

# Tygodnik ekonomiczny

## Czas na korektę

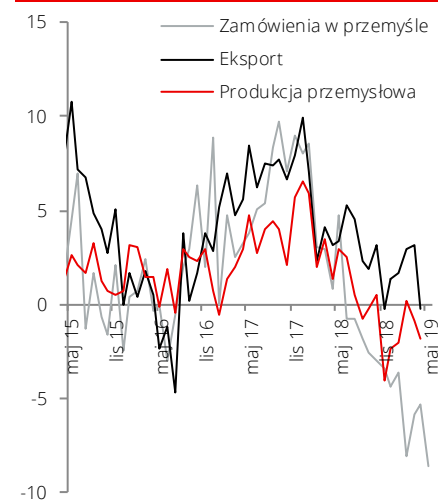
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Oddech ulgi po szczycie G20, gdzie Donald Trump wykonał pół kroku w tył w sporze handlowym z Chinami, łagodząc restrykcje wobec Huawei, zawieszając wprowadzenie nowych ceł i zapowiadając kontynuację rozmów, nie trwał długo. Po pierwsze, pojawiły się nowe groźby celne USA wobec UE, po drugie pojawiły się kolejne słabe dane wspierające oczekiwania łagodzenia polityki pieniężnej na świecie, po trzecie te oczekiwania dodatkowo zostały wzmocnione przez informacje o nominacjach do EBC (Lagarde) i Fed (Shelton, Waller). W efekcie, spadkowa fala rentowności długu trwała w ostatnich dniach w najlepsze i zatrzymały ją dopiero bardzo mocne piątkowe dane o zatrudnieniu w USA.
- W najbliższym tygodniu kalendarz publikacji danych za granicą będzie dość ubogi. Uwagę przyciągną kolejne dane z Niemiec (majowy eksport i produkcja), które ponownie mogą rozczarować, podsycając nadzieje na łagodzenie polityki przez EBC. Potem rynek skupi się na sygnałach z banków centralnych (m.in. minutes FOMC, wystąpienie prezesa Fed Powella w Senacie). Znacznie lepsze od oczekiwań czerwcowe dane z amerykańskiego rynku pracy, które właśnie się pojawiły, raczej oddalają moment pierwszej obniżki stóp procentowych przez Fed na wrzesień i zakładamy, że ani minutes FOMC, ani przemówienie Powella nie będą wystarczająco gołębnie aby ponownie rozbudzić oczekiwania na obniżkę już w lipcu.
- W kraju nie będzie publikacji danych, ale w poniedziałek NBP pokaże nowy *Raport o inflacji*, a w nim projekcje inflacji i PKB. Wiemy już, że w obu przypadkach prognozy na 2019-20 lekko poszły w górę, a w 2021 praktycznie się nie zmieniły, ale interesująca będzie stojąca za tym argumentacja. Naszym zdaniem inflacja wzrośnie bardziej niż zakłada bank centralny i na początku 2020 r. może się nawet otrzeć o 4% r/r, o czym piszemy m.in. w opublikowanym kilka dni temu raporcie *MAKROskop*. Mimo to RPP zapewne nie zdecyduje się na zmianę stóp procentowych ani w tym ani w przyszłym roku, uzasadniając to oczekiwaną tymczasowością wzrostu inflacji, obawami o perspektywę wzrostu gospodarczego i wyraźnym zwrotem w stronę łagodzenia polityki przez światowe banki centralne.
- A jeszcze w ten weekend, odbędzie się konwencja programowa PiS w Katowicach. W czasie wydarzenia partia rządząca ma zarysować swój program na kolejną kadencję. Biorąc pod uwagę zwycięstwo PiS w wyborach do PE i utrzymującą się znaczną przewagę w sondażach, nie spodziewamy się takich nowych propozycji, które oznaczałyby dalsze znaczne i szybkie obciążenia finansów publicznych dodatkowymi kosztami.

