

Dwutygodnik ekonomiczny

Nerwowe wakacje

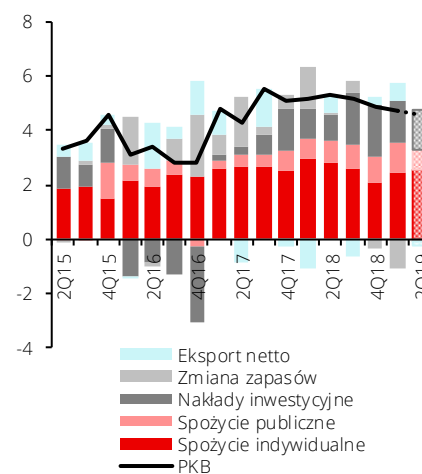
Kluczowe wydarzenia najbliższych dwóch tygodni

- Inwestorzy na świecie coraz bardziej obawiają się mocnego spowolnienia globalnej gospodarki, m.in. za sprawą możliwej dalszej eskalacji wojen handlowych i walutowych oraz napięć politycznych. Głębokie spadki rentowności obligacji w USA spowodowały inwersję krzywej rentowności w skali, która w ostatnich pięciu dekadach zawsze poprzedzała pojawienie się recesji w USA. Coraz więcej banków centralnych rozpoczyna łagodzenie polityki pieniężnej w skali większej od oczekiwań (w ostatnim tygodniu: Indie, Tajlandia, Nowa Zelandia).
- W najbliższych dwóch tygodniach pojawi się **dużo danych w USA i strefie euro**, które mogą weryfikować (w jedną lub drugą stronę) mocno już obecnie rozbudzone oczekiwania rynkowe dot. skali dalszej stymulacji monetarnej na świecie. W kalendarzu m.in. dane o europejskiej i amerykańskiej inflacji i produkcji, PKB strefy euro, wstępne indeksy PMI. Pojawiają się też minutes Fed z posiedzenia lipcowego, na którym pierwszy raz w tym cyklu obniżono stopy procentowe, a 22 sierpnia rozpoczyna się sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole.
- W kraju tuż przed długim weekendem **dane o bilansie płatniczym za czerwiec, pełne dane o lipcowej inflacji i wstępny odczyt PKB za II kwartał**. Statystyki handlu zagranicznego pokażą naszym zdaniem wyraźne spowolnienie eksportu i importu (podobnie jak w przypadku produkcji, czy sprzedaży wynikające m.in. z efektu kalendarzowego) i wciąż niemal zbilansowane saldo wymiany i nie powinny mieć znaczącego wpływu na rynek. Dane o inflacji potwierdzą zapewne mocny wzrost CPI do 2,9% r/r w lipcu, który tylko częściowo wynikał z wysokich cen żywności. Inflacja bazowa (publikacja w piątek) prawdopodobnie również wzrosła wyraźnie, do 2,1% r/r. Te informacje również są już praktycznie zdyskontowane przez rynek. Jeśli chodzi o tempo wzrostu PKB, spodziewamy się lekkiego spowolnienia do 4,5% r/r, co też nie będzie zaskoczeniem, ponieważ jest zgodne z konsensusem rynkowym. W kolejnym tygodniu poznamy pierwsze wskazówki nt. aktywności ekonomicznej w III kwartale: **płace i zatrudnienie, produkcję w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczną**. Nasze prognozy sugerują wyraźną poprawę wskaźników w stosunku do rozczarowujących odczytów czerwcowych i to akurat mogłoby mieć lekko pozytywny wpływ na walutę naszym zdaniem.
- W ostatnich dniach pojawiło się **kilka wypowiedzi gołębih członków RPP** (w tym prezesa Glapińskiego) nt. o możliwości obniżek stóp gdyby pogłębiało się spowolnienie w Europie. To zapewne odpowiedź na wcześniejsze wypowiedzi "jastrzębi" sugerujące pojawienie się wniosków o podwyżkę jeszcze przed końcem br. Niewykluczone, że takich sygnałów rozbieżnych poglądów z RPP zobaczymy niebawem więcej.

