedstawicieli rządu, a później również banku centralnego, wskazujące na obawy związane z ewentualną deprecjacją PLN, naszym zdaniem najbardziej prawdopodobna jest obniżka o 25pb.** Większa skala redukcji byłaby naszym zdaniem negatywna dla waluty i trudno byłoby liczyć na zneutralizowanie tego jastrzębim tonem komunikacji: po dwóch z rzędu decyzjach rozmiągających się z wcześniejszą sygnalizacją, słuchanie kolejnych sugestii miałyby niewielki sens.
- Zanim poznamy decyzję RPP uwaga skupi się na indeksach PMI w kraju i za granicą. **Obstawiamy delikatne odbicie indeksu dla polskiego przemysłu**, spójne z sygnałami z alternatywnych badań koniunktury z października (GUS, ESI).
- Za granicą tydzień będzie przepętniony wypowiedziami przedstawicieli EBC i Fed, posiedzenia decyzyjne mają banki centralne w Australii, Nowej Zelandii, Rumunii, Indiach. Na koniec tygodnia pojawi się kluczowy raport o zatrudnieniu w USA.
- Kampania wyborcza w Polsce wkracza w najgorętszy okres. W niedzielę KO organizuje w Warszawie Marsz Miliona Serc, a PiS konwencję w Katowicach.

#### Co na rynkach:

- Rentowności obligacji na rynkach bazowych po mocnych wzrostach w ostatnich dniach dzisiaj zaczęły zawracać i **jeśli odczyty PMI nie zaskoczą pozytywnie, to początek nowego tygodnia może minąć pod znakiem dalszego odreagowania na rynkach długu.** Dla kolejnych dni kluczowa będzie decyzja RPP. Obniżka stóp o 25pb i neutralny ton komunikacji mogłyby wywołać wzrost stawek FRA i krótkiego końca krzywej, ograniczając (nadmierne) oczekiwania nt. skali dalszych obniżek. W przypadku większej redukcji stóp w środę, spodziewamy się powrotu agresywnej wyceny skali dalszego luzowania i dalszego stromienia krzywej. Ton komunikacji powinien mieć w tym przypadku coraz mniejsze znaczenie, skoro rynek dostarczył kolejne potwierdzenie, że nie jest ona wiarygodna.
- **Obniżka o 25pb i neutralny przekaz powinny wesprzeć złotego – zakładamy, że EURPLN może na koniec tygodnia wrócić poniżej 4,60** (o ile w międzyczasie dolar nie umocni się gwałtownie do euro). Większa skala obniżki miałyby negatywne przełożenie na krajową walutę, co naszym zdaniem czyni taką decyzję mniej prawdopodobną w świetle wyraźnych sygnałów ze strony rządu, że EURPLN powyżej 4,60 nie jest mile widziany.

#### Inflacja w krajach CEE, % r/r

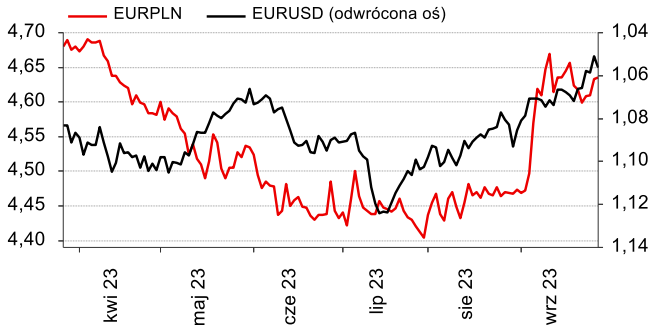


Źródło: LSEG Datastream, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

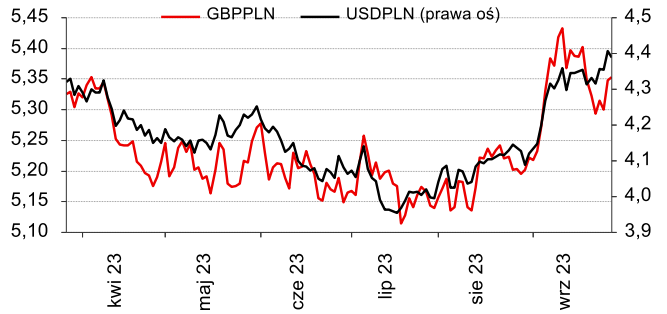
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 691 393 119  
 Bartosz Biatas 517 881 807  
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480  
 Marcin Luźniński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

**EURPLN i EURUSD**



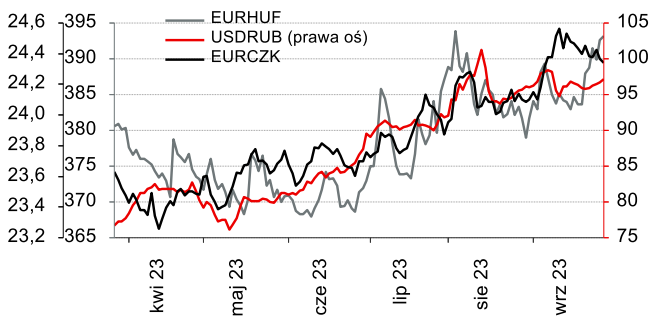
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**GBPPLN i USDPLN**



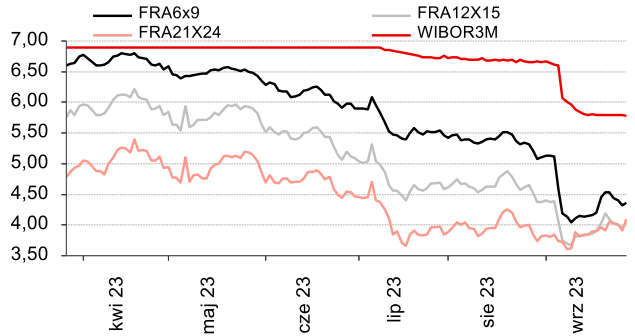
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**EURCZK, EURHUF i USDRUB**



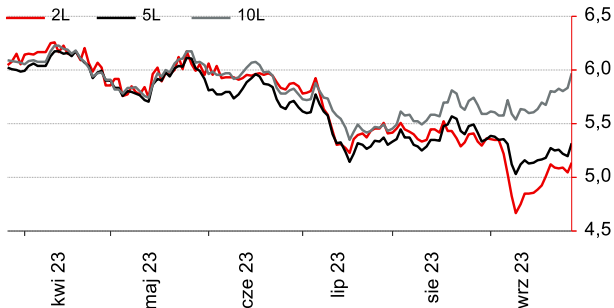
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**PLN FRA i WIBOR3M**



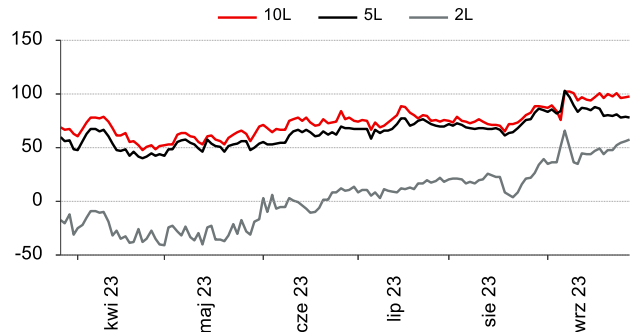
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**Rentowności polskich obligacji**



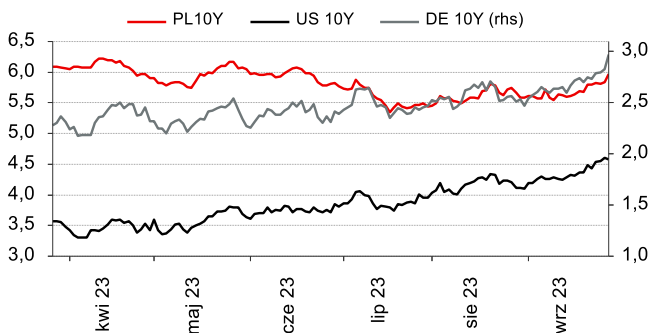
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**Spready asset swap**



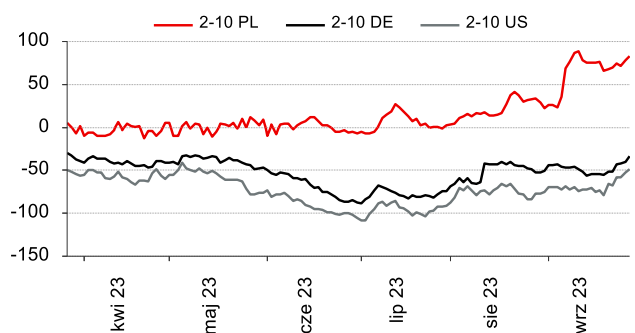
Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

**Rentowności 10-letnich obligacji**



Source: LSEG Datastream, Santander

**Nachylenie krzywych dochodowości**



Source: LSEG Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (2 października)</b>							
09:00	PL	PMI przemysł	IX	pkt	43,3	44,0	43,1
09:55	DE	PMI przemysł	IX	pkt	-	-	39,8
10:00	EZ	PMI przemysł	IX	pkt	-	-	43,4
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	VIII	%	-	-	6,4
16:00	US	ISM przemysł	IX	pkt	47,8	-	47,6
<b>WTOREK (3 października)</b>							
Brak ważnych publikacji							
<b>ŚRODA (4 października)</b>							
	PL	Decyzja RPP	IX	%	5,75	5,75	6,00
09:55	DE	PMI usługi	IX	pkt	-	-	49,8
10:00	EZ	PMI usługi	IX	pkt	-	-	48,4
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	-	-	-0,2
14:15	US	Raport ADP	IX	tys.	150	-	177
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	VIII	% m/m	-0,5	-	0,2
16:00	US	ISM usługi	IX	pkt	53,5	-	54,5
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	0,2	-	-2,1
<b>CZWARTEK (5 października)</b>							
08:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	-	-	-1,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.	215	-	204
15:00	PL	Konferencja prezesa NBP					
<b>PIĄTEK (6 października)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	2,5	-	-11,7
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	-	-	-2,5
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	IX	tys.	168	-	187
14:30	US	Stopa bezrobocia	IX	%	3,7	-	3,8

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

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