### Wnioski rynkowe

- Dużo lepsze od prognoz dane z rynku pracy USA to sygnał dla rynku, żeby skorygować wyceniane ostatnio bardzo wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych Fed już w lipcu (niektórzy wspominali wręcz o 50pb). W efekcie, w najbliższym tygodniu na bazowych rynkach długu możliwa jest krótkoterminowa korekta. Ten sam czynnik (mniejsze szanse na cięcia Fed, mocniejszy dolar) będzie stał za korekcyjnym osłabieniem złotego. Niemniej, w dłuższej perspektywie jeszcze zapewne zobaczymy przed końcem roku i niższe rentowności długu i mocniejszego złotego.

Aktywność gospodarcza w Niemczech, %r/r



Źródło: Bloomberg, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.pl  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

W czerwcu **PMI dla polskiego przemysłu** spadł do 48,4 pkt z 48,8 zamiast wzrosnąć (rynek oczekiwał 49,0, my prognozowaliśmy 49,2). Czerwcowy raport sygnalizuje większe spadki produkcji i zamówień oraz jeden z najniższych poziomów wskaźnika zaległości produkcyjnych od sześciu lat. Tym razem to głównie popyt krajowy odpowiadał za spadek wskaźnika nowych zamówień, podczas gdy indeks zamówień zagranicznych poprawił się. Indeks oczekiwanej aktywności w kolejnych 12 miesiącach znalazł się najniżej od sześciu lat. Mimo to wzrost wskaźnik zatrudnienia a średnia dla głównego indeksu za II kw. wyniosła 48,7 pkt wobec 48,2 w I kw, podczas gdy w Niemczech i Czechach nadal spadała. W ostatnim czasie wszystkie indeksy koniunktury wskazywały na umiarkowany spadek aktywności w przemyśle, ale realne dane okazywały się zaskakująco mocne (z wyjątkiem maja).

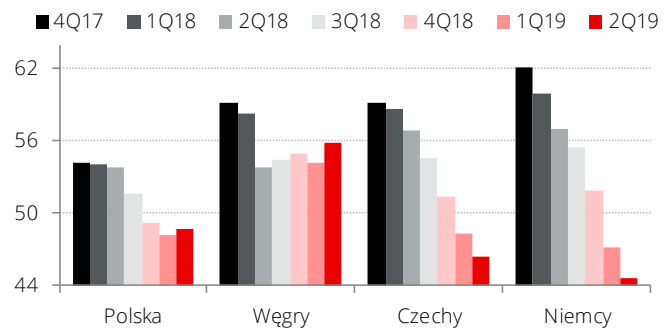
Według wycliczeń Ministerstwa Pracy w czerwcu **stopa bezrobocia** ustanowiła nowy rekord od transformacji spadając do 5,3%. Jednocześnie widać, że mimo wciąż bardzo dobrej koniunktury spadek bezrobocia (typowe zachowanie w czerwcu) jest słabszy niż w czerwcu poprzednich lat (-27,6 tys. wobec średniej za poprzednie osiem lat wynoszącej -62,4 tys). Co więcej, komunikat ministerstwa odnotowuje, że doszło do zdecydowanie silniejszego spadku liczby ofert pracy niż sugerowałyby normalna sezonowość tych danych. Dzieje się to w okresie rozczarowań miesięcznymi wynikami gospodarki, nie wydaje nam się jednak, żeby był to sygnał poważniejszego wyhamowania tempa wzrostu PKB, gdyż z pomocą przyjdzie impuls fiskalny w postaci nowych transferów do gospodarstw domowych.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła **stopy procentowe bez zmian**. Stopa referencyjna nadal wynosi 1,5%. Nowe projekcje PKB i CPI banku centralnego zostały lekko podniesione w 2019 i 2020 r., a w 2021 pozostały praktycznie niezmienione. Na konferencji nie nastąpiła istotna zmiana retoryki: prezes NBP podtrzymał stanowisko, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do końca 2021 r., inflacja „lekką” wzrosnąć na początku 2020 r., po czym się obniży i pozostanie w przedziale tolerancji wokół celu inflacyjnego (1,5%-3,5%) w całym horyzoncie prognozy. Sądymy, że w najbliższych miesiącach/kwartałach inflacja będzie wyższa niż oczekiwana przez NBP (CPI może wzrosnąć do prawie 4% w styczniu 2020, częściowo wskutek uwolnienia cen energii), ale nie wywoła ona reakcji RPP w związku ze zmianą w otoczeniu globalnym – pogłębieniem obaw o spowolnienie gospodarki światowej i prawdopodobnym łagodzeniem polityki przez główne banki centralne. Zakładamy, że stopy NBP pozostaną na dotychczasowym poziomie przynajmniej do końca 2020.

Sejm uchwalił nowelę **ustawy o wsparciu kredytobiorców w trudnej sytuacji**, z której skreślono przepisy regulujące kwestię przewalutowania kredytów. W efekcie, w krajowych przepisach nie pojawią się kosztowne dla banków rozwiązania proponowane wcześniej przez prezydenta.

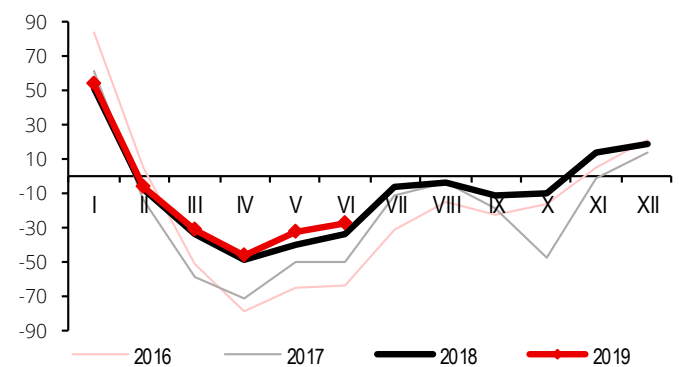
Opublikowaliśmy **nowy kwartalny raport MAKROskop** ([link](#)), gdzie piszemy dlaczego powstrzymujemy się z istotną rewizją w górę prognozy wzrostu polskiego PKB i opisujemy główne czynniki ryzyka dla krajowej gospodarki. Wskazujemy powody oczekiwanego przez nas dalszego wzrostu inflacji i implikacji dla krajowej polityki pieniężnej. Prezentujemy też zaktualizowane prognozy kursowe.