Wnioski rynkowe

- Złoty w ostatnim okresie radzi sobie nieco gorzej niż inne waluty regionu, być może pod wpływem niepewności związanej z implikacjami wyroku TSUE w sprawie kredytów frankowych. W najbliższym czasie widzimy nieco większą szansę na lekkie umocnienie niż dalsze osłabienie polskiej waluty, zakładając odbudowę globalnego apetytu na ryzyko i lekko pozytywny wpływ krajowych danych makro za lipiec (oraz sygnałów analizy technicznej).
- Krajowy rynek długu pozostanie przede wszystkim pod presją rynków bazowych, a tam na razie trudno przesądzić o rychłym zakończeniu spadkowego trendu rentowności. Odwrócić tendencję mogłyby wyraźne pozytywne zaskoczenia w danych makro, albo potwierdzenie pogłosek o planach Niemiec dot. ekspansji fiskalnej. Krajowe informacje pozostają raczej bez większego znaczenia dla rentowności.

Wzrost PKB i główne składowe, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

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

Ostatni tydzień w gospodarce

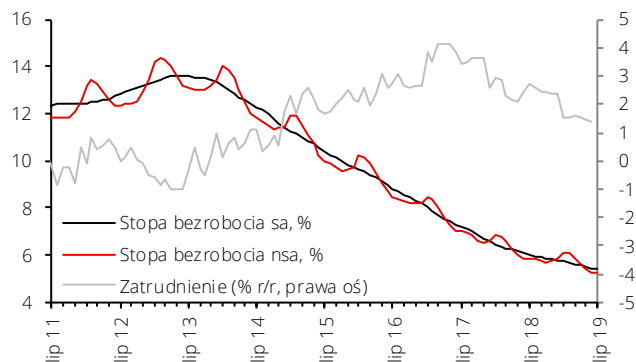
Ostatni tydzień był ubogi w ważne krajowe publikacje makro, ale pojawiło się kilka ciekawych wypowiedzi członków RPP, w szczególności prezesa Glapińskiego, który powiedział, że obniżki stóp są możliwe gdyby recesja w strefie euro przeniosła się na Polskę.

Ministerstwo Pracy podało, że **stopa bezrobocia rejestrowanego** obniżyła się w lipcu do 5,2% z 5,3% w czerwcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Spodziewamy się, że dane GUS będą zgodne z szacunkiem ministerstwa. Naszym zdaniem stopa bezrobocia będzie dalej spadać w kolejnych miesiącach, przy czym tempo tego spadku spowalnia. Wynikające z danych o bezrobociu liczby dotyczące zatrudnienia pokazują dalsze spowolnienie wzrostu – do 1,4% r/r w czerwcu.

Ankieta kredytowa NBP pokazała, że w III kw. banki planują zaostreżenie polityki kredytowej dla firm i gospodarstw domowych. Sektor bankowy oczekuje również wzrostu popytu gospodarstw domowych na kredyt, przy braku zmian w przypadku firm. W II kw. 2019 banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych ze względu na wzrost udziału kredytów zagrożonych w portfelu oraz oczekiwania co do przyszłej sytuacji gospodarczej. Nieznacznie zaostrozono również kryteria dla firm, głównie w odniesieniu do kredytów długoterminowych oraz warunki udzielania kredytów mieszkaniowych (wzrost marż i kosztów pozaodsetkowych).

Prezes NBP Adam Glapiński napisał w miesięczniku „Bank”, że spodziewa się obniżenia luki popytowej i inflacji bazowej w 2021, co będzie sprzyjało stabilizacji stóp procentowych. Jednak w przypadku materializacji negatywnego scenariusza w strefie euro, **NBP może zastanowić się nad łagodzeniem polityki. Zdaniem Glapińskiego**, ryzyko dla wzrostu gospodarczego jest asymetryczne w dół. Eryk Łon z RPP zasugerował z kolei rozszerzenie instrumentarium NBP o instrumenty kojarzone z programem QE, np. zakup akcji czy obligacji korporacyjnych. Jego zdaniem takie działanie byłoby pożądane podczas globalnej recesji. Inny gołębi bankier centralny, **Jerzy Żyżyński**, również poparł podobne rozwiązania. Żyżyński wykluczył możliwość podwyższania stóp i stwierdził, że w odpowiedzi na słabszy globalny wzrost należy rozważyć obniżki stóp. Członek RPP sugerował też złagodzenie kryteriów kapitałowych dla banków. **Grażyna Ancyparowicz** również powiedziała, że polskie banki zmagają się z nadmiernymi obciążeniami regulacyjnymi i warto rozważyć ich złagodzenie. Co ciekawe, gołębie skrzydło RPP wzmacnia swoje przesłanie akurat w momencie, gdy jastrzębie dostali do ręki nowe argumenty w postaci wyższego CPI. Podział w ramach RPP wydaje się być coraz bardziej widoczny. Naszym zdaniem obawy o kondycję sektora bankowego pozostają jednym z czynników, który będzie wstrzymywał RPP przed rozważaniem obniżek stóp procentowych.

Bezrobocie i zatrudnienie



Źródło: GUS, Ministerstwo Pracy, Santander

Cytat tygodnia:

Adam Glapiński, NBP President, Bank, 09/08/2019: Jednak w 2021 r. zacznie się ona [inflacja bazowa] już obniżać, podobnie jak i luka popytowa. Gdyby ten scenariusz bazowy miał się zrealizować, nie będzie potrzeby dostosowywania parametrów polityki pieniężnej, gdyż inflacja pozostanie zgodna z celem NBP (...). Pamiętajmy jednak o ryzyku wynikającym z niedobrych perspektyw gospodarczych w strefie euro. Gdyby negatywny scenariusz się zrealizował i koniunktura w Polsce silnie by się osłabiła, to nie jest wykluczone, że będziemy myśleć raczej o luzowaniu polityki pieniężnej NBP, a nie jej zaostreżeniu.

Eryk Łon, MPC member, PAP, 05/08/2019: Warto poszerzyć instrumentarium polskiej polityki pieniężnej. "Nie będę ukrywał, że może do tego dojść zwłaszcza w przypadku pojawienia się tendencji recesyjnych w światowej gospodarce. Oby do recesji nie doszło - tego życzę mieszkańcom Ziemi, a przede wszystkim mojej ziemskiej ojczyźnie Polsce. Natomiast trzeba jednak pamiętać, że wszystko jest możliwe i trzeba być starannie przygotowanym do zareagowania w przypadku pojawienia się różnych scenariuszy. O jednym z najbardziej dramatycznych wspomina 5 przepowiednia św. Bernadety Soubirous

Jerzy Żyżyński, MPC member, PAP, 08/08/2019: Najbardziej prawdopodobna jest więc, w perspektywie ostatniej projekcji, stabilizacja stóp procentowych lub ich ewentualna obniżka. Wykluczam możliwość podwyżki stóp procentowych. Już wcześniej chętnie postulowałbym obniżkę stóp procentowych, ale w systemie mamy banki, które są w trudniejszej sytuacji i mogłyby one nie przetrwać mocniejszej obniżki stóp, powiedzmy większej niż 50 pb. Z tego punktu widzenia warto utrzymywać stopy proc. bez zmian. Można natomiast rozważyć scenariusz rozluźnienia wymogów kapitałowych dla banków, na przykład z tytułu ekspozycji na ryzyko, przy jednoczesnym bodźcu stymulującym wzrost akcji kredytowej poprzez obniżkę stóp. Nie jest wykluczone, że to właśnie byłoby najbardziej optymalne wyjście.

Grażyna Ancyparowicz, MPC member, Bloomberg, 06/08/2019: Polskie banki już mają problemy z uwagi na duże obciążenia regulacyjne. Powinniśmy być bardzo ostrożni i wystrzegać się nakładania dalszych obostrzeń lub możliwie poluzować niektóre z nich, by nie dopuścić do zniszczenia sektora bankowego.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN wzrósł drugi tydzień z rzędu i przebił 4,32 (najwyższy poziom od lutego) kontynuując ruch w górę zainicjowany po rozczarowaniu rynku decyzjami EBC oraz Fed. Nasilenie napięcia na linii USA-Chiny nie pomogło i większość głównych walut z rynków wschodzących też straciła do euro oraz dolara. Wydaje się, że to gołębie wypowiedzi członków RPP jakie pojawiły się w zeszłym tygodniu spowodowały, że złoty stracił w ostatnich dniach do forinta czy czeskiej korony. USDPLN obniżył się do 3,85 z 3,90 (najwyższego poziomu od kwietnia 2017), CHFPLN wahał się wokół 3,95, a GBPPLN w pobliżu 4,68.

Rynek stopy procentowej Rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji zbliżyły się do, ale pozostały powyżej swoich wielomiesięcznych minimów podczas gdy odpowiednie stawki IRS wznowiły trend spadkowy, co doprowadziło do lekkiego rozszerzenia spreadów asset swap. 10-letni spread rentowności PL-DE wahał się wokół ok 260 pb, a PL-US wzrósł chwilowo do 35 pb.

Na czwartkowej aukcji zamiany, Ministerstwo Finansów sprzedało dług za 5,6 mld zł. Według resortu, tegorocznej potrzeby pożyczkowe brutto są obecnie pokryte w 84% (zakładając wykonanie ustawy budżetowej).

Kluczowe wydarzenia

W najbliższych dwóch tygodniach, w Polsce opublikowane zostaną dane o PKB za II kw. (wstępny odczyt), finalna lipcowa inflacja oraz sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa. Nasza prognoza zakłada jedynie nieznaczne spowolnienie dynamiki PKB oraz poprawę w miesięcznych odczytach po słabych wynikach w czerwcu.

Za granicą, poznamy dużo danych z USA, a w strefie euro opublikowane zostaną wstępne PMI za sierpień. Według nas, dane z USA mogą być ważniejsze dla rynku.

Wpływ na rynek

Rynek FX Sądzymy, że potencjał do dalszej deprecjacji złotego jest w krótkim terminie ograniczony i druga połowa sierpnia może być lepsza dla krajowej waluty niż pierwsza.

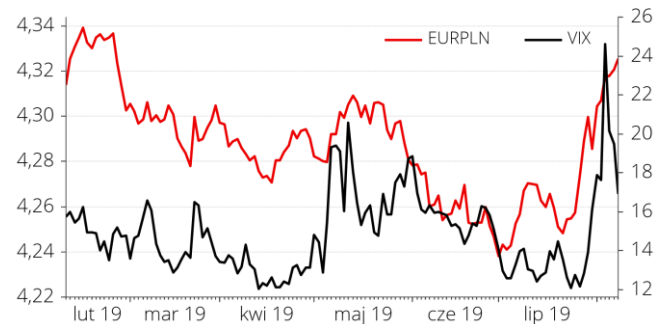
Inwestorzy byli rozczarowani wynikami lipcowych posiedzeń EBC i Fed, ale intensyfikacja wojny handlowej i obniżki stóp przez banki centralne w Azji sprawiły, że rynek ponownie zaczął wyceniać rychłe poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro i USA. Jeśli trend ten będzie się nasilał, wtedy ryzykowne aktywa – w tym złoty – mogą zyskać.

Po długim weekendzie w połowie sierpnia poznamy ważne dane z kraju. Lipcowe sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa powinny pokazać poprawę po słabym czerwcu, a nasza prognoza tej drugiej jest powyżej konsensusu. Solidne dane makro, razem z wysokim odczytem inflacji i tylko lekkim spowolnieniem PKB, powinny być pozytywne dla złotego. Przed tymi odczytami, nie oczekujemy by EURPLN wzrósł powyżej 4,35.

Rynek stopy procentowej Przez większą część mijającego tygodnia, na rynkach bazowych rentowności spadały i 10-letni Bund osiągnął nowy rekordowo niski poziom na ok. -0,60%, a Treasuries znalazł się najniżej od końca 2016 na ok. 1,70%. Pod koniec tygodnia miała miejsce korekta wywołana niezbyt udaną aukcją obligacji w USA, dobrymi danymi z rynku amerykańskiego pracy i doniesieniami mediów, że Niemcy mogą odejść od polityki zbilansowanego budżetu (zostało to szybko zdementowane).

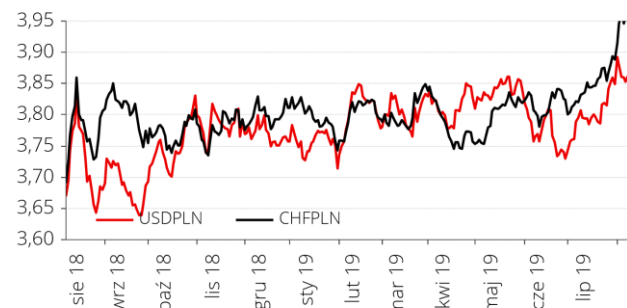
Sądzymy, że rynki bazowe – będące kluczowe dla polskich obligacji – w najbliższych tygodniach będą bardzo wrażliwe na publikowane dane. W drugiej połowie sierpnia, poznamy wstępne PMI i dużo odczytów z USA. Wydaje się, że jest niewielka szansa, by EBC nie poluzował polityki pieniężnej po wakacjach, ale jeśli dane z USA będą niezłe, wtedy rynek może zacząć wycofywać się ze swojej agresywnej wyceny skali cięć stóp przez Fed. W takim scenariuszu, polskie rentowności i IRS mogą rosnąć.

EURPLN i VIX



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stawki IRS dla PLN (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 2-10L (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (12 sierpnia)						
09:00	CZ	Inflacja	VII	% r/r	2,7	- 2,7
WTOREK (13 sierpnia)						
08:00	DE	Inflacja HICP	VII	% m/m	0,4	- 0,4
11:00	DE	ZEW	VIII	pkt	-3,7	- -1,1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VI	mln €	-75	-62 1 006
14:00	PL	Eksport	VI	mln €	18 470	18 050 19 703
14:00	PL	Import	VI	mln €	18 620	18 264 19 607
14:30	US	Inflacja	VII	% m/m	0,3	- 0,1
ŚRODA (14 sierpnia)						
08:00	DE	PKB	II kw.	% r/r	0,2	- 0,7
09:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	2,6	- 2,8
09:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	4,5	- 5,3
10:00	PL	Inflacja	VII	% r/r	2,9	2,9 2,6
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	4,5	4,5 4,7
11:00	EZ	PKB	II kw.	% r/r	1,1	- 1,1
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	-1,0	- 0,9
CZWARTEK (15 sierpnia)						
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	10 sie	tys.	215	- 209
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,2	- 0,4
14:30	US	Indeks Philly Fed	VIII	pkt	10,0	- 21,8
15:15	US	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,3	- 0,0
PIĄTEK (16 sierpnia)						
14:00	PL	Inflacja bazowa	VII	% r/r	2,1	2,1 1,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VII	% m/m	0,6	- -0,9
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	VIII	pkt	97,1	- 98,4
PONIEDZIAŁEK (19 sierpnia)						
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	-	- 1,1
WTOREK (20 sierpnia)						
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	-	2,7 2,8
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	VII	% r/r	-	7,2 5,3
ŚRODA (21 sierpnia)						
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	-	8,0 -2,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	VII	% r/r	-	5,3 -0,7
10:00	PL	PPI	VII	% r/r	-	0,4 0,6
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	% m/m	1,3	- -1,7
20:00	US	Minutes FOMC				
CZWARTEK (22 sierpnia)						
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	VIII	pkt	-	- 43,2
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	VIII	pkt	55,4	- 54,5
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	VIII	pkt	-	- 46,5
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	VIII	pkt	53,3	- 53,2
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	6,2	5,8 3,7
11:00	PL	Aukcja obligacji				
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	9,5	9,9 9,3
PIĄTEK (23 sierpnia)						
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	% m/m	0,0	- 7,0

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 nieprawdliwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swaich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

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