

MAKROskop

Suma wszystkich strachów

■ **Strach przed nadchodzącym spowolnieniem gospodarczym przybiera na sile.** OECD i MFW obniżyły właśnie swoje prognozy wzrostu dla gospodarki światowej, wskazując jako główne przyczyny nasilające się napięcia w handlu międzynarodowym, rosnące stopy procentowe i niestabilną sytuację na rynkach wschodzących. Rewizje w dół były jak dotąd niewielkie, ale prawdopodobieństwo realizacji czynników ryzyka zdaje się rosnąć, a potencjalne ich skutki przybierają na sile.

■ Perspektywy dla polskiej gospodarki jak na razie opierają się pogorszeniu nastrojów za granicą, a mediana prognoz PKB pozostaje w trendzie wzrostowym. Jednak III kwartał, który właśnie się zakończył, był najprawdopodobniej pierwszym kwartałem od ponad roku ze wzrostem wyraźnie poniżej 5% r/r. **Pozostajemy jednak umiarkowanymi optymistami jeśli chodzi o perspektywy na najbliższą przyszłość i zakładamy, że tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie opadać dość powoli**, utrzymując się jeszcze przez ponad rok powyżej wzrostu potencjalnego (szacowanego na ok. 3% rocznie). Tym samym, Polska pozostanie jednym z liderów wzrostu w Unii Europejskiej. Czynniki ryzyka dla tego scenariusza to głównie wydarzenia zewnętrzne, na czele z „nieuporządkowanym Brexitem” (w tym scenariuszu, który na szczęście wciąż nie jest wariantem bazowym, Polska byłaby jednym z najbardziej dotkniętych krajów w UE).

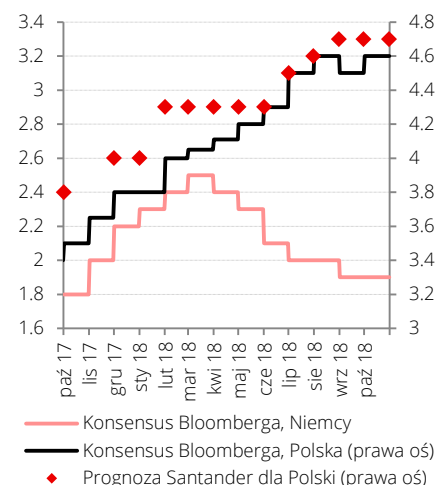
■ Miesiąc temu sugerowaliśmy, że sierpień wyznaczył punkt zwrotny w perspektywach inflacji, ale wrześniowy odczyt był ponownie poniżej prognoz. Mimo to, **nadal uważamy, że w 2019 inflacja będzie rosła do, a nawet nieco powyżej, celu NBP, tj. 2,5%**. Czynniki generujących ryzyko w górę dla tego scenariusza przybywa. Nawet jeżeli URE nie zgodzi się na mocne podwyżki cen prądu dla odbiorców detalicznych przed wyborami, to inflacja bazowa będzie pod rosnącym wpływem presji kosztowej odczuwanej przez firmy.

■ **Nie zmieniamy naszych oczekiwań odnośnie do perspektyw polityki pieniężnej – pierwsza podwyżka stóp możliwa jest najwcześniej pod koniec 2019 r.** Warto podkreślić, że prezes NBP Adam Glapiński wycofał się ze swojej lipcowej deklaracji o możliwej stabilizacji stóp do końca 2020 r. i ostatnio wskazywał na koniec 2019 lub początek 2020.

■ W ostatnich tygodniach złoty był dość odporny na wahania nastrojów i **nadal widzimy potencjał do lekkiego umocnienia krajowej waluty w horyzoncie do końca roku.** Zakładamy, że najbardziej skrajne czynniki ryzyka nie zmaterializują się. Korelacja między EURPLN oraz EURUSD lekko spadła w ostatnich tygodniach, ale wygląda na to, że notowania dolara nadal mają dość duży wpływ na złotego. Nadal uważamy, że w horyzoncie do końca roku EURUSD będzie rósł wobec normalizacji polityki pieniężnej przez EBC i faktu, że rynek w dużym stopniu wycenił już najbliższe podwyżki stóp Fed.

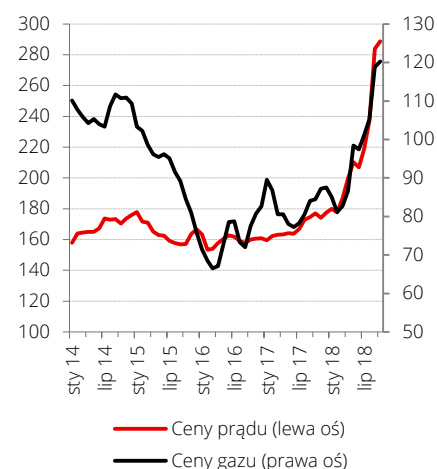
■ Wypzedaż długu w USA pchnęła w górę rentowności polskich obligacji, ale sądzimy, że **w kolejnych tygodniach krajowe papiery skarbowe będą odrabiały straty** m.in. dzięki temu, że rynek zostanie zalany napływem gotówki z wykupów obligacji i płatności odsetkowych pod koniec października. Dodatkowo, najbliższe dane krajowe będą naszym zdaniem słabsze od oczekiwań rynkowych.

Prognozy wzrostu PKB w 2018 r.



Źródło: Bloomberg, Santander Bank Polska

Ceny energii, kontrakty, PLN/MWh



Źródło: TGE, Santander Bank Polska

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 Strona www: skarb.santander.pl
Maciej Reluga – Główny Ekonomista
 tel. 22 5341888
Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luziński 22 534 18 85
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
Konrad Soszyński 22 534 18 86
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2	Rynek walutowy	7
Pod lupą: polityka monetarna	4	Kalendarz makroekonomiczny	9
Pod lupą: polityka fiskalna	5	Dane i prognozy ekonomiczne	10
Rynek stopy procentowej	6		

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.10.2018 r.

Gospodarka Polski

Wskaźniki wyprzedzające przesadzają z pesymizmem?

Wrześniowy ruch wskaźnika PMI dla przetwórstwa do 50,5 pkt był trzecim spadkiem z rzędu (a także trzecim negatywnym zaskoczeniem z rzędu). Ostatnio gdy taka sytuacja miała miejsce, tzn. w 2004, 2008 i 2013, kolejne miesiące przynosiły dwu- lub nawet czterokrotne pogłębienie trzymiesięcznego spadku. Jednak naszym zdaniem jeśli polski PMI spadnie poniżej 50 pkt, to nie musi to oznaczać problemów dla przemysłu. Warto zauważyć, że polski PMI jest poniżej analogicznych indeksów dla innych krajów naszego regionu oraz dla Niemiec już od początku 2017 r., a mimo to produkcja przemysłowa w Polsce rośnie wyraźnie szybciej. Zresztą naszym zdaniem mocne spadki niemieckiego PMI to głównie korekta nadmiernego optymizmu na początku 2018 r., kiedy gospodarka naszego zachodniego sąsiada wpadła w zadyszkę, a nie sygnał nadchodzącej recesji. Inne wskaźniki nastrojów gospodarczych dla Polski (GUS, ESI) potwierdzają, że ostatnio gospodarka spowolniła, choć indeksy utrzymują się na historycznie wysokich poziomach. Co więcej, spadek jest najmocniej widoczny w przemyśle, mniej w usługach, za to budownictwo i handel detaliczny wyglądają solidnie.

„Twarde” dane nie wskazują na spowolnienie

Sierpniowy wzrost produkcji o 5% r/r był zgodny z oczekiwaniami, ale stanowił mniej niż połowę wyniku z lipca. Jednak jeśli skorygujemy dane o efekt dni roboczych i jednorazowy wzrost produkcji w sektorze usług komunalnych w sierpniu 2017 r., to dane nie pokażą już tak wyraźnego spowolnienia, mimo że indeksy koniunktury lecą w dół. Budownictwo zaskoczyło w górę, w znacznej mierze dzięki wysokiemu popytowi z samorządów w przededniu wyborów. Wzrost sprzedaży detalicznej o 6,5% r/r w sierpniu był nieco słabszy niż w poprzednich miesiącach, ale wystarczająco wysoki, żeby wynik za cały III kw. (6,8% r/r) był lepszy niż w II kw. (6,1% r/r).

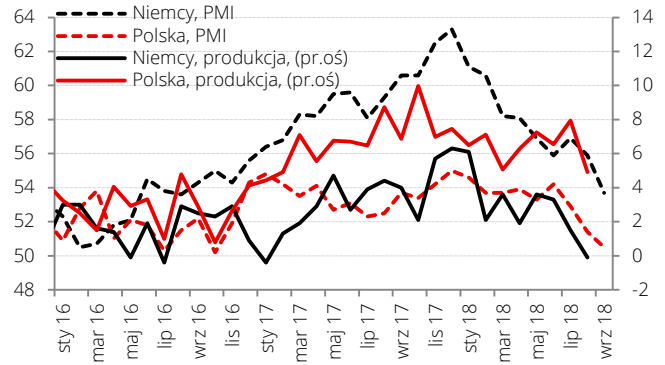
Globalne obawy uderzają w nowe zamówienia

Spowolnienie jednak się zbliza, a globalny spadek nowych zamówień jest tego widocznym znakiem. W Polsce również obserwujemy takie zjawisko, a ostatnie dwa raporty PMI pokazały najsłabszy wzrost nowych zamówień eksportowych od 4 lat. W bardziej szczegółowych danych GUS widać, że załamanie dotknęło głównie duże firmy, ale jednocześnie w wielu sektorach widoczne jest odbicie. Wartość nowych zamówień wg GUS wręcz pnie się w górę. Nie można wykluczyć, że temat wojen handlowych przekłada się na wzrost pesymizmu przedsiębiorców, ale na razie nie ma jeszcze wpływu na działalność gospodarczą. Dane o eksporcie są dostępne tylko za lipiec i do tego momentu bynajmniej nie doszło do załamania popytu z zagranicy.

Keep Calm and Consume

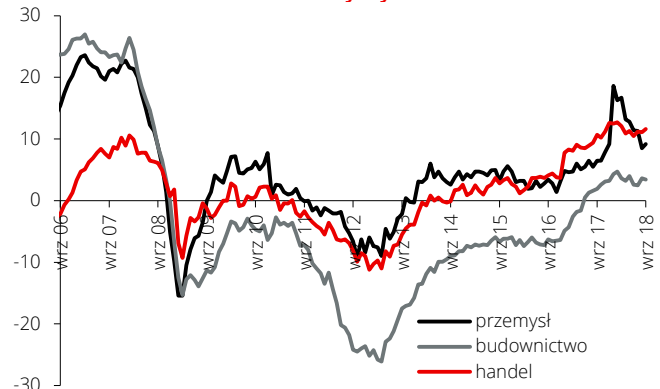
Trzymamy się naszej prognozy, że konsumpcja prywatna będzie rosła w tempie ok. 5% i pozostanie głównym czynnikiem wzrostu w Polsce, podczas gdy eksport będzie raczej źródłem spowolnienia. Ostatnio pokazało się nieco danych, które mogłyby być źródłem pesymizmu co do perspektyw konsumpcji, ale istnieją czynniki, które wg nas równoważą te słabsze sygnały. Płace realne wprawdzie spowolniły (8,2% r/r w sierpniu po 8,8% w lipcu, 9,4% w czerwcu, szczyt 10,1% w kwietniu), ale naszym zdaniem jeszcze przyspieszą i odczyty bliskie 10% są w tym roku możliwe. Nastroje konsumenckie mogą być w punkcie zwrotnym, gdyż wskaźnik ESI spadł do najniższego poziomu w tym roku, a wskaźnik obaw o wzrost bezrobocia odbił z 10-letniego minimum. Wskaźnik GUS opisujący przyszłą sytuację finansową obniżył się. Z drugiej strony, wskaźniki dotyczące zakupów są blisko rekordów, sprzedaż detaliczna dóbr trwałych już od 3 miesięcy rośnie w dwucyfrowym tempie, a kredyty konsumpcyjne zaczęły przyspieszać do ok. 10% r/r w połowie 2017 i 7,5% r/r na wiosnę 2018. Wskaźnik nastrojów konsumenckich sygnalizuje odbicie w sprzedaży i oczekiwań co do zamówień we wrześniu.

Produkcja przemysłowa (% r/r) i wskaźniki PMI



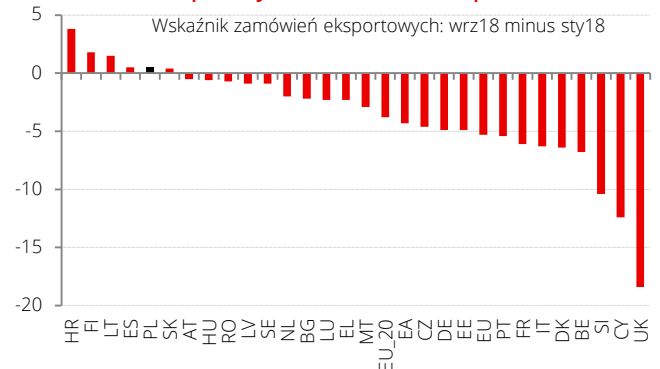
Źródło: Bloomberg, IHS Markit, Santander Bank Polska

Sektorowe wskaźniki koniunktury wyrównane sezonowo

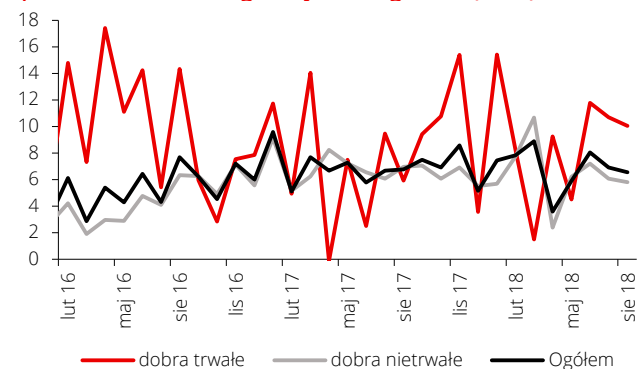


Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Wskaźniki ESI dla przemysłu: zamówienia eksportowe



Sprzedaż detaliczna w głównych kategoriach (% r/r)



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Gospodarka Polski

Wysyp czynników inflacyjnych

Spodziewamy się, że inflacja CPI wyniesie w 2019 r. średnio 2,6% wobec 1,8% w 2018 r. Ryzyko jest asymetryczne w górę i zdaje się, że wszystkie główne składniki koszyka inflacyjnego, tj. inflacja bazowa, żywność, energia i paliwa odczuwają presję wzrostową.

Poza zmianami, które będą miały bezpośrednie przełożenie na CPI, tj. wzrostem cen ropy, wprowadzeniem opłaty paliwowej od stycznia 2019, suszą rolniczą czy eksplozją cen energii, zobaczymy też efekty pośrednie, wynikające z rosnącej presji kosztowej na firmy. Spadek marż zdaje się być coraz bardziej dotkliwy ze względu na sytuację rynku pracy, wzrost cen surowców, energii elektrycznej i gazu.

Jeśli zaś chodzi o inflację bazową, to rok temu spodziewaliśmy się jej stopniowego wzrostu przez cały 2018 r. Zamiast tego w ciągu trzech kwartałów zobaczyliśmy wiele miesięcy spadkowych i tylko jeden (sierpień) z istotnym odbiciem. Główna miara wciąż jest poniżej 1% r/r zarejestrowanego na samym początku roku. I o ile wydawało nam się, że we wrześniu wrócimy do tego poziomu, to wstępny odczyt inflacji obniżył nasze szacunki do 0,8-0,9% r/r. Mimo to, sądymy że wzmocnienie tendencji proinflacyjnych w końcu popchnie inflację bazową w górę.

Energia zasili wzrost inflacji, rad nierad

Ceny energii zanotowały spektakularne wzrosty: w październiku ceny gazu na giełdach towarowych były o 45% wyższe niż rok wcześniej. Elektryczność w tym samym okresie podrożała o ponad 80% r/r. Będzie to miało przełożenie na marże firm i naszym zdaniem przełoży się na wyższą inflację CPI. Spotykamy się z informacjami, że firmy i samorządy już dostały propozycje nowych umów opiewających na kwoty 40-70% wyższe niż dotychczas.

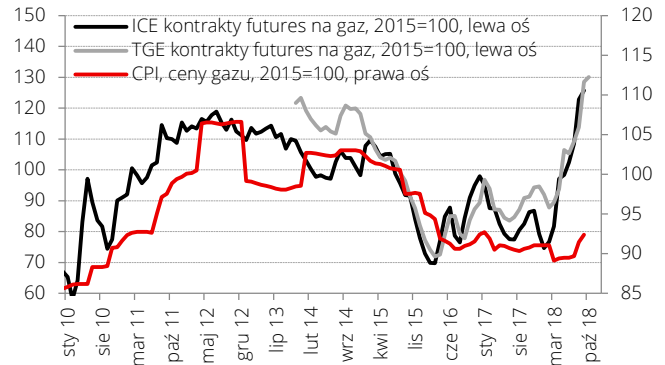
Według naszych szacunków, dotychczasowe zmiany cen giełdowych mogłyby się przełożyć na wzrost cen dla gospodarstw domowych o ok. 20% w przypadku elektryczności i o ok. 15% w przypadku gazu, co dodałoby do inflacji CPI nawet 1,0-1,5 punktu proc. Warto jednak podkreślić, że ceny dla gospodarstw domowych są regulowane, a na URE wywierana jest presja na utrzymanie ich bez zmian, przynajmniej przed zbliżającymi się wyborami (ostatnio minister energii Krzysztof Tchórzewski powiedział, że cenę energii dla gospodarstw domowych nie wzrosną). Zatem o ile sytuacja rynkowa usprawiedliwia wzrost cen detalicznych, to naszym zdaniem faktyczne podwyżki będą niewielkie, lub nawet w ogóle nie będzie ich w 2018/2019. Prawdopodobnie lwią część podwyżki zostanie sfinansowana przez sektor firm i samorządów i dopiero one będą szukać rekompensaty w kieszeni konsumentów. Zatem rad nierad, wzrost cen energii przełoży się na inflację. Jednak w przypadku braku podwyżek taryfy detalicznej efekty będą mniejsze i rozłożone w czasie.

Poza decyzją URE warto wymienić jeszcze co najmniej dwa ważne czynniki ryzyka dla naszej prognozy inflacji: ropę i USDPLN. Nasz scenariusz bazowy zakłada stopniowy spadek cen ropy do 75 \$ za baryłkę w 2019 r. i obniżkę kursu USDPLN do 3,45. Jeśli jednak ropa podrożeje do 100 \$, to do naszej prognozy inflacji musielibyśmy dodać 0,25 punktu proc. Gdyby z kolei dolar poszybował na cztery złote, inflacja byłaby wyższa o ok. 0,15 punktu procentowego.

Susza już w cenach

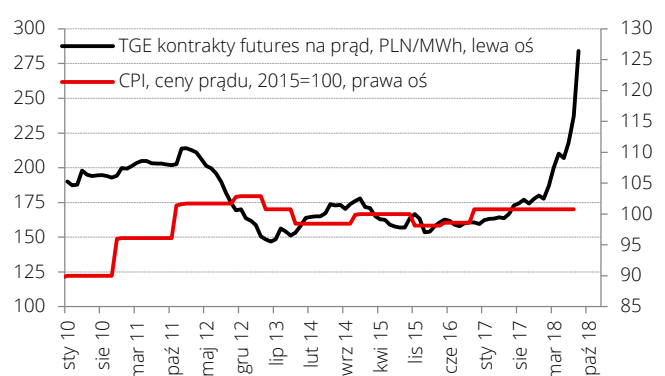
Susza to przede wszystkim ryzyko dla cen warzyw. Już w lipcu i sierpniu zachowanie ich cen odbiegało w górę od sezonowego wzorca (mimo że na rynku wciąż dostępny był zeszłoroczny zbiór). Na targowiskach ceny pietruszki i marchwi były we wrześniu wyższe o ok. 80% r/r, kapusty, pomidorów i ziemniaków o ok. 40% a cebuli i sałaty o ok. 10%. Efekt suszy może także objawić się w cenach mleka i mięsa wobec niższych zbiorów zbóż (wg szacunku GUS -16% r/r, a spadki podaży obserwuje się globalnie, więc import jest utrudniony).

Ceny gazu



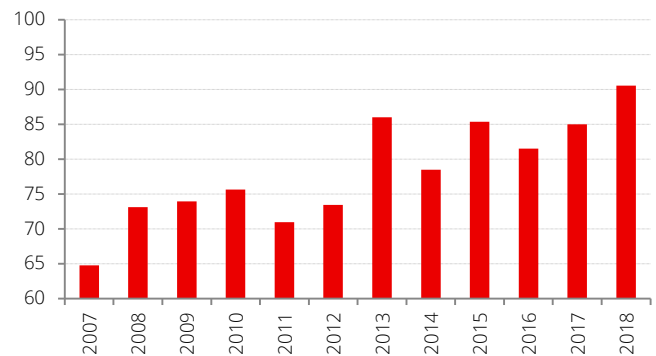
Źródło: TGE, Bloomberg, GUS, Santander Bank Polska

Ceny prądu



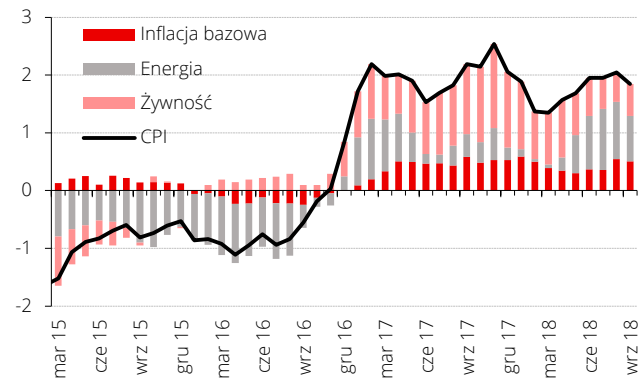
Źródło: TGE, GUS, Santander Bank Polska

Zmiany cen warzyw czerwiec-sierpień, czerwiec=100



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Struktura wzrostu inflacji CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Pod lupą: polityka monetarna

Krótszy komunikat, późniejsza decyzja

W zeszłym miesiącu prezes Glapiński określił polską politykę pieniężną mianem „oazy stabilności”, więc brak zmian po październikowym posiedzeniu nie był zaskoczeniem.

Fakt, że praca członków RPP staje się coraz mniej ekscytująca bardzo dobrze widać po coraz krótszych komunikatach publikowanych po posiedzeniu. W październiku, komunikat w polskiej wersji językowej zmieścił się na jednej stronie po raz pierwszy w historii. Co ciekawe, długość komunikatu jest ujemnie skorelowana z czasem trwania posiedzeń RPP co widać w coraz późniejszej godzinie publikacji decyzji (wykres obok). Czy ma to jakieś implikacje dla polityki pieniężnej? Mamy nadzieję, że nie. Podobnie liczymy, że nie jest to wskazówka odnośnie tendencji w wydajności pracy w całej polskiej gospodarce.

Perspektywy polityki pieniężnej bez zmian

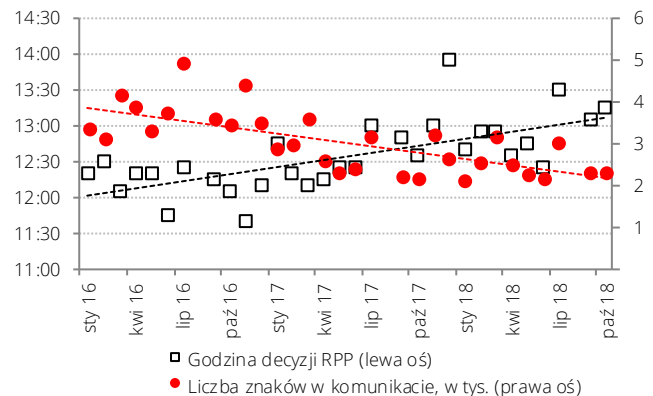
Chociaż długość komunikatu się zmieniała, to ton był podobny do poprzednich, wydźwięk konferencji prasowej również nie był przełomowy. Rada nadal dość optymistycznie postrzega perspektywy wzrostu gospodarczego, a jednocześnie nie obawia się zbytnio o perspektywy inflacji, która jej zdaniem utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Taka sytuacja nie skłania bankierów centralnych do rozważania zmian stóp procentowych w przewidywalnym terminie.

Komentując mocny wzrost cen energii szef banku centralnego podkreślił, że Rada obserwuje ten proces, ale trzeba pamiętać, że dotyczy on tej części inflacji, na którą polityka pieniężna nie ma bezpośredniego wpływu. Tymczasem inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostaje dość niska i prognozy, którymi dysponuje Rada wskazują, że „nic niepokojącego nie powinno mieć miejsca”. Zdaniem Glapińskiego nowa projekcja NBP (dostępna w listopadzie) nie powinna przynieść „rewolucyjnych zmian”. Warto przypomnieć, że już lipcowa projekcja inflacji wskazywała na wzrost dynamiki CPI do ok. 3% na koniec 2019 r. i taki rozwój sytuacji jak widać nie jest dla RPP niepokojący. Rozpoczęcie dyskusji nad podwyżkami będzie więc wymagało mocniejszych argumentów.

W trakcie konferencji prasowej, prezes Glapiński powiedział, że tak długi jak inflacja jest w przedziale 1,5-3,5%, to jest w celu. Niektórzy zinterpretowali to jako istotną zmianę w podejściu banku centralnego do celu inflacyjnego, która oznaczałaby większą tolerancję dla wyższej inflacji. My jednak nie wyciągamy tak daleko idących wniosków i naszym zdaniem było to raczej przejęzyczenie. Po pierwsze, zaledwie miesiąc temu Rada zaakceptowała Założenia Polityki Pieniężnej na 2019, które nie uległy w zasadzie żadnym zmianom (o czym prezes NBP przypomniał w trakcie październikowej konferencji prasowej). Po drugie, naszym zdaniem nie był to pierwszy raz, kiedy przewodniczący RPP powiedział coś, czego dokładnie nie chciał. W lipcu Glapiński wskazał, że rośnie w nim przekonanie, że stopy procentowe mogłyby pozostać bez zmian do końca 2020. Z kolei we wrześniu i październiku mówił w tym kontekście już tylko o końcu 2019 czy początku 2020 dodając, że nie odważy się mówić o dalszej przyszłości.

To sprawia, że naszym zdaniem perspektywy polityki pieniężnej nie zmieniły się. Stopy procentowe pozostaną zapewne bez zmian przez jeszcze przynajmniej rok, a moment podwyżki będzie zapewne wyznaczony przez sytuację gospodarczą. W naszym bazowym scenariuszu nadal oczekujemy pierwszej podwyżki o 25 pb w listopadzie 2019.

Godzina decyzji RPP a długość oficjalnego komunikatu



Źródło: NBP, PAP, Santander Bank Polska

Fragmenty z październikowego komunikatu po posiedzeniu RPP

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. W strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy jest szybszy niż przed rokiem, co potwierdza, że koniunktura w tej gospodarce jest bardzo dobra. W Chinach od kilku kwartałów wzrost aktywności gospodarczej utrzymuje się na stabilnym poziomie.

Od początku roku nastąpił istotny wzrost cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Przyczyniło się to do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana, mimo utrzymującej się tam dobrej koniunktury.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zmniejsza skalę skupu i zapowiada jego zakończenie z końcem 2018 r. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła we wrześniu stopy procentowe, kontynuując stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

W Polsce napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji. Czynnikiem wspierającym wzrost aktywności gospodarczej pozostaje również dobra koniunktura za granicą

Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Nieco wyższy niż w I kwartale br. roczny wskaźnik CPI jest głównie efektem wzrostu cen paliw. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska

W ocenie Rady bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Zgodnie z dostępnymi prognozami w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Pod lupą: polityka fiskalna

I znów nadwyżka

Po sierpniu budżet centralny ponownie zarejestrował nadwyżkę 1,1 mld zł. Wpływy z VAT wzrosły o 19,3% r/r w samym sierpniu po spadku o 7% r/r w lipcu. Według premiera Mateusza Morawieckiego, we wrześniu do kasy wpłynęło 15 mld zł z tytułu VAT, co jest równoznaczne ze wzrostem o 25% r/r. Tak duża zmienność stóp wzrostu VAT z wina Ministerstwa, które ponownie przyspieszyło zwroty podatku (w lipcu były o 4,2 mld zł wyższe niż przed rokiem). Szacujemy, że w całym III kw. wpływy z VAT wzrosły o 12% r/r, co jest zdecydowanie dobrym wynikiem.

W sierpniu wydatki budżetu wyniosły 106,5% kwoty zaplanowanej na ten miesiąc w harmonogramie. Plan został przekroczony już drugi miesiąc z rzędu (111,1% w lipcu). Przedstawiciele Ministerstwa twierdzili, że to ze względu na start inwestycji. O ile nie jest to prawda dla lipca, kiedy Ministerstwo wcześniej zaksięgowało koszty obsługi długu, ale dane za sierpień faktycznie pokazały wzrost rozliczeń z budżetem UE, co może być pochodną wyższych inwestycji.

Sierpniowe dane o budżecie to pozytywna niespodzianka po słabym lipcu. Spodziewamy się, że na koniec roku budżet pokaże deficyt rzędu 20-25 mld zł.

Cykliczne przeszkody dla poprawy ratingu

Na piątek wieczorem 12 października agencje Fitch i S&P mają zaplanowany przegląd polskiego ratingu kredytowego. Druga z tych agencji poprawiła perspektywę ratingu do pozytywnej podczas poprzedniego przeglądu w kwietniu. Naszym zdaniem jednak tym razem obejdzie się bez zmiany.

Wskaźniki gospodarcze dla Polski prezentują się bardzo dobrze na tle naszego regionu, ale i tak wydaje się, że szczyt cyklu jest za nami a obawy o globalny wzrost rosną. W takiej sytuacji agencje ratingowe nie będą się śpieszyć z poprawą oceny dla kraju, w którym poprawa wskaźników fiskalnych była powiązana z cyklem gospodarczym, a deficyt strukturalny jest jednym z największych w Europie.

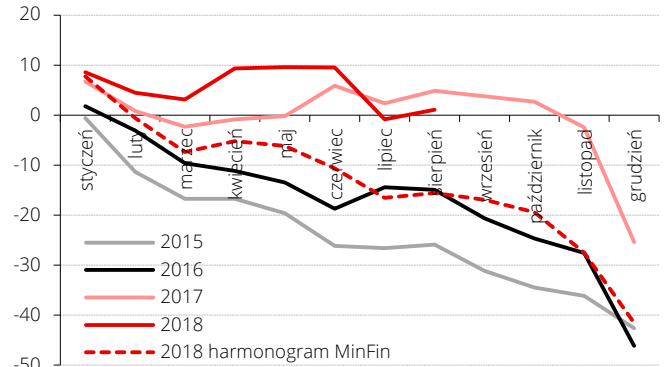
Drugim argumentem, by nie śpieszyć się z podwyżką ratingu jest pogorszenie oceny siły instytucji i jakości rządów prawa (odpowiednie wskaźniki zostały niedawno opublikowane przez Bank Światowy) oraz trwający konflikt z Unią Europejską, który ostatnio doprowadził do skierowania sprawy przeciw polskiemu rządowi do Trybunału Sprawiedliwości.

Strategia zarządzania długiem

Zgodnie ze strategią zarządzania długiem na lata 2019-2022 państwowy dług publiczny ma spaść do 40,7% w roku 2022, z 47% w roku bieżącym. Wydatki na obsługę długu mają spaść z 30,7 mld w tym roku do 29,2 mld zł w 2019. W horyzoncie końca strategii wydatki na obsługę długu mają wzrosnąć do 33,9-34,6 mld PLN. W relacji do PKB wydatki na obsługę długu mają spaść z 1,46% obecnie do 1,27-1,30% PKB w 2022. Wg Ministerstwa koszt finansowania ma stopniowo obniżać się za sprawą wykupu emisji o wyższych kuponach oraz spadku długu do PKB. Ministerstwo zakłada, że w perspektywie 2022 udział długu zagranicznego w walutach obcych spadnie do 23,7%. Tym samym możemy spodziewać się, że podobnie jak ma to miejsce w ustawie budżetowej 2019, w kolejnych latach w emisjach będzie rósł udział oraz nominalna wartość obligacji złotych.

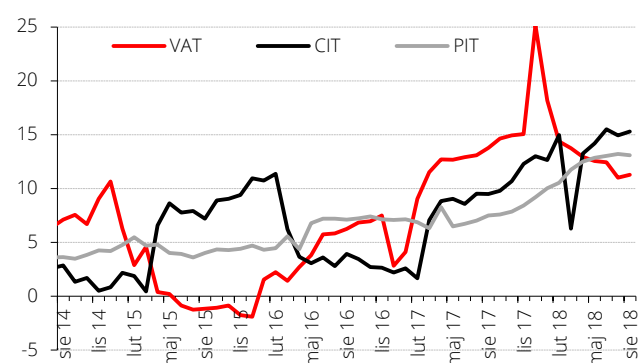
Scenariusz ten został zbudowany przy założeniu utrzymania stóp procentowych w Polsce na bieżącym poziomie, normalizacji polityki monetarnej w USA oraz utrzymania akomodacyjnej polityki w Europie i Japonii. W scenariuszu ryzyka Ministerstwo szacuje, że podwyższenie stóp procentowych o 1 pb. może przełożyć się na wzrost kosztów obsługi między 2,1 mld PLN w roku 2019, a 6,9 mld w roku 2022. Ministerstwo zamierza utrzymać dotychczasowy cele jeśli chodzi i zapadalność krajowego długu i długu ogółem, odpowiednio 4,5 roku i 5 lat.