## Wskaźniki PMI dla przemysłu przetwórczego, średnie kwartalne



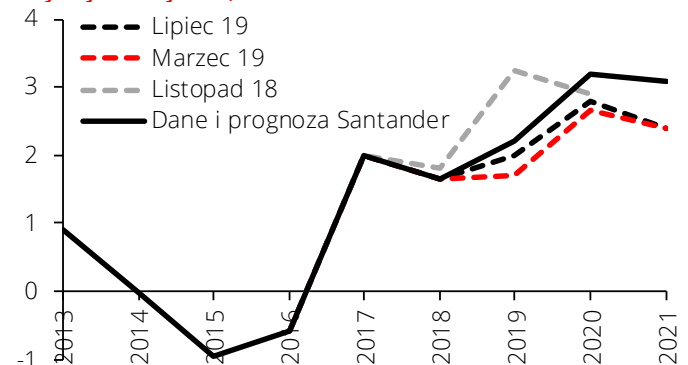
Źródło: Markit, Santander

## Zmiana liczby bezrobotnych, m/m, tys. osób



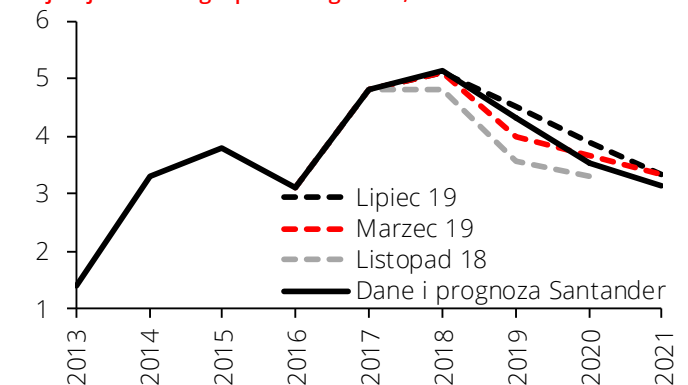
Źródło: GUS, Santander

## Projekcje inflacji NBP, %/r



Źródło: NBP, Santander

## Projekcje wzrostu gospodarczego NBP, %/r



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Impuls aprecjacyjny złotego do euro obserwowany od połowy maja stracił nieco na sile pomimo znacznego wzrostu na światowych giełdach i dalszego umocnienia krajowych obligacji. Złoty nie skorzystał z utrzymującego się apetytu na ryzykowne aktywa, co mogło wynikać z lekkiej aprecjacji dolara, słabszego od prognoz odczytu polskiego PMI czy wciąż gołębiej retoryki RPP mimo rosnącej inflacji. W efekcie, kurs EURPLN testował 4,24 – najniższy poziom od maja 2018 – ale nie zdołał utrzymać poniżej na dłużej. USDPLN odbił do 3,76 na początku tygodnia, a w piątek dotarł do 3,78 skutek spadku EURUSD. Kurs GBPPLN obniżył się dziewiąty tydzień z rzędu zbliżając się do 4,71, najniżej od końca 2018. CHFPLN poruszał się nieco powyżej 3,80.

**Rynek stopy procentowej** IRS oraz rentowności po krótkiej przerwie wznowiły ruch spadkowy. Polskie obligacje podążały za umacniającymi się Bundami i Treasuries, które korzystały z oczekiwań na kontynuację luźnej polityki pieniężnej w Europie i obniżek stóp w USA. Słabe dane z Niemiec (sprzedaż detaliczna, zamówienia przemysłowe) i USA (ISM i raport ADP) jak również nominacje na Lagarde na prezes EBC i zmiany w zarządzie Fed również zostały odebrane jako gołębie. W Polsce, IRS spadły mocniej niż rentowności prowadząc do lekkiego wzrostu spreadu asset swap. Spready 2-10 pozostały w trendach spadkowych w obu przypadkach.

### Kluczowe wydarzenia

Kalendarz publikacji danych z najbliższym tygodniem jest niezbyt obfity, więc uwaga rynku skupi się zapewne na tonie minutes FOMC oraz wypowiedziach członków FOMC. Prezes Powell wystąpi przed senacką Komisją Bankową.

W ostatnich tygodniach, rynek bardzo agresywnie zaczął wyceniać cięcia stóp Fed, ale po mocnych danych z rynku pracy USA nastąpiła już pewna korekta. Silny przyrost miejsc pracy poza rolnictwem może sprawić, że ton wypowiedzi członków FOMC nie będzie na tyle gołębi, aby uzasadnić oczekiwaną przez rynek obniżkę stóp już w lipcu.

Ważne dane opublikowane zostaną w Niemczech. Ostatnie indeksy PMI nie pokazały istotnej poprawy, a w tym tygodniu poznamy majowe eksport i produkcję przemysłową. Sprzedaż detaliczna oraz zamówienia przemysłowe (opublikowane ostatnio) rozczarowały.

W Polsce, odbędzie się aukcja zamiany obligacji.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Nie zakładamy, by impuls spadkowy EURPLN był kontynuowany i w wg nas niebawem rozpocząć się może realizacja zysków z ostatniego umocnienia złotego.

W mijającym tygodniu EURPLN nie zdołał pozostać poniżej 4,24 na dłużej mimo wyraźnego wzrostu na giełdach. Sugeruje to, że potrzebny może być nowy czynnik, który pchnąłby kurs jeszcze niżej, a jak na razie nie widzimy takiego na horyzoncie.

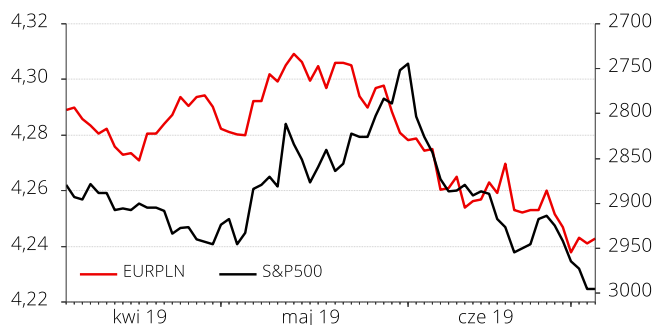
W naszej ocenie, ton minutes FOMC i członków Komitetu nie będą na tyle gołębie by uzasadnić oczekiwania rynku na lipcową obniżkę stóp. Jeśli ten scenariusz się zrealizuje, to dolar może jeszcze zyskać ciężąc walutom z rynków wschodzących.

Sądzymy, że w perspektywie miesiąca EURPLN mógłby wzrosnąć, ale nie sądzimy, by znacząco przekroczył 4,27.

**Rynek stopy procentowej** Obligacje Niemiec oraz USA wyglądają na wykupione i jesteśmy ostrożni jeśli chodzi o szanse na dalszy spadek ich rentowności. Odbicie po piątkowych danych z USA może być tylko początkiem dłuższego ruchu, który wzmocnić mogą wypowiedzi członków FOMC, które naszym zdaniem mogą nie być bardzo gołębie.

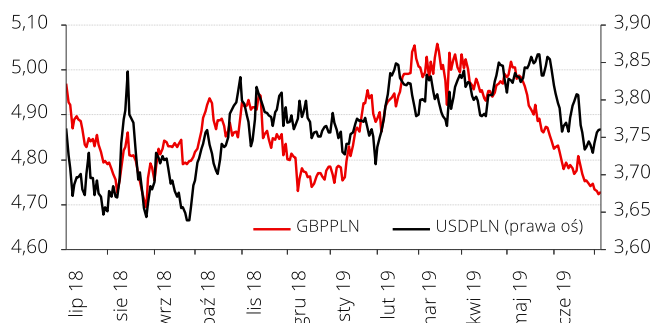
Ruch wzrostowy rentowności – który może trwać dłużej niż tydzień – w naszej ocenie byłby jednak tylko korektą, bowiem ogólnie ostatnie dane ze świata były raczej słabe i kolejne odczyty też takie mogą być.

### EURPLN i S&P500



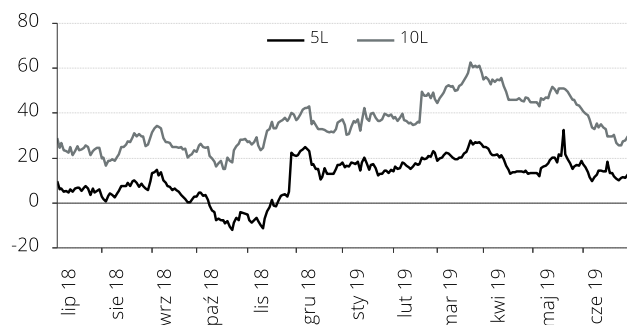
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### GBPPLN i USDPLN



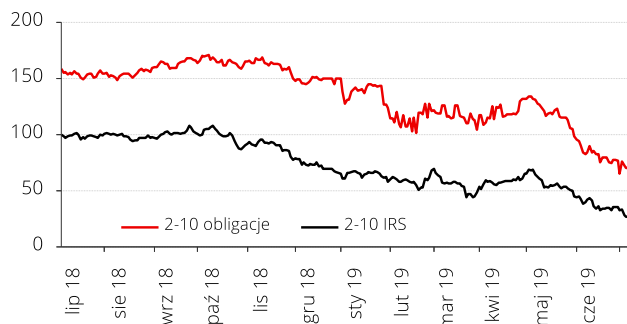
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

### Spready 2-10 (pb)



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (8 lipca)</b>							
08:00	DE	Eksport	V	% m/m	1,6	-	-3,4
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	0,5	-	-1,9
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	V	% r/r	1,0	-	3,3
<b>WTOREK (9 lipca)</b>							
09:00	HU	Inflacja	VI	% r/r	3,7	-	3,9
<b>ŚRODA (10 lipca)</b>							
20:00	US	Minutes FOMC					
<b>CZWARTEK (11 lipca)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	VI	% m/m	0,1	-	0,1
09:00	CZ	Inflacja	VI	% r/r	2,7	-	2,9
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja zamiany obligacji</b>					
14:30	US	Inflacja	VI	% m/m	0,0	-	0,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	222	-	221
<b>PIĄTEK (12 lipca)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	-0,1	-	-0,5

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl