

# MAKROskop

## Krajobraz zamglony

■ **Perspektywy europejskiej gospodarki wciąż pokryte są mgłą niepewności**, a nowe dane nadal przynoszą nowe oznaki słabości koniunktury (rozczarowujące indeksy PMI, słaby odczyt PKB za III kw.). Ocenę przyszłości dodatkowo utrudniają czynniki natury politycznej (spór budżetowy pomiędzy Włochami a Komisją Europejską, komplikująca się sytuacja w Niemczech, trwający impas w negocjacjach dot. Brexitu). Nadal staramy się zachować ostrożny optymizm, zakładając brak poważnego przesilenia w strefie euro w najbliższych kwartałach (szczególnie, że najnowsze dane z Niemiec pokazały w końcu nieśmiałe oznaki poprawy aktywności). Niemniej, ryzyka nadal są asymetryczne i skrzywione w dół.

■ Polska gospodarka wciąż wyróżnia się pozytywnie na tle innych jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego i brak nierównowag makroekonomicznych, ale na tym ładnym obrazku też już powoli pojawiają się drobne rysy. Dane z rynku pracy coraz bardziej rozczarowują, co może zapowiadać pogorszenie perspektyw konsumpcji prywatnej. Ta ostatnia była jak do tej pory głównym motorem wzrostu gospodarczego, który byłoby trudno zastąpić, szczególnie w warunkach pogarszającego się otoczenia zewnętrznego. Nie jest zaskoczeniem, że wzrost gospodarczy w Polsce zaczął spowalniać w II połowie br., ale kluczowe pytanie brzmi: jakie będzie tempo tego spowolnienia. **Nadal widzimy powody, aby zakładać, że będzie to scenariusz „miękkiego lądowania”, w którym dynamika PKB w przyszłym roku pozostanie wyraźnie powyżej tempa wzrostu potencjalnego.**

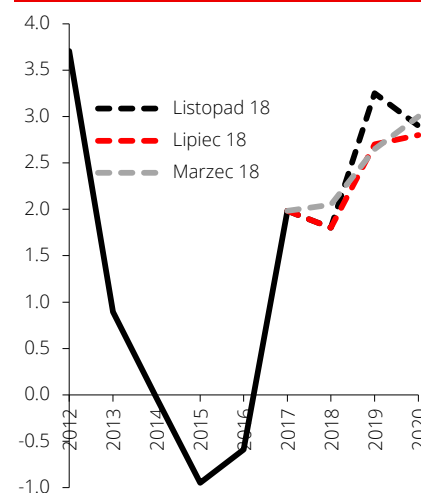
■ Nowa projekcja NBP zakłada mocniejsze spowolnienie wzrostu PKB i wybiecie inflacji wyraźnie powyżej oficjalnego celu (choć niezbyt trwale) w 2019 r. Zgadza się z Prezesem NBP, wg którego prognoza banku centralnego dotycząca inflacji wydaje się zbyt pesymistyczna, ponieważ bazuje podobno na założeniu znacznych podwyżek detalicznych cen energii, które naszym zdaniem się nie zmaterializują. Niemniej, naszym zdaniem należy się liczyć z materializacją pośredniego przełożenia mocnego wzrostu kosztów energii dla przedsiębiorstw w sposób bardziej trwały na inflację bazową. W efekcie, **wciąż nie wykluczamy, że Rada Polityki Pieniężnej może rozpocząć podwyższanie stóp procentowych pod koniec 2019 r.**, kiedy stanie się jasne, że ryzyko dalszego wzrostu inflacji powyżej celu jest realne, a spowolnienie wzrostu gospodarczego nie jest tak znaczące, jak niektórzy się obawiali.

■ Ze sfery fiskalnej pojawia się coraz więcej dobrych wiadomości – **deficyt sektora publicznego najprawdopodobniej nie przekroczy w tym roku 1% PKB**, a cel na rok przyszły (1,8% PKB) również nie wydaje się w żaden sposób zagrożony, pomimo spowolnienia gospodarki.

■ Bardzo dobre wyniki budżetu, skutkujące niską podażą netto obligacji, pomogły w spadku krajowych rentowności w ostatnich tygodniach, ale w najbliższej przyszłości spodziewamy się lekkiego odreagowania, m.in. za sprawą lepszych odczytów danych ekonomicznych (w Polsce i w Europie). Ogólnie jednak **przestrzeń do wzrostu rentowności długu wydaje się nam dość ograniczona.**

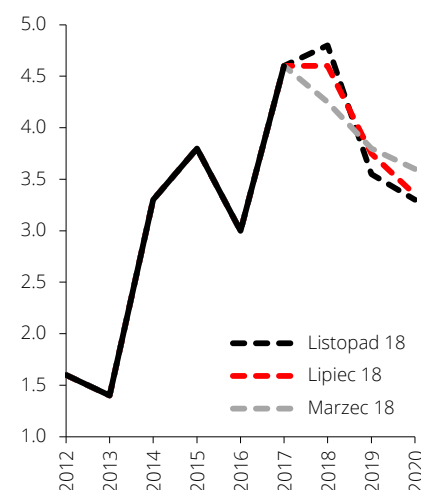
■ **Zakładamy, że otoczenie globalne będzie korzystne dla polskiej waluty w ostatnich miesiącach tego roku.** Później, potencjał do spadku EURPLN będzie raczej ograniczony z powodu coraz liczniejszych sygnałów spowolnienia gospodarczego i powiększającej się rozpiętości między stopami procentowymi w kraju i za granicą.

Prognozy inflacji CPI wg NBP (średki 50-proc. przedziału prawdopodobieństwa)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

Prognozy PKB wg NBP (średki 50-proc. przedziału prawdopodobieństwa)



Źródło: NBP, Santander Bank Polska

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: [skarb.santander.pl](http://skarb.santander.pl)  
**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista  
 tel. 22 5341888  
**Piotr Bielski** 22 534 18 87  
**Marcin Luzziński** 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 8.11.2018 r.

## Gospodarka Polski

### Wzrost PKB poniżej 5% w III kw. 2018

14 listopada poznamy dane o PKB w III kw. 2018 r. Naszym zdaniem pokażą one spowolnienie do 4,5% r/r po czterech kwartałach z rzędu powyżej 5% r/r. Naszym zdaniem konsumpcja prywatna pozostała głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego, przy raczej umiarkowanym wzroście inwestycji i ujemnym wkładzie eksportu netto. W kolejnych kwartałach polska gospodarka będzie spowalniać i naszym zdaniem widać coraz argumentów wspierających taką tezę.

### Konsumpcja wciąż silna, ale perspektywy słabną

Uważamy, że w III kw. 2018 konsumpcja rosła w tempie zbliżonym do 5% r/r, za czym stało rekordowo niskie bezrobocie, silny wzrost płac, optymizm konsumentów i imigracja. Słabe wyniki sprzedaży detalicznej we wrześniu to naszym zdaniem głównie wina czynników jednorazowych, zwłaszcza nowych norm emisji spalin dla aut. Widzimy jednak pogorszenie perspektyw dla konsumpcji i spodziewamy się spowolnienia poniżej 4% pod koniec 2019 r.

Po pierwsze, popyt na pracę zdaje się już nie zyskiwać na sile, a zatrudnienie w sektorze firm nawet obniżyło się w sierpniu i wrześniu po dość silnej pierwszej połowie roku. Inne miary zatrudnienia (BAEL i zatrudnienie wynikające z danych o bezrobociu rejestrowanym) również sugerują spowolnienie. Nawet liczba wskazań firm na problemy ze znalezieniem siły roboczej przestała narastać.

Po drugie, presja płacowa nieco się obniżyła. Nie tylko firmy redukują swoje prognozy podwyżek, ale także dane o płacach w sektorze przedsiębiorstw pokazały spowolnienie, zwłaszcza w usługach. Naszym zdaniem wzrost płac pozostanie mocny w nadchodzących kwartałach, ale dalsze przyspieszenie jest mało prawdopodobne.

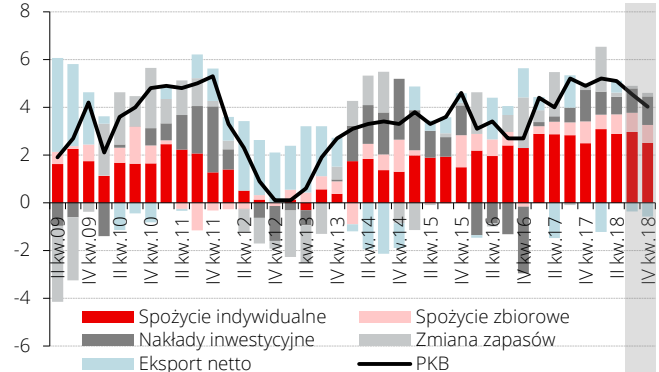
Po trzecie, wskaźniki optymizmu konsumentów są w stagnacji lub spadają. Na przykład wskaźniki koniunktury konsumpcyjnej GUS pogorszyły się w październiku. Wskaźnik bieżący (BWUK) wprawdzie utrzymuje się blisko historycznych rekordów, ale wskaźnik wyprzedzający obniżył się i jest najniższy w tym roku. W dół pociągnęła go słabsza prognoza zmian poziomu bezrobocia. Ten wskaźnik spadł już o 10 pkt od szczytu z kwietnia i był to najmocniejszy spadek wśród wszystkich wskaźników wchodzących w skład BWUK i WWUK.

Po czwarte, słabsza forma rynku pracy może oznaczać słabszy napływ imigrantów. Niestety nie dysponujemy wiarygodnymi danymi na ten temat, trudno więc na bieżąco śledzić trendy w imigracji. Liczby deklaracji pracodawców o zatrudnieniu obcokrajowca pokazują spadek, ale są zaburzone przez zmianę przepisów na początku 2018 r. Z kolei dane o liczbie obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS mogą być opóźnione wobec faktycznego napływu pracowników. Dodatkowo, Niemcy pracują nad ułatwieniami w dostępie do niemieckiego rynku pracy dla Ukraińców, co może spowodować ich odpływ z Polski na zachód.

### Inwestycje pozostaną umiarkowane

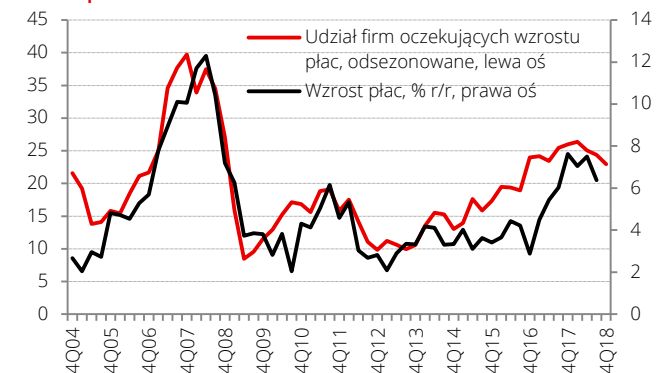
Naszym zdaniem wzrost inwestycji pozostanie umiarkowany w II połowie 2018 r. W minionych kwartałach warunki do wzrostu inwestycji były wymiennie, a mimo to nie zobaczyliśmy wyraźniejszego odbicia. Teraz więc – kiedy perspektywy gospodarcze pogarszają się – mocny wzrost jest jeszcze mniej prawdopodobny. Tym bardziej, że w 2018 r. wzrost inwestycji był napędzany w zasadzie tylko przez wyborczy boom w samorządach, a inne sektory (z wyłączeniem rynku mieszkaniowego) były w stagnacji. Do tego jeszcze dochodzi kwestia produkcji budowlanej, która z kwartału na kwartał spowalniała. Ponadto, wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych zahamował, firmy nie zwiększają planów inwestycyjnych a banki nie notują zwiększonego popytu na kredyty inwestycyjne. Z drugiej strony, trudno też oczekiwać szerokiego załamania wzrostu inwestycji, gdyż środki unijne płyną do Polski szerokim strumieniem.

### Udział składowych popytu we wzroście PKB



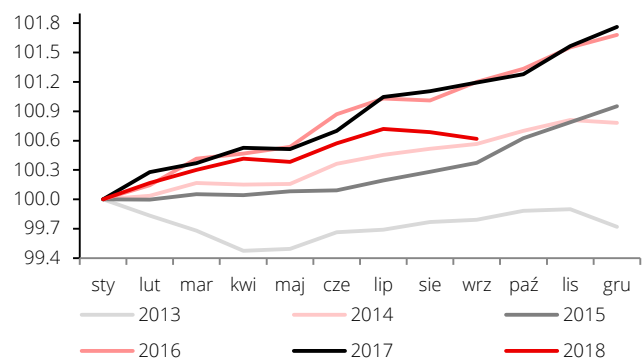
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Wzrost płac a oczekiwania firm



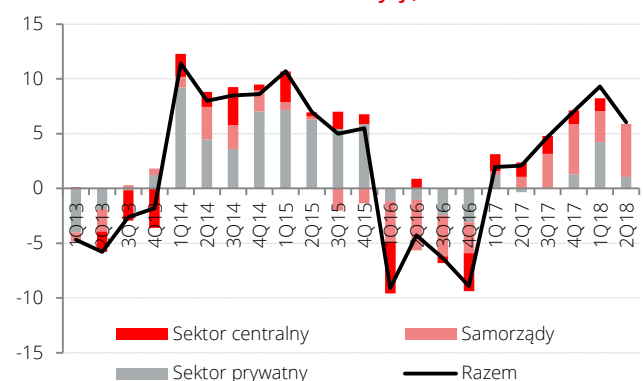
Źródło: NBP, GUS, Santander Bank Polska

### Zatrudnienie w sektorze firm, styczeń=100



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Udział sektorów we wzroście inwestycji, % r/r



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

## Gospodarka Polski

### Ujemny wkład eksportu netto

Uważamy, że eksport netto będzie miał ujemny wkład do wzrostu PKB w II połowie 2018 r. Już w minionych miesiącach wzrost eksportu był niższy niż w 2017 r., a grożą mu jeszcze wojny handlowe. Jak dotąd polska sprzedaż zagraniczna nie wydaje się być pod wpływem tego czynnika (o ostatnich danych o handlu piszemy [tutaj](#)). Wskaźniki wyprzedzające dają dwuznaczne sygnały, np. indeks zamówień eksportowych PMI spał, ale miary GUS czy ESI trzymają się mocno.

Import będzie wspierany przez mocny popyt krajowy, wzrośnie zatem szybciej niż eksport, co przełoży się na pogłębienie deficytu obrotów bieżących. Jak pisaliśmy wcześniej, konsumpcja spowolni, co ujemnie wpłynie na wzrost importu w 2019 r. Dlatego naszym zdaniem deficyt obrotów bieżących nie powinien przekroczyć 1% PKB i zostanie pokryty z nawiązką przez napływ środków kapitałowych z UE (średnio 1,8% PKB w latach 2012-17), nie przeczuwamy zatem ryzyka związanego z finansowaniem zagranicznym.

### CPI poniżej prognoz w październiku, ale jeszcze wzrośnie

Według wstępnych danych, w październiku inflacja CPI obniżyła się do 1,7% z 1,9% r/r. Głównym winowajcą była żywność – jakkolwiek widzimy sporo czynników przemawiających za mocniejszym wzrostem cen żywności (np. efekty suszy, widoczne w cenach warzyw i pieczywa, czy wzrost cen mięsa wieprzowego), to w tym miesiącu przeważały siły działające w drugą stronę, na przykład nadpodaż owoców. Wzrost cen energii i paliw był zgodny z naszymi prognozami, a inflacja bazowa wg nas lekko wzrosła do 0,9% r/r z 0,8% r/r. Inflacja CPI prawdopodobnie utrzyma się blisko październikowego poziomu w nadchodzących miesiącach, ale już na początku 2019 r. może zbliżyć się do celu (2,5%).

Pomimo niskiego CPI w październiku, inne wskaźniki inflacji sugerują wzrost presji cenowej. PPI utrzymuje się w okolicy 3% r/r, ceny produkcji budowlanej pięły się w górę i we wrześniu wzrosły o 3,3% r/r. W ujęciu m/m ceny w tym sektorze rosły już 15. miesiąc z rzędu. W II kw. 2018 r. ceny mieszkań według Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) podskoczyły o 8% r/r.

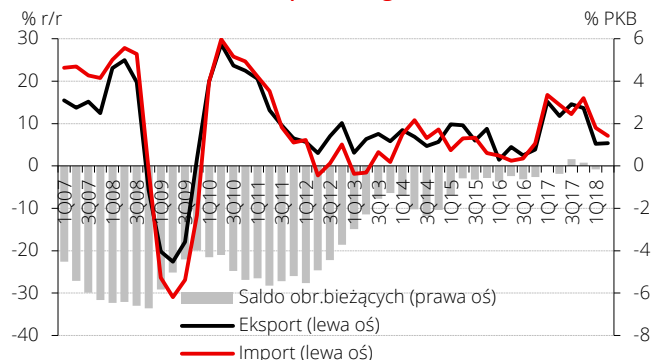
Ceny energii pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla inflacji w 2019 r. Ceny hurtowe nieco oddaliły się od tegorocznego szczytu, ale wciąż są wyraźnie wyższe niż w 2017 r. Minister energii Krzysztof Tchórzewski powiedział, że podatnicy w pierwszym progu PIT (czyli ponad 95% ogółu) nie zapłacą wyższych rachunków dzięki rekompensatom rządowym. Szczegółów nie znamy. Szacujemy, że przy wzroście cen prądu o 3-4% (co naszym zdaniem jest realne), taka rekompensata kosztowałaby budżet 0,5-1,0 mld zł rocznie.

### Zacieśnienie kryteriów kredytowych

Według ankiety kredytowej NBP w III kwartale doszło do zacieśnienia polityki kredytowej, szczególnie wobec sektora MŚP oraz dla kredytów hipotecznych. W IV kw. zacieśnienie ma być kontynuowane.

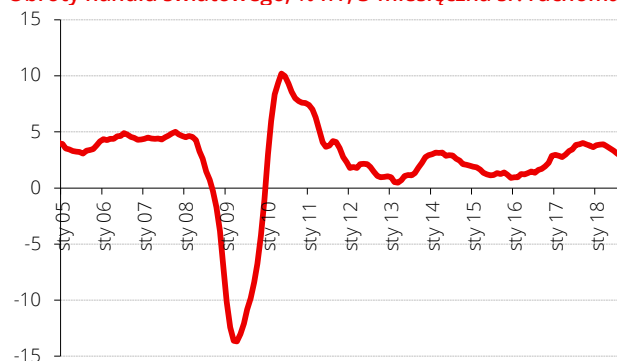
W III kw. banki odczuły lekką poprawę popytu na kredyt ze strony firm i na kredyt hipoteczny. Banki nie przewidują dużych zmian popytu na kredyt, z wyjątkiem kredytu hipotecznego, gdzie miałyby dojść do wyraźnego pogorszenia w IV kw. Wskaźnik popytu na finansowanie inwestycji był dodatni, ale dość niski, podobnie jak w II kw., co sugeruje, że aktywność inwestycyjna pozostaje umiarkowana. Firmy w większym stopniu były zainteresowane kredytami na potrzeby bieżące: pozyskanie kapitału obrotowego i finansowanie zapasów. Pozytywnym akcentem w badaniu jest wysokie zainteresowanie konsumentów kredytem na zakup dóbr trwałych, a negatywnym – liczne wskazania, że ryzyko związane z przewidywaną sytuacją gospodarczą skłoniło banki do zacieśnienia kryteriów dla kredytów mieszkaniowych. Skala zaniepokojenia była podobna jak w III kw. 2007 r., kiedy gospodarka przechodziła w fazę spowolnienia.

### Kwartalne dane nt. bilansu płatniczego



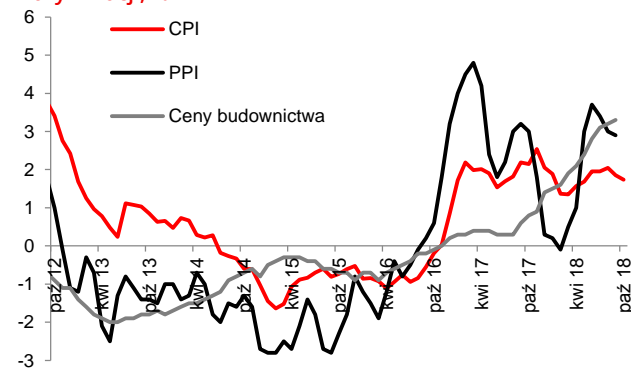
Źródło: GUS, NBP, Santander Bank Polska

### Obroty handlu światowego, % r/r, 3-miesięczna śr. ruchoma



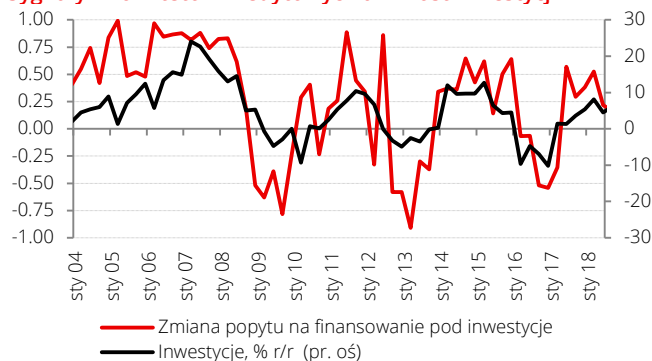
Źródło: CBP, Santander Bank Polska

### Miary inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander Bank Polska

### Sygnały z komitetów kredytowych a wzrost inwestycji



Źródło: Eurostat, Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

## Pod lupą: polityka monetarna

### Ruch projekcji nie poruszył RPP

Na listopadowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej otrzymała aktualizację projekcji NBP, pokazującą znacznie silniejsze wybiecie inflacji CPI i nieco głębsze spowolnienie wzrostu PKB w 2019. Jednak, jak zakładaliśmy, te wyniki nie wywołały zmiany w podejściu i retoryce Rady, mimo że dyskusja na posiedzeniu była – jak to ujął prezes NBP Adam Glapiński – „bardziej ożywiona niż zwykle”. RPP wciąż przyjmuje, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną” a prezes Glapiński przyznał, że projekcja nie dała nowych argumentów za zmianą polityki pieniężnej.

Powody są dość oczywiste. Po pierwsze, RPP tłumaczy (naszym zdaniem słusznie), że wzrost inflacji ponad cel wynikać będzie z czynników poza oddziaływaniem polityki pieniężnej (ceny energii). Po drugie, prezes Glapiński ujawnił, że założenia użyte w projekcji co do cen energii były „konserwatywne” (przesadzone) i mogą się nie zmaterializować. Nie znamy co prawda dokładnie tych założeń (publikacja Raportu o inflacji w najbliższy wtorek), ale zgadzamy się z tym argumentem. Naszym zdaniem Urząd Regulacji Energetyki nie pozwoli na wzrost cen taryf za prąd większy niż 3-4% (decyzja powinna być znana na początku grudnia). W rezultacie nasza prognoza CPI jest wyraźnie poniżej ścieżki NBP. Co więcej, bank centralny najwyraźniej nie widzi na horyzoncie ryzyka efektów drugiej rundy i uznaje przewidywany wzrost inflacji jako nietrwały. I rzeczywiście, w projekcji ścieżka inflacji po osiągnięciu szczytu w 2019 zakręca w dół w następnym roku. Prezes NBP wspominał też na konferencji prasowej, że prognoza inflacji bazowej nie uległa istotnym zmianom.

Ostatnie założenie (o braku pośredniego, utrzymującego się wpływu wyższych kosztów energii na inflację) wydaje się nam najbardziej dyskusyjne, a przy tym kluczowe dla perspektyw polityki pieniężnej.

Jak pisaliśmy w poprzednim miesiącu, ceny energii dla biznesu nie są regulowane i jest w zasadzie przesądzone, że firmy zmierzają się w 2019 z rachunkami za energię wyższymi o 50-70%. Choć średnio udział energii w kosztach przedsiębiorstw jest całkiem niski (ok. 3%), trzeba odnotować, że ten nowy element kosztowy dołoży się do już istotnej presji kosztowej, utrzymującej się od dłuższego czasu. Oprócz wciąż wysokiej dynamiki płac, wyższych kosztów materiałów i paliw, firmy zmierzają się teraz dużo wyższymi kosztami prądu, gazu, ogrzewania, a nieco później z nowym obciążeniem związanym z wdrożeniem Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK). Czy firmy zdolają zaabsorbować rosnące koszty redukując jeszcze bardziej marżę? Obawiamy się, że nie, skoro proces kompresji marż już zaszedł dość daleko, co jest odzwierciedlone chociażby w rekordowo wysokiej liczbie restrukturyzacji i wniosków o upadłość, mimo że gospodarka jest na szczycie koniunktury. Jednocześnie widzimy, że odżywiają oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, co ułatwi proces stopniowego podnoszenia cen na rynku detalicznym.

### Czekamy dalej (na następne projekcje)

Adam Glapiński zapytany o warunki, jakie skłoniłyby RPP do zacieśnienia polityki, powiedział, że byłby to (bardziej trwały) proces wyraźnego wzrostu cen. Zgadząmy się, że jeszcze dość daleko do momentu, kiedy dane będą jednoznacznie wskazywały na taki scenariusz, ale – o ile spowolnienie gospodarcze nie okaże się dużo dotkliwsze niż myślimy – możemy dojść do tego punktu pod koniec 2019, gdy dynamika CPI i inflacja bazowa będą powyżej celu 2,5% a prognozy na kolejne kwartały będą wskazywać dalej w górę. Do tego czasu RPP utrzyma stopy bez zmian, powtarzając (jak to zrobił prof. Osiatyński po zapoznaniu się z listopadową projekcją), że potrzebuje więcej jasności co do perspektyw i licząc na to, że pomogą w tym kolejne projekcje NBP.

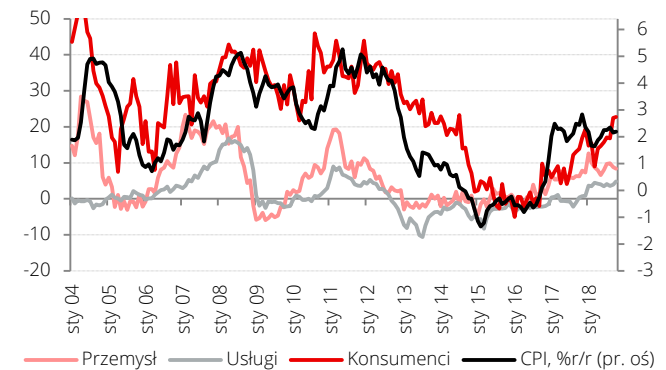
### Prognozy CPI i PKB w kolejnych projekcjach NBP

	Wzrost PKB			
	Lis 17	Mar 18	Lip 18	Lis 18
2017	4.2 (±0.4)			
2018	3.7 (±0.8)	4.3 (±0.8)	4.6 (±0.6)	4.8 (±0.4)
2019	3.3 (±1.0)	3.8 (±1.0)	3.75 (±0.95)	3.55 (±0.85)
2020	-	3.6 (±1.0)	3.35 (±0.95)	3.25 (±0.95)
	Inflacja CPI			
	Lis 17	Mar 18	Lip 18	Lis 18
2017	1.95 (±0.05)			
2018	2.3 (±0.7)	2.1 (±0.5)	1.8 (±0.3)	1.8 (±0.1)
2019	2.7 (±1.0)	2.7 (±1.0)	2.7 (±0.8)	3.25 (±0.65)
2020	-	3.0 (±1.1)	2.8 (±1.1)	2.9 (±1.0)

Uwaga: Środki i zakres przedziałów, w których wzrost PKB i inflacja CPI znajdują się w 50-procentowym prawdopodobieństwie.

Źródło: NBP, Santander Bank Polska

### Wskaźniki ESI: oczekiwania inflacyjne



Źródło: Komisja Europejska, Santander Bank Polska

### Fragmenty z listopadowego komunikatu po posiedzeniu RPP

Zwiększenie się niepewności dotyczącej perspektyw globalnej koniunktury przyczyniło się do pewnego pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Jednocześnie obniżyły się nieco ceny surowców energetycznych, po ich wcześniejszym silnym wzroście. Relatywnie wysoki poziom tych cen nadal przyczynia się do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana.

W Polsce napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury, choć w III kw. wzrost PKB był prawdopodobnie niższy niż w I połowie 2018 r. Wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca, choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach, konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii jest nadal niska.

W ocenie Rady bieżące informacje oraz wyniki projekcji wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się wzrostu PKB. Zgodnie z projekcją, w 2019 r. m.in. w wyniku pozostającego poza oddziaływaniem polityki pieniężnej wzrostu cen energii inflacja prawdopodobnie przekroczy 2,5%, choć pozostanie w przedziale odchylenia od celu. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego.

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

### Rekord oszczędności budżetowej?

Po dziewięciu miesiącach budżet centralny zanotował nadwyżkę 3,2 mld zł wobec naszych oczekiwań 2,3 mld zł. Dochody w samym wrześniu wyniosły 29,4 mld zł (103% planu na ten miesiąc) i były o 4,0% wyższe niż przed rokiem. Dochody z PIT i CIT rosły w dwucyfrowym tempie (odpowiednio ok. 11% i 18% r/r), podczas gdy dochody z VAT o ok. 5% r/r. Wydatki wyniosły natomiast 27,3 mld zł (91% planu na ten miesiąc) i były o 3,8% niższe niż przed rokiem. W samym wrześniu dochody były wyższe od wydatków o 2,1 mld zł i był to drugi najlepszy wynik w tym miesiącu w ciągu ostatnich 20 lat. Spodziewamy się, że rok 2018 zamknie się deficytem w okolicy 20 mld zł, a deficyt sektora finansów publicznych będzie zbliżony do 1% PKB (choć ryzyko jest asymetryczne w dół). Źródła rządowe nieoficjalnie wskazywały na 0,4%.

### Nowy stary rating od S&P

Agencja ratingowa S&P zaskoczyła w połowie października ogłaszając, że podnosi Polsce długoterminowy rating w walucie obcej z "BBB+" do "A-" z perspektywą stabilną. W styczniu 2016, agencja nieoczekiwanie obniżyła Polsce rating jako kluczowy powód podając osłabienie niezależności kluczowych instytucji. W kwietniu br. S&P podniosła perspektywę do pozytywnej wskazując wtedy, że powodem do podwyżki ratingu może być nadal solidny wzrost gospodarczy przyczyniający się do poprawy sytuacji fiskalnej. Jako argumenty za podwyżką oceny kredytowej agencja wymieniła zrównoważony wzrost gospodarczy, poprawę sytuacji fiskalnej i wzrost konkurencyjności polskiej gospodarki. Według S&P, rating mógłby zostać podniesiony jeszcze bardziej, jeśli realny wzrost dochodów utrzyma się powyżej dynamiki notowanej przez głównych partnerów handlowych, spadłby nominalny dług publiczny a oszczędności prywatne wzrosłyby w wyniku wprowadzenia Pracowniczych Planów Kapitałowych, prowadząc do częściowego zneutralizowania efektu starzejącej się i kurczącej populacji w wieku produkcyjnym. Presję na spadek ratingu wywierałoby pogorszenie wskaźników fiskalnych czy zbyt szybki wzrost płac (ograniczający konkurencyjność gospodarki).

### Inne instytucje ponadnarodowe też pozytywnie o Polsce

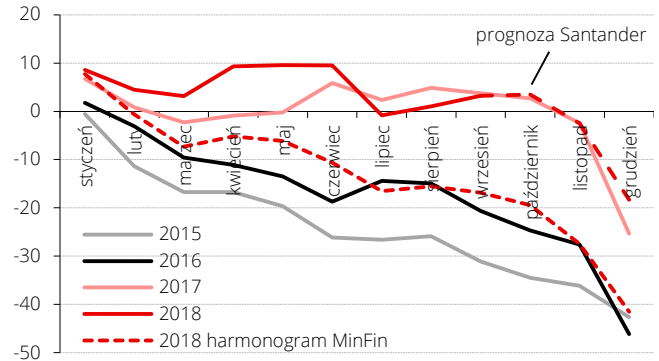
Uwagi końcowe po konsultacjach MFW w Polsce w ramach Artykułu IV podkreśliły, że w 2018 oczekiwany jest zdecydowany spadek deficytu sektora finansów publicznych (z 1,4% PKB w 2017 do 0,3%) oraz deficytu strukturalnego (z 2% PKB do 1,25%) dzięki poprawie w ściągłości podatków, cyklicznemu wzmocnieniu wpływów budżetowych i pozytywnemu wpływowi szybko rosnącej liczby pracowników z zagranicy. Fundusz zaleca Polsce dalszą konsolidację fiskalną, żeby zbudować bufora zanim nasilą się koszty starzenia się społeczeństwa a fundusze UE zostaną okrojone.

W jesiennej rundzie prognozy Komisja Europejska obniżyła prognozy deficytu dla sektora finansów publicznych w Polsce z 1,4% PKB w 2018 i 2019 do 0,9% w obu latach a dla 2020 pokazała 1%. Utrzymanie się tak dobrego wyniku miałyby opierać się na dalszej korzystnej sytuacji na rynku pracy, która podnosić będzie wpływy podatkowe oraz z tytułu składek. Komisja w dużo mniejszym stopniu zmieniła szacunki deficytu strukturalnego (z 2,2% PKB do 2,0% dla lat 2018-2019, a na rok 2020 pokazała 1,8%), choć niedawno Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenił, że możliwa jest redukcja jego salda strukturalnego do ok. 1,3% już w tym roku.

### Sprawa w TSUE

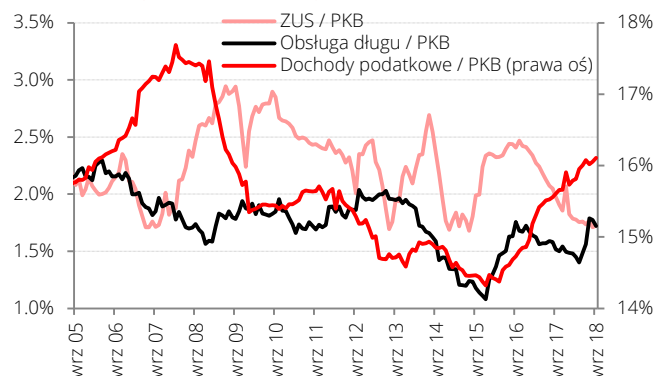
Trybunał Sprawiedliwości UE zgodził się z prośbą Komisji Europejskiej o zarządzenie środków tymczasowych na czas procedowania pozwu o naruszenie przez Polskę prawa unijnego (reforma sądownictwa). W listopadzie KE oceni działania strony polskiej i jeśli uzna je za niedostateczne, może poprosić Trybunał o nałożenie kar finansowych. Przedstawiciele rządu wyrazili wolę współpracy.

### Realizacja budżetu, mld zł



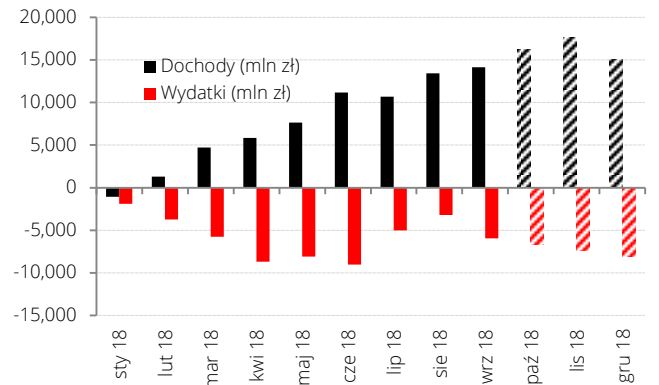
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Główne kategorie budżetowe jako % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander Bank Polska

### Odchylenie od harmonogramu MinFin



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Prognozy deficytu sektora finansów publicznych, % PKB

	KE	MFW	S&P	MF
Deficyt finansów publicznych:				
2018	0.9	0.3	0.9	2.1
2019	0.9	-	1.5	1.5
Deficyt strukturalny				
2018	2.0	1.25	-	2.8
2019	2.0	-	-	2.3

Źródło: Ministerstwo Finansów, Komisja Europejska, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, S&P, Santander Bank Polska

## Rynek stopy procentowej

### Wysoka podaź, rekordowy popyt

W październiku obserwowaliśmy spadki rentowności polskich obligacji. Poprawa wycen głównie była pochodną wykupów obligacji rządowych i obligacji Krajowego Funduszu Drogowego (OK1018 -11,92 mld, KFD – 11,65 mld, odsetki odpowiednio 0,78 mld i 3,98 mld zł) i niskich emisji, Ministerstwo Finansów sprzedało ok. 18 mld obligacji. Sprzedaż ta zamknęła się niezwykle udaną aukcją, na której mimo historycznie dużej podaży (10 mld PLN) relacja popyt/podaż wyniosła 3,12 – podobny wynik widziany ostatni raz w listopadzie 2017 roku.

Poza czynnikami o charakterze popytowo-podażowym spadki dochodowości krajowych obligacji wspierały dane makro. W przypadku danych krajowych pozytywne tło dla długu budowały: niski odczyt PMI, produkcji przemysłowej, płac, inflacji, zatrudnienia i sprzedaży detalicznej. Również globalne otoczenie faworyzowało inwestycje w papiery rządowe. W przypadku danych z Europy obserwowaliśmy kolejne niskie wartości wskaźników ESI, PMI. Nie mniej rozczarowujące były dane z sektora przemysłowego oraz o handlu zagranicznym Niemiec. W połączeniu ze spadkami na giełdach spychało to globalnie i lokalnie rentowności w dół. Efektu tego nie były w stanie zneutralizować wzrosty rentowności włoskiego długu w reakcji na kryzys budżetowy Włochy-KE. W efekcie krajowa krzywa w końcu miesiąca spadła do 3,12% (10L), 2,39% (5L) i 1,54% (2L).

### Odbicie konsumpcji może zaszkodzić obligacjom

W listopadzie spodziewamy się lekkiego odreagowania październikowych spadków rentowności. Poza zauważalną realizacją zysków, umiarkowaną presję na dług powinny wywierać dane makro ze świata. W perspektywie najbliższego miesiąca spodziewamy się pozytywnego zaskoczenia ze strony danych przemysłowych w Europie (lepsze od oczekiwań okazały się dane o produkcji przemysłowej w Niemczech za wrzesień). Sądzymy, że wążący negatywnie na publikowanych ostatnio danych przemysłowych problem z homologacją nowych samochodów w Europie powinien zostać wkrótce przełamany.

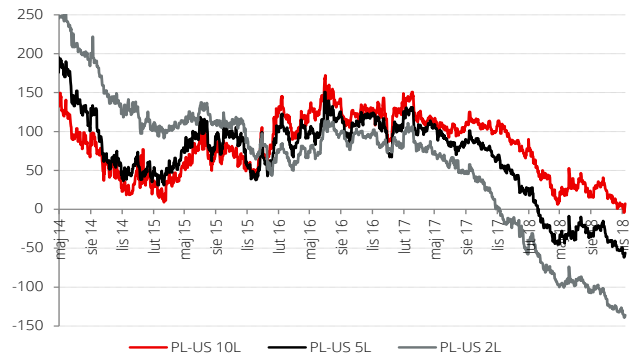
W październiku na rynku niemieckim dało zauważyć się poprawę statystyk rejestracji samochodów. W październiku spadek rejestracji nowych samochodów wyniósł 7,4% r/r wobec 30,5% r/r we wrześniu. Scenariusz odbicia konsumpcji wspierają nastroje konsumentów w Eurostrefie - wskaźnik planowanych dużych zakupów w październiku znalazł się na najwyższym poziomie od 2006 roku. Pierwsze sygnały poprawy na rynku samochodowym są też widoczne w kraju w danych o pierwszych rejestracjach samochodów - dane za październik pokazały ich ponad 1% r/r wzrost.

Na tym jednak kończy się lista czynników mogących wypychać krajową krzywą w górę. Według naszych prognoz większość krajowych danych makro pokaże jedynie umiarkowaną poprawę w relacji do września. Tak dane o produkcji przemysłowej, jak i o sprzedaży detalicznej cały czas będą wspierały scenariusz umiarkowanego spowolnienia, co oznacza mniejsze nierównowagi makro, przy jednoczesnym braku zagrożeń dla stabilności fiskalnej.

pozytywnie na krajowe obligacje działać będą niskie spodziewane podaże długu. Ministerstwo zapowiedziało, że na regularnej aukcji w listopadzie wystawi 3-6 mld obligacji. My uważamy, że na aukcji nie pojawi się więcej niż 4 mld zł (naszym zdaniem będzie to ostatnia aukcja w tym roku), co nie zapełni dziury po październikowych wykupach. Oczekujemy, że cały czas będziemy mieli do czynienia z powolnym pogarszaniem się nastrojów konsumentów (sugerują to słabsze wskaźniki zatrudnienia w badaniach koniunktury przedsiębiorstw).

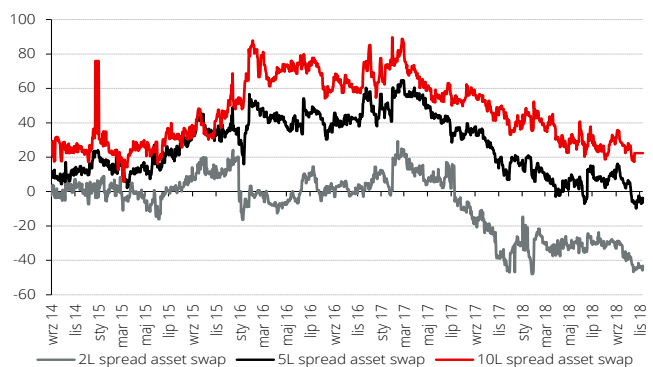
W listopadzie spodziewamy się przesunięcia się krzywej dochodowości do 3,27%, 2,53% i 1,56% odpowiednio dla 10Y, 5Y i 2Y w trakcie miesiąca i ich powrotu do 3,18%, 2,48% i 1,53% na początku grudnia. Scenariusz ten nie powinien być zagrożony przez zachowanie rynków bazowych, gdzie wzrosty rentowności nie powinny przekroczyć 5-7 pb.

### Spread między polskimi i amerykańskimi obligacjami



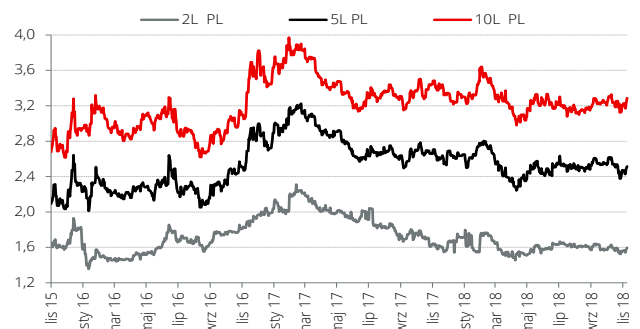
Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

### Spread asset swap (pb)



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

### Rentowności polskich obligacji



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

### ESI – Konsumenci Eurostrefa



Źródło: Thomson Reuters, Santander Bank Polska

## Rynek walutowy

### Złoty w takt globalnych trendów

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w ostatnich tygodniach nie zaszły żadne istotne zmiany na polskim rynku walutowym. Złoty osłabił się na chwilę pod wpływem awersji do ryzyka na globalnym rynku i EURPLN wzrósł przejściowo powyżej 4,34. Krajowa waluta osłabiła się do funta i dolara oraz pozostała stabilna do franka.

Październik był dość spokojnym miesiącem w wykonaniu innych walut CEE, podczas gdy ich odpowiedniki z Ameryki Południowej były bardziej zmienne. Brazylijski real zyskał dość znacząco po tym jak rynek dobrze przyjął wynik wyborów prezydenckich.

### Odbicie cen akcji może wesprzeć złote

Zakładamy, że otoczenie globalne będzie korzystne dla krajowej waluty w najbliższych tygodniach pozwalając na umocnienie w ostatnich miesiącach roku. Później, potencjał do spadku EURPLN będzie raczej ograniczony z powodu coraz liczniejszych sygnałów spowolnienia gospodarczego.

W ostatnich tygodniach indeksy giełdowe w USA gwałtownie spadły i wg nas tempo zmian było przesadzone. 4-tygodniowa procentowa zmiana indeksu S&P500 była większa na minus tylko w okresach poważnych zaburzeń, a teraz sytuacja nie wygląda tak źle. Dane z USA są wciąż dobre, co może zachęcić inwestorów do wykorzystania niskich cen akcji do kupna. W efekcie, powrót apetytu na ryzyko mógłby mieć pozytywny wpływ na złote.

Nadal sądzimy, że EURUSD będzie rósł w kolejnych miesiącach, choć trend rozpocznie się z niższych poziomów. W krótkim terminie, jednak, euro może pozostać słabe do dolara i jest to czynnik ryzyka dla naszego scenariusza mocniejszego złote. Dane z Europy są wciąż bardzo słabe z indeksami PMI dla przemysłu pozostającymi w trendzie spadkowym i wciąż nierozwiązaną kwestią włoskiego budżetu.

W połowie listopada poznamy wstępny szacunek polskiego PKB za III kw. Nasza prognoza (4,5% r/r) jest blisko konsensusu rynkowego (4,7%). Odczyt będzie zapewne wyraźnie poniżej ponad 5-procentowych wyników obserwowanych w ostatnich kwartałach i spodziewamy się, że spowolnienie będzie kontynuowane w 2019, co będzie negatywne dla polskiej waluty.

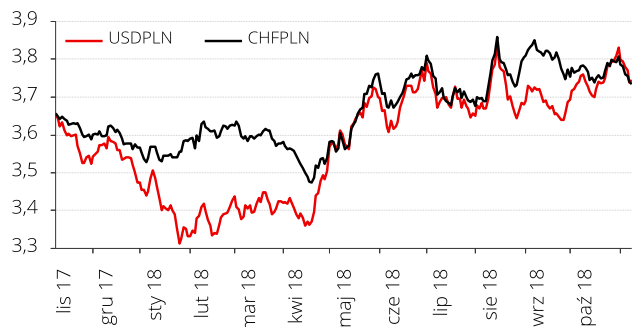
### EURUSD blisko tegorocznego minimum

EURUSD spadł w październiku osiągając niemal tegoroczne minimum na 1,13 z sierpnia. Euro było pod presją dalszego spadku indeksów PMI i obaw o włoski budżet. Wspólna waluta zdołała nieco odreagować na początku listopada po wyborach uzupełniających do Kongresu USA.

W wyniku tych wyborów, Republikanie stracili większość w Izbie Reprezentantów. Dolar stracił po ogłoszeniu wyników bowiem rynek zaczął wyceniać ryzyko wolniejszego wprowadzenia pro-wzrostowych reform przez Donalda Trumpa. Choć może to ciążyć amerykańskiej walucie w kolejnych tygodniach, sądzimy, że EURUSD może testować tegoroczne minimum zanim rozpocznie się trwalszy trend wzrostowy. Dane z Europy są raczej słabe, w grudniu FOMC podniesie stopy, a kwestia włoskiego budżetu pozostaje otwarta.

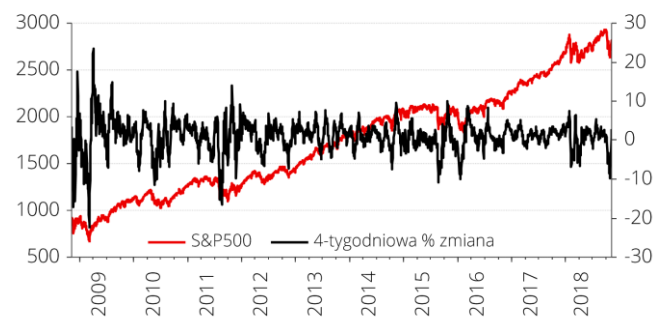
Nasze prognozy EURUSD na 2018-2019 zostały zrewidowane w dół (do 1,17 z 1,21 na koniec 2018 i do 1,24 z 1,26 na koniec 2019), ale utrzymaliśmy wzrostową ścieżkę. Sądzimy, że rynek przereagował i kurs EURUSD jest zbyt nisko biorąc pod uwagę nasze założenia, że sytuacja gospodarcza nie pogorszy się już bardziej. Poza tym, EBC zamierza dalej normalizować politykę pieniężną, a kolejne podwyżki stóp Fed są już w pewnym stopniu wycenione.

### USDPLN i CHFPLN



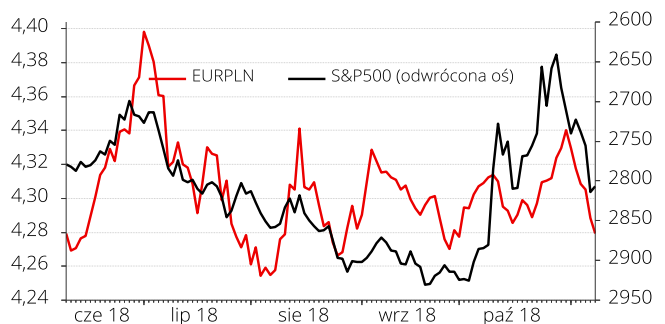
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### S&P500 i jego 4-tygodniowa % zmiana



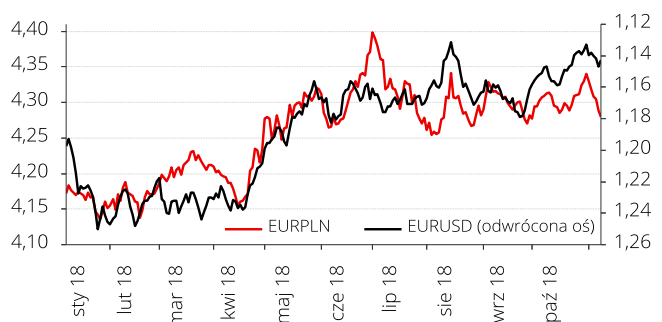
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i S&P500

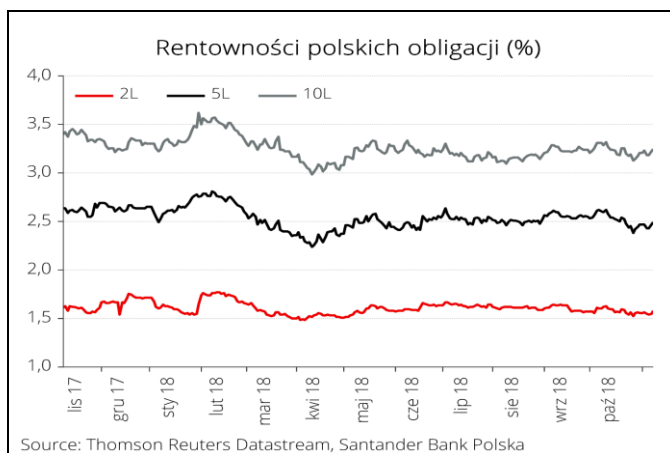
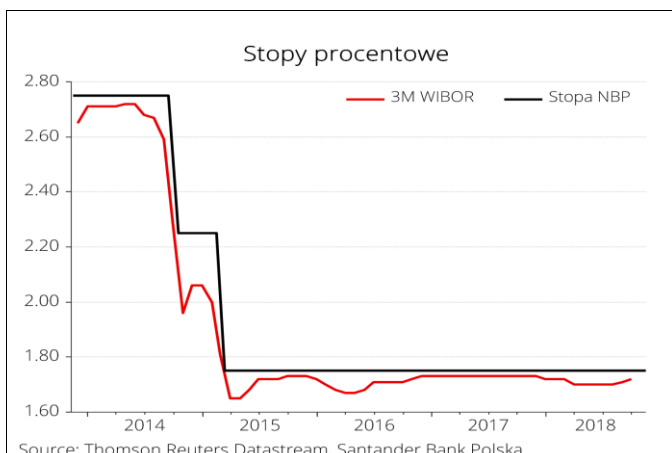
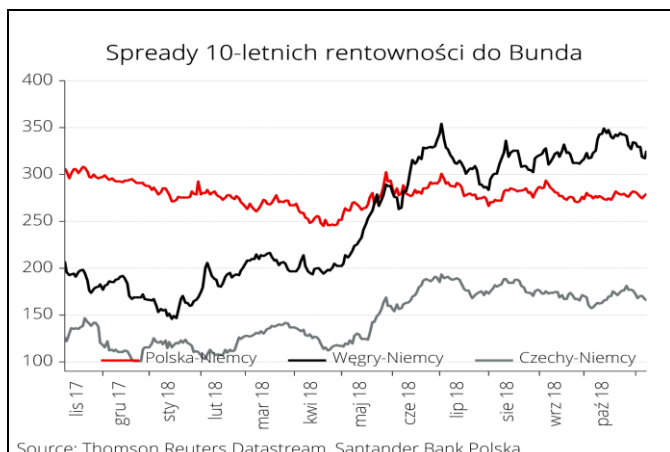
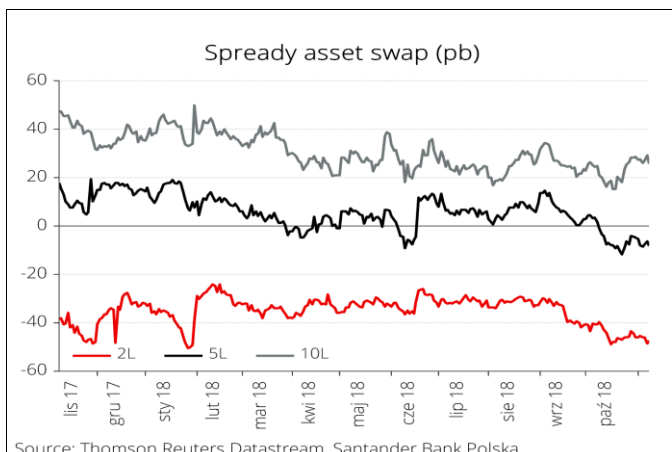
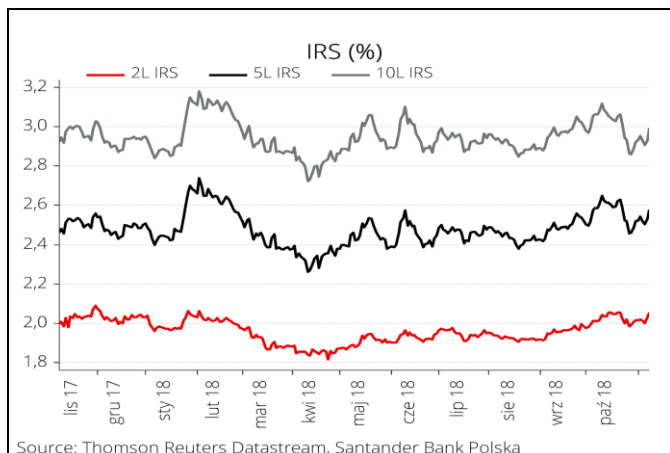
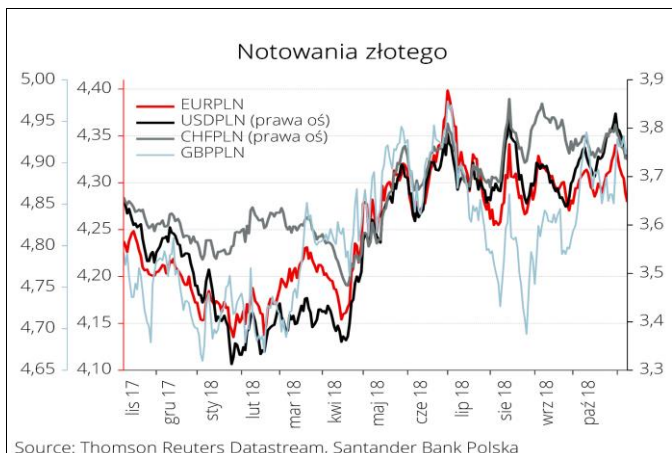


Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

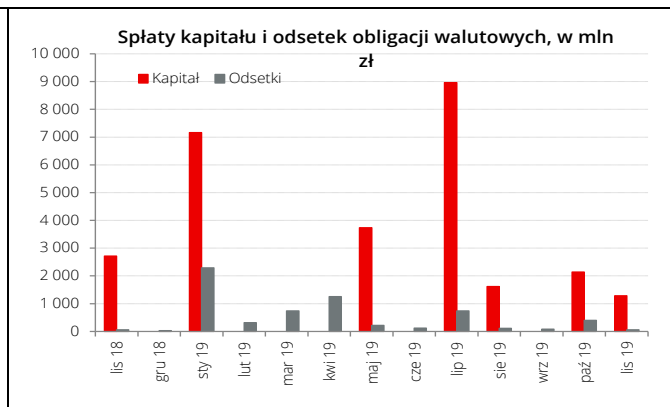
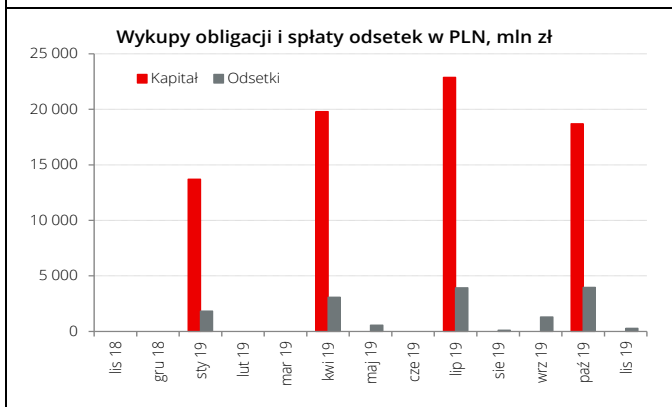
### EURPLN i EURUSD



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



## Spłaty kapitału i płatności odsetkowe





## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>12 listopada</b>	13 <b>PL: Bilans płatniczy (IX)</b> DE: ZEW (XI)	14 <b>PL: Inflacja (X)</b> <b>PL, HU, CZ, EZ: PKB (III kw.)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Inflacja (X)	15 <b>PL: Inflacja bazowa (X)</b> US: Sprzedaż detaliczna (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	16 EZ: HICP (X) US: Produkcja przemysłowa (X)
19 <b>PL: Zatrudnienie (X)</b> <b>PL: Płace (X)</b>	20 <b>PL: Produkcja przemysłowa (X)</b> <b>PL: Produkcja budowlana (X)</b> <b>PL: PPI (X)</b> HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęte budowy domów (X)	21 US: Zamówienia dóbr trwałych (X) US: Wstępny Michigan (XI) US: Sprzedaż domów (IX)	22 <b>PL: Sprzedaż detaliczna (X)</b>	23 <b>PL: Podaż pieniądza (X)</b> DE: Wstępny PMI – przemysł (XI) DE: Wstępny PMI – usługi (XI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI – usługi (XI)
26 <b>PL: Stopa bezrobocia (X)</b> DE: IFO (XI)	27 DE: Sprzedaż detaliczna (X) US: Indeks nastroju konsumentów (XI)	28 US: PKB (III kw.) US: Sprzedaż nowych domów (X)	29 DE: Inflacja (X) US: Wydatki osobiste (X) US: Dochody osobiste (X) US: Niezakończona sprzedaż domów (X) US: Decyzja FOMC	30 <b>PL: Wstępny CPI (XI)</b> <b>PL, HU, CZ, EZ: PKB (III kw.)</b> US: Indeks Michigan (XI)
<b>3 grudnia</b> <b>PL: PMI – przemysł (XI)</b> DE: PMI – przemysł (XI) EZ: PMI – przemysł (XI)	4	5 <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: PMI – usługi (XI) EZ: PMI – usługi (XI) HU: PKB (III kw.) US: ISM – usługi (XI) US: Raport ADP (XI)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (X) HU: Produkcja przemysłowa (X)	7 DE: Produkcja przemysłowa (X) CZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI)
10 DE: Eksport (VIII) CZ: Inflacja (X)	11 HU: Inflacja (X) DE: ZEW (XII)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Inflacja (XI)	13 EZ: Decyzja EBC	14 <b>PL: Inflacja (IX)</b> US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Produkcja przemysłowa (XI)

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

		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	lis 18
PMI	pkt.	53,4	54,2	55,0	54,6	53,7	53,7	53,9	53,3	54,2	52,9	51,4	50,5	50,4	49,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	9,2	2,8	8,7	7,3	1,6	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,8	6,0	4,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	20,2	19,9	12,8	34,7	31,3	16,1	19,7	20,7	24,7	18,7	20,1	16,4	25,0	14,3
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	8,0	10,2	6,0	8,2	7,9	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	7,2	6,1
Stopa bezrobocia	%	6,6	6,5	6,6	6,8	6,8	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	7,4	6,5	7,3	7,3	6,8	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	6,9	7,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,4	4,5	4,6	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,1	2,9
Eksport (w euro)	% r/r	17,8	17,7	4,8	15,5	6,6	-4,4	9,1	1,1	6,2	9,2	7,4	2,8	6,0	5,0
Import (w euro)	% r/r	16,9	17,8	13,2	19,0	9,5	0,3	12,4	1,4	7,9	10,3	11,2	6,8	8,0	7,5
Bilans handlowy	mln EUR	356	266	-1 196	-59	-602	-451	208,0	153,0	-382,0	-344,0	-329	-236	19	-189
Rachunek bieżący	mln EUR	-13	95	-1 354	2 289	-792	-914	291,0	495,0	-200,0	-750,0	-549	-19	274	351
Rachunek bieżący	% PKB	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	2,7	-2,4	-25,4	8,6	4,5	3,1	9,3	9,6	9,5	-0,9	1,1	3,2	3,5	-2,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-4,5	4,1	42,7	-20,6	-10,8	-7,5	-22,5	-23,1	-23,0	2,1	-2,5	-7,7	-8,4	6,0
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	2,5	2,1	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7	1,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,0	1,8	0,3	0,2	-0,1	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	2,9	3,0	2,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,7	4,5	4,6	4,8	4,9	5,8	5,7	6,6	7,3	7,3	7,5	7,9	8,0	7,7
Zobowiązania	% r/r	5,3	4,2	4,1	4,5	4,6	5,1	5,1	6,0	6,7	6,8	7,0	6,9	6,7	6,7
Należności	% r/r	4,7	3,7	3,6	4,0	4,2	4,3	3,9	5,5	5,6	5,6	6,1	5,9	7,3	7,3
EUR/PLN	PLN	4,26	4,23	4,20	4,16	4,16	4,21	4,19	4,28	4,30	4,33	4,29	4,30	4,31	4,31
USD/PLN	PLN	3,63	3,60	3,55	3,41	3,37	3,41	3,42	3,63	3,69	3,70	3,71	3,69	3,75	3,78
CHF/PLN	PLN	3,69	3,63	3,60	3,55	3,61	3,60	3,53	3,64	3,73	3,72	3,75	3,81	3,77	3,76
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	1,71	1,60	1,69	1,62	1,73	1,56	1,52	1,57	1,60	1,63	1,61	1,60	1,58	1,55
Rentowność obligacji 5L	%	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	2,50
Rentowność obligacji 10L	%	3,39	3,40	3,29	3,34	3,51	3,27	3,08	3,23	3,23	3,18	3,15	3,24	3,23	3,20

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	2 222,7	485,4	503,1	517,0	587,3	513,6	537,3	548,1	623,8
PKB	% r/r	3,1	4,8	4,7	3,7	5,2	5,1	4,5	4,0	4,0	3,8	3,6	3,5
Popyt krajowy	% r/r	2,3	4,9	5,3	4,0	6,8	4,8	5,1	4,8	3,9	4,1	3,9	4,1
Spożycie indywidualne	% r/r	3,9	4,9	4,9	4,2	4,8	4,9	5,0	5,0	4,6	4,4	4,1	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	3,9	5,6	5,0	8,1	4,5	6,0	4,9	5,0	5,0	5,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,9	6,5	5,8	5,6	5,5	7,0	5,4	4,9	5,4	5,7	7,3	4,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14,5	13,7	18,7	3,3	25,6	21,9	18,3	13,9	5,8	5,5	1,6	2,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,9	8,2	7,8	8,9	8,4	7,5	7,9	7,3	6,7	9,2	10,4	9,0
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	8,2	6,6	5,8	5,5	6,6	5,8	5,7	5,8	5,9	5,4	5,3	5,5
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,8	5,7	6,9	6,8	6,2	7,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,8	6,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,7	2,7	0,7	2,8	3,0	2,5	2,1	1,0	0,7	0,6	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	3,1	13,8	5,3	3,3	5,3	5,4	6,3	4,4	4,7	4,3	3,5	0,6
Import (w euro)	% r/r	2,7	14,9	8,2	4,8	9,0	7,1	9,3	7,3	6,3	5,8	5,0	2,2
Bilans handlowy	mln EUR	2 935	1 426	-4 176	-7 550	-1 113	-27	-909	-2 127	-1 971	-781	-1 745	-3 054
Rachunek bieżący	mln EUR	-2 248	715	-901	-3 434	569	584	-1 318	-736	-85	47	-1 954	-1 442
Rachunek bieżący	% PKB	-0,5	0,2	-0,2	-0,7	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,2	-1,4	-1,0	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,6	2,0	1,7	2,6	1,5	1,7	1,9	1,7	2,4	2,6	2,7	2,8
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	0,8	2,1	1,7	2,8	1,3	2,0	1,9	1,7	2,7	2,8	2,6	2,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,2	0,7	0,8	1,8	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1	1,6	2,0	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,2	2,9	2,2	2,5	0,2	2,6	3,1	2,8	3,0	2,1	2,2	2,9
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	9,6	4,6	7,0	7,9	5,8	7,3	7,9	7,0	7,3	7,5	7,7	7,9
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,1	4,1	6,9	8,0	5,1	6,7	7,4	6,9	7,2	7,4	7,7	8,0
Należności <sup>b</sup>	% r/r	4,7	3,6	7,5	6,4	4,3	5,6	6,5	7,5	7,2	7,0	6,7	6,4
EUR/PLN	PLN	4,36	4,26	4,26	4,29	4,18	4,26	4,30	4,29	4,27	4,29	4,30	4,31
USD/PLN	PLN	3,95	3,78	3,60	3,54	3,40	3,58	3,70	3,73	3,60	3,54	3,51	3,49
CHF/PLN	PLN	4,00	3,84	3,68	3,48	3,59	3,63	3,76	3,74	3,50	3,49	3,47	3,45
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,60	1,71	1,64	1,57	1,61	1,55	1,56	1,61	1,79	1,89
Rentowność obligacji 5L	%	2,37	2,78	2,52	2,55	2,61	2,43	2,53	2,49	2,57	2,60	2,50	2,52
Rentowność obligacji 10L	%	3,05	3,44	3,24	3,40	3,37	3,18	3,19	3,19	3,29	3,39	3,43	3,46

Źródło: GUS NBP MF Santander Bank Polska; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 8.11.2018 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

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

Email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.santander.pl>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@santander.pl](mailto: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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*