Realizacja budżetu, mld zł



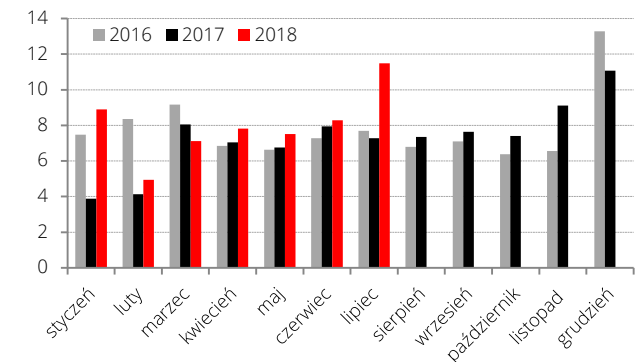
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Wzrost dochodów podatkowych, 12m suma ruchoma, % r/r



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Zwroty VAT, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Finansowanie potrzeb pożyczkowych (mld zł)

	2018 plan (1)	2018 PW (2)	2019 plan (3)	zmiana mld zł (3) - (2)	zmiana % (3) / (2)
Potrzeby pożyczkowe netto	63,32	39,71	45,99	6,28	15,8%
Finansowanie:					
Krajowe, w tym	57,92	37,58	57,05	19,47	51,81%
- obligacje skarbowe	57,92	35,27	57,05	21,78	61,81%
- bony skarbowe	-	-	-	-	-
- inne	0,0	2,310	0,0	-2,31	-100,0%
Finansowanie zagraniczne	5,41	2,14	-11,06	-13,20	-642,1%
-obligacje	-1,79	-3,28	-5,57	-2,29	-

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

Rynek stopy procentowej

Rentowności na wzrostowej fali

Wrzesień na bazowych rynkach długu przyniósł wzrost rentowności. Wpływ na to miały: zapowiedź EBC, że od października zmniejszając będzie skalę zakupów w ramach QE, kolejna podwyżka stóp procentowych przez FOMC, większe podaże netto niemieckich obligacji oraz spodziewane znaczące zwiększenie podaży długu USA. Ponadto na początku października zostały opublikowane lepsze niż oczekiwano dane z amerykańskiego rynku pracy (Raport ADP) oraz dane ISM o nastrojach w sektorze usługowym. Negatywne nastawienie do rynku długu wsparły także komentarze członków Fed (Powella i Evansa – postrzeganego jako gołębia w FOMC), którzy zwracali uwagę na bardzo dobry stan amerykańskiej gospodarki. W efekcie doszło do przekroczenia przez rentowności amerykańskich papierów 10L poziomu 3,20% zaś niemieckich 0,55%.

Początkowo reakcja krajowego długu na powyższe wydarzenia nie była silna, jednak po wyprzedaniu na początku października rentowności krajowego długu wyładowały na poziomie 1,58%, 2,60% i 3,30%, odpowiednio dla 2L, 5L i 10L. Wzrosty rentowności krajowych skarbówek miały miejsce mimo oczekiwanych w październiku znacznych wykupów obligacji rządowych serii OK1018 i długu KFD.

Wykupy zepchną rentowności w dół

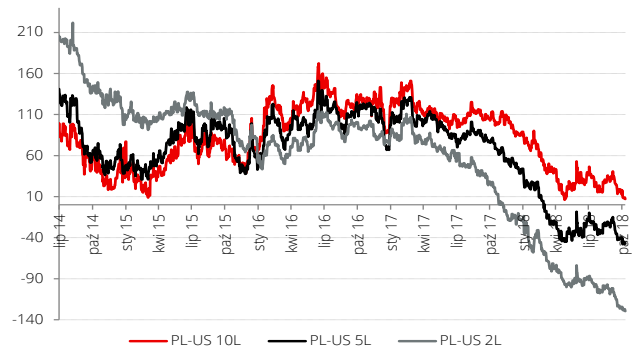
W perspektywie końca października spodziewamy się powrotu rentowności krajowych skarbówek do spadków. Sprzyjać temu scenariuszowi powinny czynniki popytowo-podażowe. 24 października ma mieć miejsce wykup papierów KFD - 11,65 mld zł kapitału i spłata odsetek o łącznej wartości 0,78 mld zł. 25 października będzie miał miejsce wykup obligacji OK1018 11,92 mld zł oraz odsetek od obligacji rządowych o wartości 3,98 mld zł. Na 26 października Ministerstwo Finansów zaplanowało aukcję sprzedaży, na której maksymalna oferta ma wynieść 10 mld zł. Tym samym w skali miesiąca będziemy mieli do czynienia z napływem na rynek środków o wartości 28 mld zł (z tego kapitał to ok. 23,5 mld zł), przy ofercie na poziomie 16 mld zł (i zapowiedzianych do końca roku 6 mld zł dodatkowej podaży).

Publikowane w październiku dane makro również powinny sprzyjać spadkowi rentowności. W przypadku kalendarza krajowego spodziewamy się serii słabszych odczytów (wg naszych prognoz dynamika produkcji przemysłowej wyniosła we wrześniu 2,3% r/r, zaś wzrost zatrudnienia 3,4% r/r). Jest to spójne z publikowanymi ostatnio wskaźnikami wyprzedzającymi (ESI, PMI), które pokazywały osłabienie aktywności przemysłowej w kraju (i Europie). Ponadto słabsza niż oczekiwano dynamika inflacji we wrześniu także powinna wspierać inwestycje w papiery skarbowe.

Również dane makro z Europy, w tym w szczególności dane z Niemiec, powinny w dalszym ciągu zaskakiwać negatywnie, co będzie przekładało się na niższe rentowności krajowego długu. Sądzymy, że wyższe cła na chiński eksport do USA oraz niepewność dotycząca zmian w polityce celnej USA będzie w perspektywie kolejnych miesięcy przekładać się na gorsze wyniki niemieckiej produkcji przemysłowej i eksportu. W efekcie oczekujemy ulokowania się krajowych dochodowości na koniec miesiąca na poziomie 3,16% dla 10L, 2,53% dla 5L i 1,54% dla 2L.

Czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest spodziewana kontynuacja serii dobrych danych z USA, co w połączeniu z komentarzami przedstawicieli tamtejszych władz monetarnych może negatywnie oddziaływać na rynek amerykańskiego długu. Mimo to sądzymy, że postępujące rozjęście się zachowania krajowych obligacji oraz długu na rynkach bazowych, będące pochodną rosnącego udziału inwestorów krajowych oraz długoterminowych inwestorów międzynarodowych powinno minimalizować ryzyko trwałej negatywnej reakcji polskiego długu na spodziewane wzrosty rentowności skarbówek amerykańskich.

Spread między polskimi i amerykańskimi obligacjami



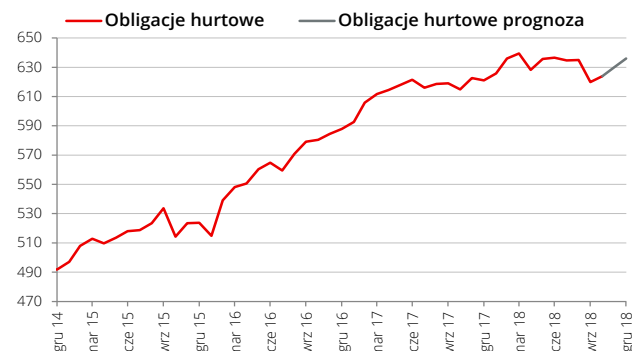
Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Spread między polskimi i niemieckimi obligacjami



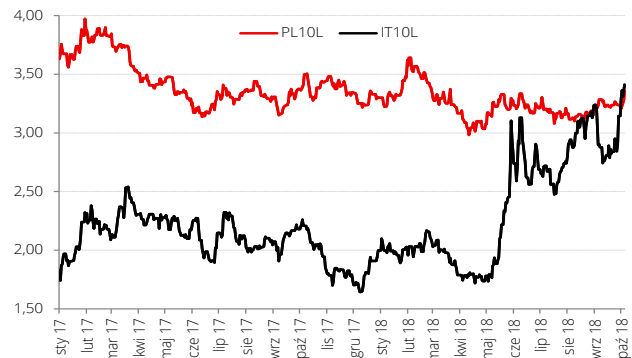
Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Dług rynkowy w zł, mld zł



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Rentowności polskich i włoskich obligacji 10-letnich



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Rynek walutowy

EURPLN stabilny we wrześniu

Tak jak się spodziewaliśmy, we wrześniu EURPLN był całkiem stabilny i pozostał w przedziale ok. 4,27-4,34 obserwowanym w sierpniu. Złoty korzystał z rosnących indeksów giełdowych, które neutralizowały efekt umacniającego się dolara. Wzrost szans w ocenie rynku na „łagodny Brexit” umocnił funta pchając GBPPLN do 4,87 z poniżej 4,80.

Korona pod presją, rubel zyskuje

W przypadku pozostałych walut regionu, we wrześniu czeska korona wyraźnie radziła sobie najslabiej, podczas gdy największe zyski notował rubel. Największy wpływ na wzrost EURCZK do 25,88 z 25,44 miały w ostatnich tygodniach czynniki wewnętrzne, głównie związane z polityką pieniężną. Jak oczekiwano, bank centralnych Czech podniósł stopy o 25 pb, w tym główną do 1,50%. Prezes banku Jiří Rusnok powiedział po decyzji, że jeszcze jedna podwyżka może mieć miejsce później w tym roku albo na początku 2019. Przed tą decyzją, rynek wycenił trzy podwyżki, z których dwie na przyszły rok. W tym kontekście, wypowiedź prezesa banku brzmiała dość gołębio i przyczyniła się do osłabienia korony. Rubel tymczasem korzystał z rosnących cen ropy i USDRUB spadł poniżej 65 z ok. 70.

Globalne czynniki będą kluczowe

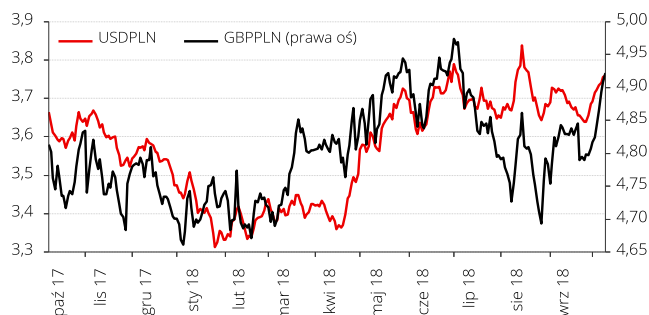
Podtrzymujemy nasz pogląd, że w horyzoncie do końca roku jest jeszcze potencjał do lekkiego umocnienia złotego. Czynniki krajowe powinny być przynajmniej neutralne dla polskiej waluty i spadek kursu EURPLN w kolejnych miesiącach powinien być wspierany przez sytuację na globalnym rynku.

Wzrost awersji do ryzyka z przełomu września/października postrzegamy jako zjawisko przejściowe. Jest co prawda kilka czynników ryzyka (Włochy, Brazylia, Brexit), ale na ten moment nie zakładamy, by miały się one materializować w takiej formie aby podtrzymać awersję do ryzyka na wysokim poziomie przez dłuższy czas. Jednocześnie, EBC i Fed podtrzymały swoje pozytywne oceny wzrostu gospodarczego, a ostatnie dane z USA były dość dobre. Korelacja między EURPLN oraz EURUSD lekko spadła w ostatnich tygodniach, ale wygląda na to, że trend panujący na głównej parze walutowej nadal ma dość duży wpływ na złotego. Nadal uważamy, że w horyzoncie do końca roku EURUSD będzie rósł wobec normalizacji polityki pieniężnej przez EBC i faktu, że rynek w dużym stopniu wycenił już najbliższe podwyżki stóp Fed.

Sądzimy, że polskie obligacje mogą wyglądać na atrakcyjne po całkiem dużym wzroście rentowności obserwowanym w ostatnich tygodniach. Jeśli inwestorzy zagraniczni skorzystają z okazji, złoty mógłby zyskać.

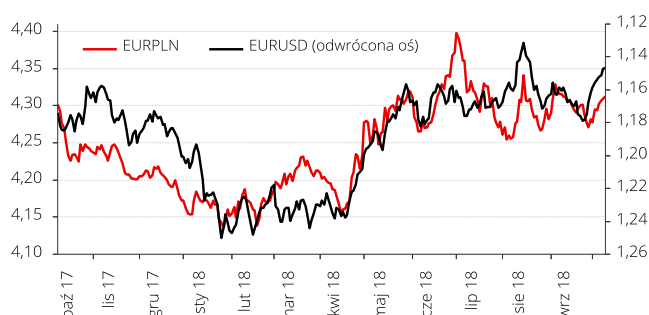
24 września Komisja Europejska poinformowała, że postanowiła pozwać Polskę przed Trybunał Sprawiedliwości UE ws. reformy sądownictwa, oceniając, że narusza ona prawo unijne. Jednocześnie KE poprosiła Trybunał o zastosowanie w tej sprawie przyspieszonego trybu procedowania oraz o zarządzenie środków tymczasowych. Sądzimy, że ewentualny negatywny wpływ tej decyzji na polskie aktywa mógłby się pojawić w sytuacji kiedy polski rząd nie podporządkowałby się środkom tymczasowym. Nie sądzimy jednak, by na tym etapie czynnik ten miał wywrzeć istotną presję na złotego. Negatywny wpływ mógłby się pojawić jeśli werdykt Trybunału nie byłby po myśli rządu, ale na ostateczne orzeczenie trzeba będzie czekać co najmniej kilka miesięcy.

USDPLN i GBPPLN



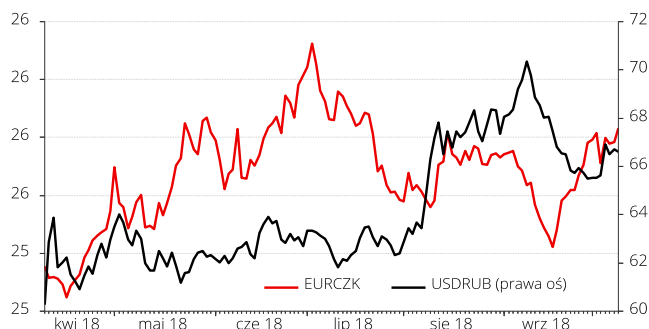
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

EURPLN i EURUSD



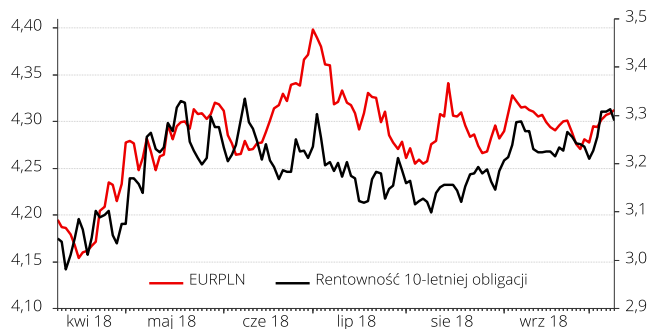
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK i USDRUB

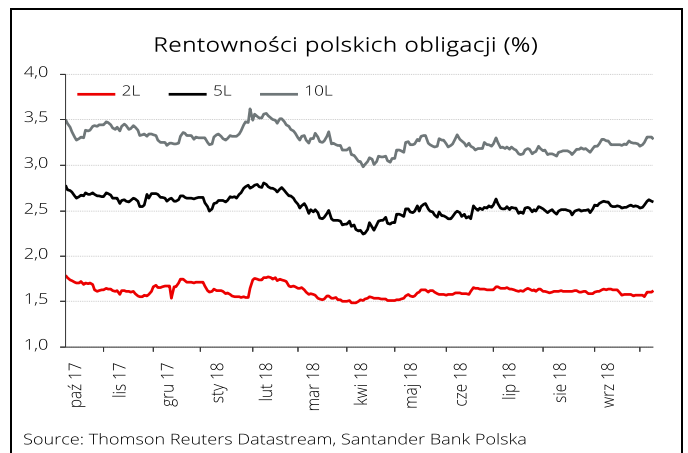
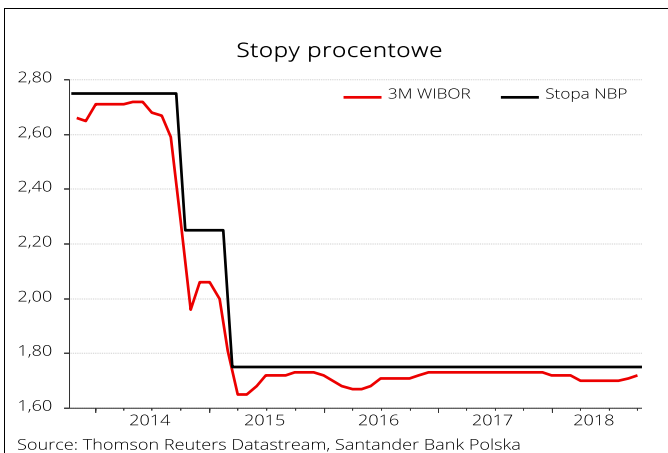
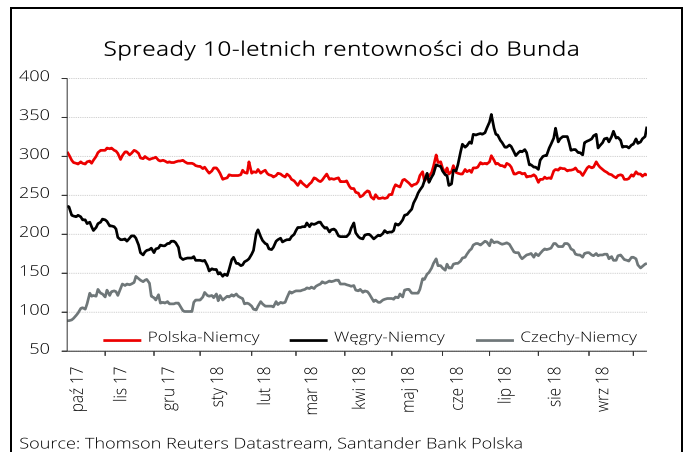
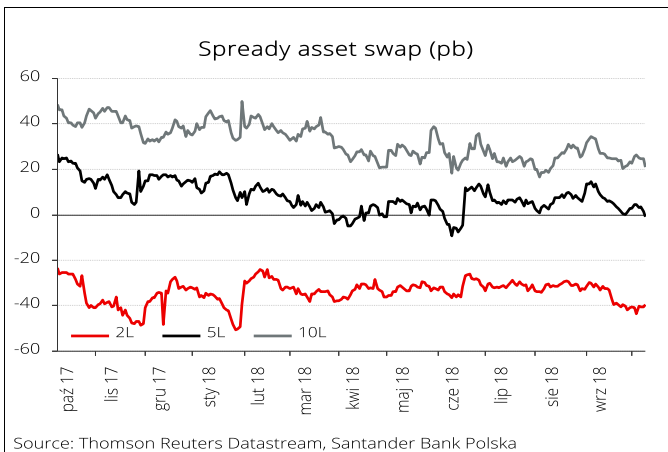
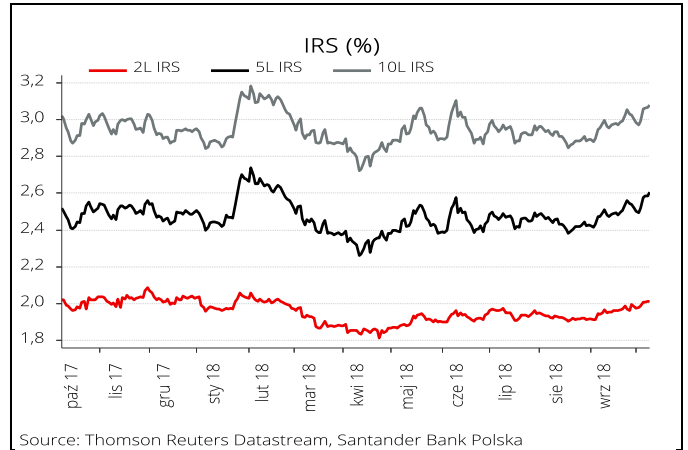
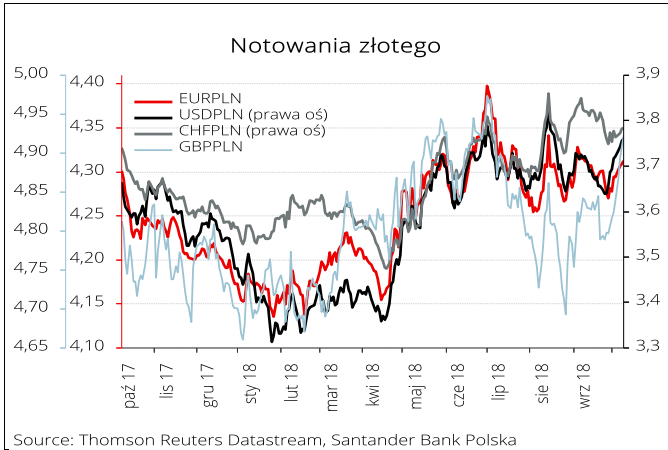


Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

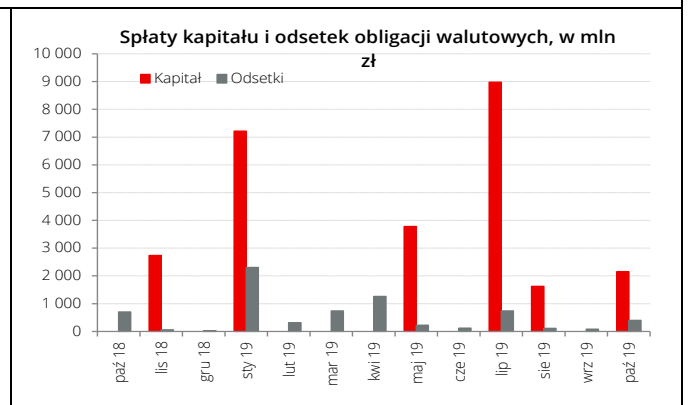
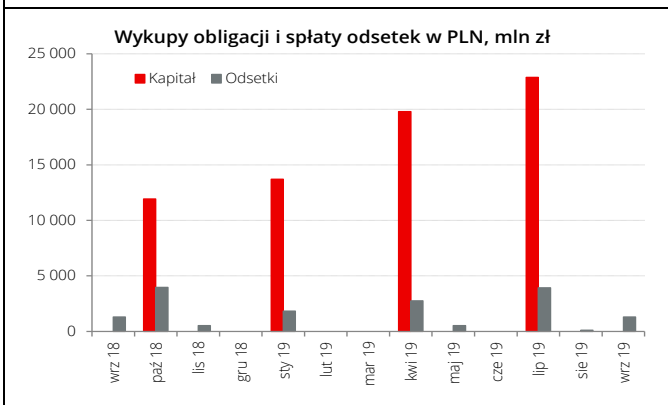
EURPLN i rentowność polskiej obligacji 10-letniej



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



Spłaty kapitału i płatności odsetkowe



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 października CN: PMI – usługi (IX) DE: Produkcja przemysłowa (VIII) CZ: Produkcja przemysłowa (VIII) HU: Inflacja (IX)	9 DE: Eksport (VIII) CZ: Inflacja (IX) HU: Inflacja (IX)	10 DE: PMI – usługi (VI) EZ: PMI – usługi (VI)	11 US: Inflacja (IX)	12 EZ:: Produkcja przemysłowa (VIII) DE: Inflacja (IX) US: Wstępny Michigan (IX) PL: Rewizja ratingu S&P
15 PL: Inflacja (IX) PL: Bilans płatniczy (VIII) US: Sprzedaż detaliczna	16 PL: Zatrudnienie (IX) PL: Płace (IX) PL: Inflacja bazowa (IX) DE: ZEW (X) HU: Decyzja banku centralnego US: Produkcja przemysłowa (IX)	17 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: Produkcja budowlana (IX) PL: PPI (IX) EZ: HICP (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: FOMC minutes	18 US: Indeks Philly Fed (IX)	19 PL: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Sprzedaż domów (IX)
22 PL: Podaż pieniądza (IX)	23 PL: Stopa bezrobocia (IX)	24 DE: Wstępny PMI – przemysł (X) DE: Wstępny PMI – usługi (X) EZ: Wstępny PMI – przemysł (X) EZ: Wstępny PMI – usługi (X) US: Sprzedaż nowych domów (IX)	25 EZ: Decyzja EBC DE: IFO (X) US: Zamówienia dóbr trwałych (IX) US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)	26 US: PKB (III kw.) US: Indeks Michigan (X)
29 US: Wydatki osobiste (IX) US: Dochody osobiste (IX)	30 EZ: PKB (III kw.) US: Conference Board (X)	31 PL: Wstępny CPI (X) US: Raport ADP (X)	1 listopada CZ: Decyzja banku centralnego US: ISM – przemysł (X)	2 PL: PMI – przemysł (X) DE: PMI – przemysł (X) EZ: PMI – przemysł (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X)
5 US: ISM – usługi (X)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (IX) CZ: Produkcja przemysłowa (IX) DE: PMI – usługi (X) EZ: PMI – usługi (X)	7 PL: Decyzja RPP DE: Produkcja przemysłowa (IX)	8 DE: Eksport (VIII) HU: Produkcja przemysłowa (IX) HU: Inflacja (X) US: Decyzja FOMC	9 CZ: Inflacja (X) US: Wstępny Michigan (XI)
12	13 PL: Bilans płatniczy (IX) DE: ZEW (XI)	14 PL: Inflacja (X) PL: PKB (III kw.) EZ:: Produkcja przemysłowa (X) US: Inflacja (X)	15 PL: Inflacja bazowa (X) US: Sprzedaż detaliczna (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	16 EZ: HICP (X) US: Produkcja przemysłowa (X)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2018 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	25	-	8	26	-	0	26	-	13	25	-	13
Decyzja RPP	10	7	7	11	16	-46	11	-	5	3	7	5
Minutes RPP	-	22	29	27	-	-11	-	23	20	25	22	20
Szybki szacunek PKB*	30	14	-	-	15	-16	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-12	-	31	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	15	15	12	11	-15	12	10	11	12	12	11
Inflacja bazowa	16	-	16	13	14	4	13	13	12	15	13	12
Ceny producenta	19	20	19	19	21	-4	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	20	19	19	21	0	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	19	20	20	20	22	0	19	21	20	18	21	20
Płace brutto, zatrudnienie	17	16	16	18	18	-7	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30									28
Bilans płatniczy	15	13	16	13						15	13	14
Podaż pieniądza	23	22	22	24						22	23	24

*dane kwartalne; a dane wstępne za styczeń, b dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18
PMI	pkt.	53.7	53.4	54.2	55.0	54.6	53.7	53.7	53.9	53.3	54.2	52.9	51.4	50.5	49.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.4	12.3	9.2	2.8	8.7	7.3	1.6	9.3	5.2	6.7	10.3	5.0	2.3	5.1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	15.3	20.2	19.9	12.8	34.7	31.3	16.1	19.7	20.7	24.7	18.7	20.0	15.8	24.2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	8.6	8.0	10.2	6.0	8.2	7.9	9.2	4.6	7.6	10.3	9.3	9.0	8.6	9.3
Stopa bezrobocia	%	6.8	6.6	6.5	6.6	6.9	6.8	6.6	6.3	6.1	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	6.0	7.4	6.5	7.3	7.3	6.8	6.7	7.8	7.0	7.5	7.2	6.8	6.9	7.0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4.5	4.4	4.5	4.6	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.5	3.4	3.4	3.4
Eksport (w euro)	% r/r	12.9	17.8	17.7	4.8	15.5	6.6	-4.4	9.1	1.1	6.2	8.5	5.4	1.0	6.0
Import (w euro)	% r/r	10.6	16.9	17.8	13.2	19.0	9.5	0.3	12.4	1.4	7.9	10.2	9.7	6.6	8.0
Bilans handlowy	mln EUR	430	356	266	-1,196	-59	-602	-451	208.0	153.0	-382.0	-432.0	-415	-522	19
Rachunek bieżący	mln EUR	21	-13	95	-1,354	2,289	-792	-914	291.0	495.0	-200.0	-809.0	-287	-811	308
Rachunek bieżący	% PKB	0.3	0.4	0.4	0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	3.8	2.7	-2.4	-25.4	8.6	4.5	3.1	9.3	9.6	9.5	-0.9	1.1	2.3	2.6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-6.4	-4.5	4.1	42.7	-20.6	-10.8	-7.5	-22.5	-23.1	-23.0	2.1	-2.5	-5.5	-6.2
Inflacja (CPI)	% r/r	2.2	2.1	2.5	2.1	1.9	1.4	1.3	1.6	1.7	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.9	0.9	1.0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3.2	3.0	1.8	0.3	0.2	-0.1	0.5	1.0	3.0	3.7	3.4	3.0	2.9	2.9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5.4	5.7	4.5	4.6	4.8	4.9	5.8	5.7	6.6	7.3	7.3	7.5	7.6	7.5
Zobowiązania	% r/r	5.0	5.3	4.2	4.1	4.5	4.6	5.1	5.1	6.0	6.7	6.8	7.0	6.4	6.7
Należności	% r/r	5.1	4.7	3.7	3.6	4.0	4.2	4.3	3.9	5.5	5.6	5.6	6.1	6.2	7.3
EUR/PLN	PLN	4.27	4.26	4.23	4.20	4.16	4.16	4.21	4.19	4.28	4.30	4.33	4.29	4.30	4.28
USD/PLN	PLN	3.59	3.63	3.60	3.55	3.41	3.37	3.41	3.42	3.63	3.69	3.70	3.71	3.69	3.69
CHF/PLN	PLN	3.73	3.69	3.63	3.60	3.55	3.61	3.60	3.53	3.64	3.73	3.72	3.75	3.81	3.73
Stopa referencyjna ^b	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M	%	1.73	1.73	1.73	1.72	1.72	1.72	1.71	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.71	1.72
Rentowność obligacji 2L	%	1.73	1.71	1.60	1.69	1.62	1.73	1.56	1.52	1.57	1.60	1.63	1.61	1.60	1.56
Rentowność obligacji 5L	%	2.61	2.69	2.62	2.64	2.63	2.73	2.46	2.33	2.49	2.48	2.52	2.50	2.56	2.52
Rentowność obligacji 10L	%	3.27	3.39	3.40	3.29	3.34	3.51	3.27	3.08	3.23	3.23	3.18	3.15	3.24	3.20

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2016	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
PKB	mld PLN	1,858.5	1,988.7	2,092.8	2,219.1	485.4	503.1	515.5	588.8	513.4	536.6	545.9	623.2
PKB	% r/r	3.0	4.8	4.7	3.7	5.2	5.1	4.4	4.0	4.0	3.8	3.6	3.5
Popyt krajowy	% r/r	2.2	4.9	5.3	4.0	6.8	4.8	5.1	4.8	3.9	4.1	3.9	4.0
Spożycie indywidualne	% r/r	3.9	4.9	4.9	4.5	4.8	4.9	5.0	5.0	4.8	4.6	4.4	4.2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8.2	3.9	5.6	4.0	8.1	4.5	6.0	4.9	4.0	4.0	4.0	4.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2.9	6.5	5.6	4.9	5.5	7.0	5.7	4.1	4.4	4.7	6.5	3.9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14.5	13.7	18.4	3.0	25.6	21.9	18.1	13.2	5.2	4.9	1.2	2.0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3.9	8.2	8.2	8.2	8.4	7.5	8.9	8.0	6.5	9.0	9.2	8.1
Stopa bezrobocia ^b	%	8.2	6.6	5.9	5.5	6.6	5.9	5.8	5.9	6.0	5.4	5.3	5.5
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3.8	5.7	7.1	7.7	6.2	7.1	6.3	7.3	7.6	6.9	7.9	8.3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.3	3.7	2.8	1.0	2.8	3.0	2.5	2.4	1.4	1.1	0.9	0.6
Eksport (w euro)	% r/r	3.1	13.8	5.0	3.3	5.3	5.4	4.8	4.4	4.7	4.3	3.5	0.6
Import (w euro)	% r/r	2.7	14.9	8.0	4.8	9.0	7.1	8.7	7.3	6.3	5.8	5.0	2.2
Bilans handlowy	mld EUR	2,935	1,426	-4,635	-8,029	-1,113	-27	-1,368	-2,127	-1,971	-781	-2,224	-3,054
Rachunek bieżący	mld EUR	-2,248	715	-1,247	-3,824	569	584	-1,906	-494	-81	52	-2,582	-1,213
Rachunek bieżący	% PKB	-0.5	0.2	-0.3	-0.7	-0.2	0.0	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2.3	-1.7	-1.7	-1.8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0.6	2.0	1.8	2.6	1.5	1.7	1.9	1.9	2.4	2.7	2.7	2.6
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0.8	2.1	1.9	2.6	1.3	2.0	1.8	1.9	2.7	2.8	2.6	2.6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0.2	0.7	0.8	2.0	0.8	0.6	0.8	1.0	1.3	1.8	2.2	2.5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0.2	2.9	2.2	2.4	0.2	2.6	3.1	2.8	3.0	2.0	2.1	2.7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9.6	4.6	7.0	7.8	5.8	7.3	7.9	7.0	7.2	7.4	7.6	7.8
Zobowiązania ^b	% r/r	9.1	4.1	6.9	7.8	5.1	6.7	7.4	6.9	7.1	7.4	7.6	7.8
Należności ^b	% r/r	4.7	3.6	7.9	6.5	4.3	5.6	6.6	7.9	7.6	7.2	6.8	6.5
EUR/PLN	PLN	4.36	4.26	4.25	4.29	4.18	4.26	4.30	4.27	4.27	4.29	4.30	4.31
USD/PLN	PLN	3.95	3.78	3.57	3.46	3.40	3.58	3.70	3.62	3.50	3.47	3.45	3.44
CHF/PLN	PLN	4.00	3.84	3.66	3.48	3.59	3.63	3.76	3.65	3.50	3.49	3.47	3.45
Stopa referencyjna ^b	%	1.50	1.50	1.50	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
WIBOR 3M	%	1.70	1.73	1.71	1.77	1.72	1.70	1.71	1.72	1.72	1.72	1.73	1.91
Rentowność obligacji 2L	%	1.66	1.89	1.59	1.71	1.64	1.57	1.61	1.56	1.56	1.61	1.79	1.89
Rentowność obligacji 5L	%	2.37	2.78	2.53	2.55	2.61	2.43	2.53	2.53	2.59	2.60	2.50	2.52
Rentowność obligacji 10L	%	3.05	3.44	3.24	3.40	3.37	3.18	3.19	3.21	3.32	3.39	3.43	3.46

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.10.2018 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: ekonomia@santander.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.santander.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@santander.pl

Piotr Bielski - Dyrektor 22 534 18 87

Marcin Luziński - Ekonomista 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek - Ekonomista 22 534 19 23

Konrad Soszyński - Ekonomista 22 534 18 86

Marcin Sulewski, CFA - Ekonomista 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17

00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Robotnicza 11

53-607 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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 1888, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl