

Tygodnik ekonomiczny

Zmienność nie odpuści

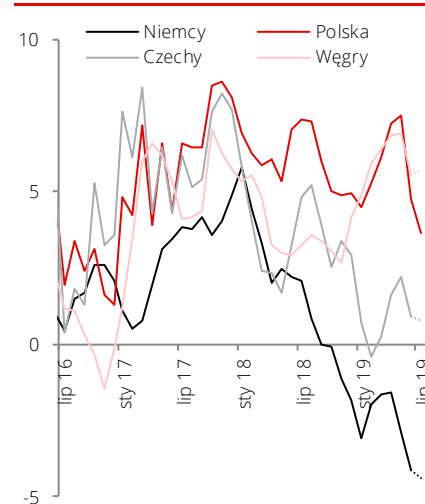
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Wakacje się kończą, na rynkach niebawem wzrośnie płynność... ale nie musi to oznaczać końca podwyższonej zmienności i rozchwiania nastrojów. Obawy o perspektywę światowej gospodarki wciąż pozostają kluczowym czynnikiem wpływającym na zachowanie rynków aktywów. Na to nakładają się dodatkowo czynniki geopolityczne.
- Na pierwszym planie w najbliższym tygodniu będą **publikacje danych w USA**: indeksy aktywności ekonomicznej (ISM, zamówienia) oraz dane o zatrudnieniu (NFP), a także wypowiedzi przedstawicieli Fed. Ostatnie publikacje wzmagały obawy o spowolnienie gospodarcze i jeśli teraz nie pojawią się symptomy poprawy, awersja do ryzyka mogłaby przybrać na sile.
- W Polsce poznamy **sierpniowy indeks PMI**, który wg naszych prognoz i konsensusu lekko odbije w górę, pozostając jednak wyraźnie poniżej 50 pkt. Warto pamiętać, że PMI w ostatnim okresie niezbyt dobrze przewiduje tendencje w krajowym przemyśle.
- W kalendarzu jest też kilka **posiedzeń banków centralnych** (Australia, Kanada, Szwecja, Chile, Rosja), z czego przynajmniej dwa ostatnie obniżą stopy wpisując się w globalną falę łagodzenia polityki pieniężnej.
- W najbliższy wtorek **brytyjski parlament wraca z wakacji**, ale tylko na krótko, bo już tydzień później jego prace ponownie mają być zawieszane na wniosek premiera, co ma uniemożliwić posłom zablokowanie 'twardego Brexitu'. W ciągu tych kilku dni obrad sporo się może wydarzyć, włącznie z wnioskiem o wotum nieufności dla rządu, więc dla brytyjskiego funta to może być bardzo ciekawy okres.
- W kraju niewykluczone, że **poznamy nazwisko nowego ministra finansów** po tym jak Sejm wybrał Mariana Banasia na nowego prezesa NIK. W mediach pojawiają się nazwiska trzech kandydatów: Tadeusz Kościński, Leszek Skiba, albo Mateusz Morawiecki. Naszym zdaniem dla rynku ta decyzja nie będzie miała znaczenia. Projekt budżetu na 2020 r. już znamy (nasza analiza [tutaj](#)), a kluczowe decyzje dot. polityki gospodarczej podejmowane są raczej gdzieś indziej niż w MF.

Wnioski rynkowe

- Osłabienie PLN nieco przyhamowało i naszym zdaniem w najbliższych dniach EURPLN nie powinien trwale przebić 4,40. Decydujący będzie jednak ogólny nastrój globalny i apetyt na ryzyko. Rentowności obligacji są na rekordowo niskich poziomach i trwale odwrócenie trendu raczej zbyt szybko nam nie grozi. Niemniej, krótkoterminowa korekta w górę rentowności jest możliwa jeśli publikacje danych za granicą nie rozczarują po raz kolejny.

Prod. przemysłowa, 3M śr. ruchoma, % r/r



Źródło: Bloomberg, 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
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Ostatni tydzień w gospodarce

Ostatni tydzień obfitował w ważne dane makro: strukturę wzrostu PKB, która objaśnia z czego wzięło się spowolnienie PKB w II kw. 2019, wstępny CPI za sierpień, pokazujący lekki spadek inflacji oraz projekt budżetu na 2020 r. z pierwszym w historii zerowym deficytem.

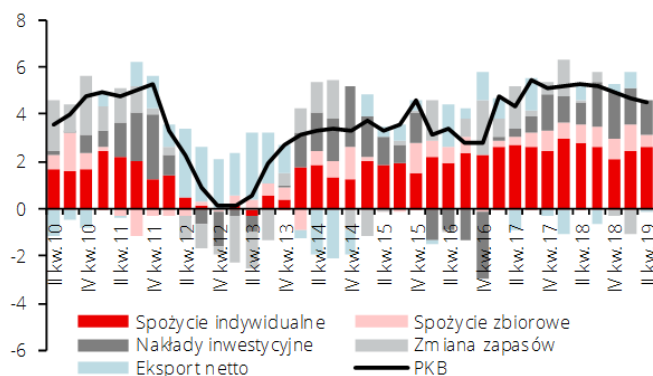
Wzrost PKB w II kw. 2019 wyniósł 4,5% r/r, nieco powyżej wstępnego szacunku 4,4%. Główne składowe wzrostu były w zasadzie zgodne z naszymi oczekiwaniami – wzrost konsumpcji prywatnej przyspieszył do 4,4% r/r (z 3,9% w I kw.), inwestycje spowolniły do 9% r/r (z 12,6%). Główna różnica wobec naszych założeń polegała na tym, że istotnym czynnikiem spowalniającym wzrost PKB okazał się mniejszy wkład eksportu netto (zero wobec +0,7 pkt. proc. w I kw.). W sumie, dane nie zmieniają naszych oczekiwań dot. dalszych perspektyw polskiej gospodarki. W kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego delikatnego spowolnienia wzrostu PKB – do ok. 4,0% r/r w IV kw. i średnio ok. 4,3% w całym roku 2019. Wprawdzie dynamika konsumpcji wzrosła jeszcze do ok. 5% r/r, wspierana dopalaczem fiskalnym, ale inwestycje będą kontynuować spowolnienie, a wkład eksportu netto jeszcze się pogorszy. Jeśli chodzi o 2020, podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB o 3,6% - słaba koniunktura globalna będzie wywierać negatywne piętno na popycie zagranicznym, impuls fiskalny dla konsumpcji będzie wygasać (w II półroczu), a dynamika inwestycji zapewne jeszcze trochę osłabnie po tym jak w tym roku absorbcja środków UE przeszła przez szczyt cyklu.

Wstępny szacunek sierpniowej inflacji pokazał spadek z 2,9% r/r do 2,8%, zgodnie z konsensusem rynkowym i naszą prognozą. Szacujemy, że inflacja bazowa również nieco zelżała, z 2,2% r/r do 2,1% (ewentualnie do 2,0% choć to mniej prawdopodobne). W sierpniu inflacja zmagala się z ujemnym efektem bazy – dlatego jej spadek nie oznacza, że zmniejszyła się presja inflacyjna. W IV kw. dynamika CPI według nas przebiega powyżej 3% r/r, potencjalnie dojdzie nawet do 3,5% - formalnej górnej granicy tolerowanych przez RPP odchyżeń od celu. Inflacja bazowa może zakończyć rok w przedziale 2,5-3% r/r. Ceny żywności spadły o 0,3% m/m, co i tak jest dość wysokim odczytem, najwyższym dla tego miesiąca od 2006 r. Narastanie inflacji w tym roku opiera się na wzroście cen usług jak również na rosnących cenach żywności z uwagi na czynniki pogodowe i globalne (ASF). Nie wydaje nam się, żeby sierpniowy odczyt inflacji odbił się na retoryce RPP.

Na 2020 r. rząd zaplanował **zerowy deficyt budżetu centralnego**. Było to możliwe dzięki wzrostowi niektórych podatków i danin oraz dużym wpływom jednorazowym, ale także dzięki ograniczonemu wzrostowi wydatków, zgodnemu ze Stabilizującą Regułą Wydatkową. Brak deficytu to dobra wiadomość dla rynku, sugerująca niską podaż obligacji skarbowych i potwierdzająca fiskalną odpowiedzialność rządu. Warto jednak zauważyć, że część poprawy parametrów fiskalnych wynika z czynników jednorazowych a ogólny kierunek zmian struktury wydatkowej może budzić pewne wątpliwości, gdyż generuje tymczasowe ożywienie konsumpcji kosztem stałego obciążenia wydatkami. Ponadto, znaczna część założonych nowych dochodów budżetowych nie doczekała się jeszcze zakończenia procesu legislacyjnego. Istotnym ryzykiem dla polskich finansów pozostaje głębsze spowolnienie gospodarcze, zwłaszcza że zaplanowane dochody podatkowe i tak wydają się dość ambitne. Tymczasem, rosnąca presja kosztowa na firmy i ograniczanie innych wydatków niż społeczne może mieć negatywny wpływ na długookresowy potencjał wzrostu gospodarczego i odporność na globalne szoki gospodarcze. Więcej na ten temat napisaliśmy w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

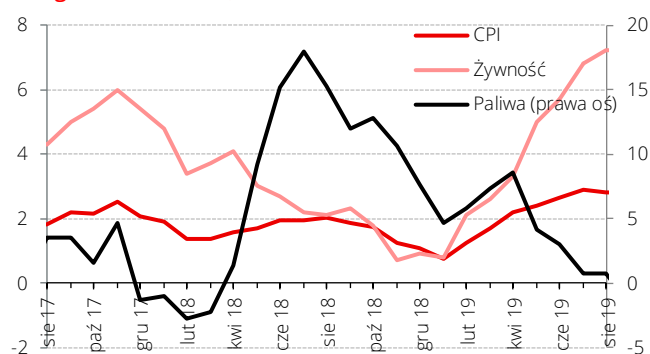
Po lipcu budżet centralny pokazał deficyt 4,8 mld zł, czyli nieznacznie mniejszy niż po czerwcu (5,0 mld zł). Poprawa salda budżetowego wynikała przede wszystkim z wysokiego wzrostu dochodów podatkowych – wpływ z VAT wzrosł w lipcu o 27% r/r z CIT o 29,2% r/r a z PIT o 23,3% r/r. Tak wysokie wyniki to częściowo wynik niskiej bazy z lipca 2018, choć w ostatnich miesiącach dochody z PIT wyraźnie nabrały rozpędu. Z kolei wydatki obniżyły się o 10% r/r, na co złożyła się wysoka baza z lipca 2018 w kosztach obsługi długu (Ministerstwo przeprowadziło wówczas operację swapowe) i niska dynamika dotacji do FUS (bliska zera). Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach wpływy podatkowe będą rosły w solidnym tempie (choć dochody z PIT będą pod wpływem obniżki stawek), a wydatki będą pod kontrolą, rok zamknie się zatem deficytem w okolicy 12 mld zł.

Struktura wzrostu PKB, % r/r



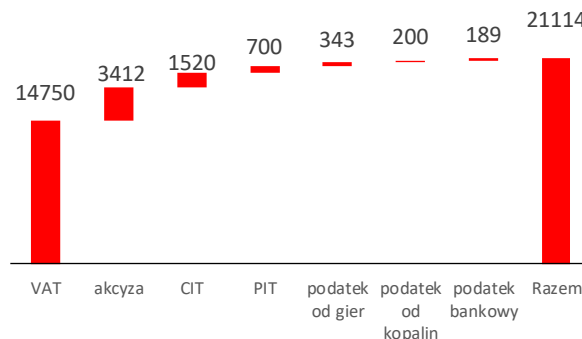
Źródło: GUS, Santander

CPI i główne składowe, % r/r



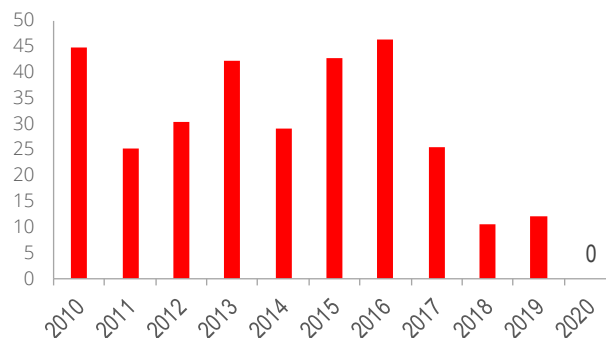
Źródło: GUS, Santander

Dekompozycja wzrostu dochodów podatkowych w 2020, mld zł



Źródło: GUS, Santander

Deficyt budżetu centralnego, mld zł, w 2019 nasza prognoza, w 2020 projekt budżetu



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX EURPLN pozostał na podwyższonym poziomie osiągniętym w poprzednim tygodniu, na nieco poniżej 4,40. Presja na walutach z rynków wschodzących utrzymywała się, ale globalny nastrój poprawił się (światowe indeksy giełdowe wzrosły) wskutek spadku napięcia w wojnie handlowej. Dolar zyskał na globalnym rynku i kurs USDPLN wzrósł trzeci tydzień z rzędu osiągając ok. 3,98 (najwyżej od kwietnia 2017). GBPPLN też zanotował ruch w górę, ale w wolniejszym tempie niż w poprzednich tygodniach, bowiem funt stracił pod wpływem wzrostu obaw o „twardy Brexit”.

Na innych rynkach CEE, warto odnotować wzrost EURHUF powyżej 331, do nowego historycznego maksimum.

Rynek stopy procentowej Informacja o planowanym zerowym deficycie budżetu centralnego w 2020 umocniła polskie obligacje w pierwszej części tygodnia. W kolejnych dniach rentowności odbiły i zakończyły tydzień blisko poziomów z poprzedniego piątku. 5- i 10-letni IRS spadły nieznacznie w tygodniowym rozrachunku. Spready 2-10 nieco spadły, 10-letni spread asset swap nie uległ dużym zmianom, a 10-letni spread do Bunda pozostał w okolicy 250-260 pb.

Kluczowe wydarzenia

Kończą się wakacje i po poniedziałkowym dniu wolnym w USA czekamy na powrót płynności i aktywności inwestorów do normy. Poznamy dane z USA, które w ostatnim czasie były raczej słabe, wypowiadać się także będzie kilku głosujących członków FOMC.

Wydarzeniem tygodnia mogą być miesięczne dane z rynku pracy USA i odczyty indeksów ISM. Zarówno wskaźnik usługowy jak i przemysłowy mocno spadły ostatnio, podczas gdy wstępne odczyty PMI dla przemysłu strefy euro i Niemiec zanotowały w sierpniu lekkie odbicie. Rynek oczekuje poprawy indeksu ISM dla przemysłu i dalszego spadku dla usług.

Miesięczna zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA była w ostatnich miesiącach przeważnie poniżej swojej 12-miesięcznej średniej.

W Polsce, ogłoszony może zostać nowy minister finansów, ale będzie to wydarzenie raczej neutralne dla rynku.

Wpływ na rynek

Rynek FX Deprecjacja złotego do euro zatrzymała się i zakładamy, że EURPLN nie wzrośnie na trwałe powyżej 4,40 w najbliższych dniach. W naszej ocenie kluczowe dla realizacji tego scenariusza będą dane z USA i zmiany nastroju na rynkach wschodzących.

Indeks dolara przebił lokalne maksimum i amerykańska waluta mogłaby jeszcze zyskać, jeśli dane z USA zaskoczą na plus, co miałyby negatywny wpływ na waluty z rynków wschodzących.

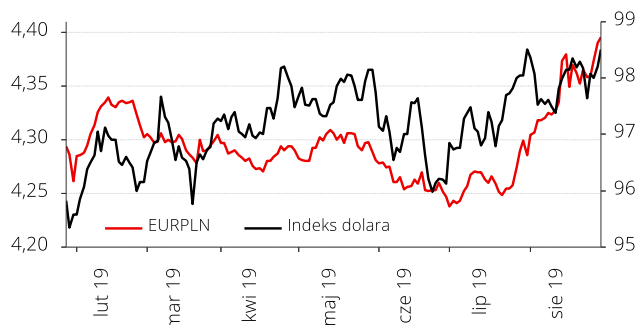
Niemal wszystkie główne waluty z rynków wschodzących osłabiły się w mijającym tygodniu do dolara, a argentyńskie peso było liderem zniżek. Zakładamy, że USDARS nie wznowi impulsu wzrostowego rozpoczętego w pierwszej części sierpnia, a bank centralny Argentyny może próbować interweniować by uspokoić rynek.

Rynek stopy procentowej Zakładamy, że rentowności polskich obligacji oraz stawki IRS mogą w najbliższych tygodniach pozostać na niskim poziomie. Wciąż przyzwoity wzrost PKB ogranicza i tak niskie ryzyko kredytowe, a plan zbilansowanego budżetu centralnego powinien ograniczyć potencjał ewentualnych wzrostów rentowności.

W zeszłym tygodniu obserwowaliśmy jednak jedynie umiarkowane spadki rentowności na skutek pozytywnych czynników krajowych i uważamy, że rentowności mogą teraz wzrosnąć, choć raczej w ograniczonej skali.

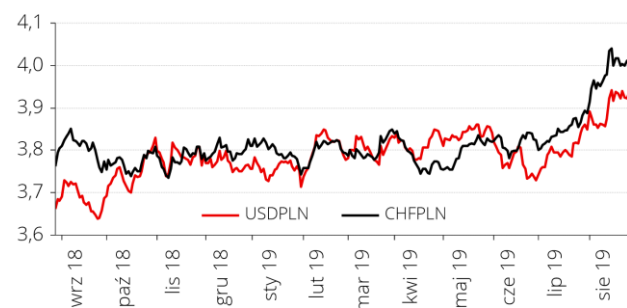
10-letni spread rentowności Polska-Niemcy jest bardzo blisko dolnego ograniczenia przedziału 250-300 pb, w którym porusza się od połowy 2017 i oczekujemy, że może wzrosnąć w krótkiej perspektywie.

EURPLN i indeks dolara



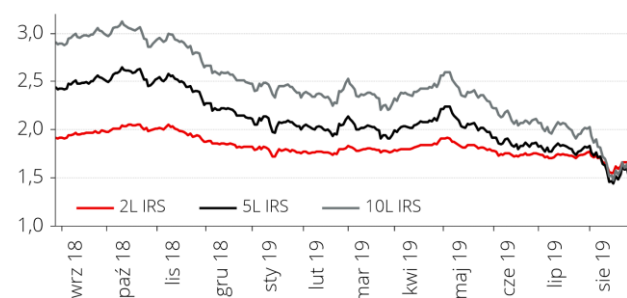
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



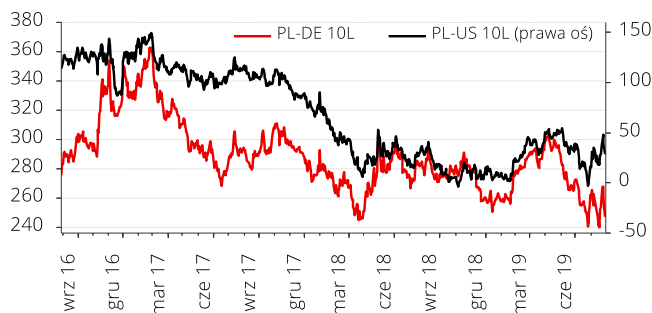
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stawki IRS dla PLN (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

10-letnie spready PL-DE i PL-US



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (2 września)							
	US	dzień wolny					
09:00	PL	PMI przemysł	VIII	pkt	47,7	47,6	47,4
09:55	DE	PMI przemysł	VIII	pkt	43,6	-	43,6
10:00	EZ	PMI przemysł	VIII	pkt	47,0	-	47,0
WTOREK (3 września)							
16:00	US	ISM przemysł	VIII	pkt	51,5	-	51,2
ŚRODA (4 września)							
03:45	CN	PMI usługi	VIII	pkt	51,7	-	51,6
09:55	DE	PMI usługi	VIII	pkt	54,4	-	54,4
10:00	EZ	PMI usługi	VIII	pkt	53,4	-	53,4
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	-0,5	-	1,1
CZWARTEK (5 września)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-1,4	-	2,5
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	143	-	155
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	214	-	215
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	VII	% m/m	0,0	-	2,1
16:00	US	ISM usługi	VIII	pkt	53,6	-	53,7
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	0,8	-	0,6
PIĄTEK (6 września)							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,4	-	-1,5
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	2,9	-	-3,8
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	6,9	-	4,1
11:00	EZ	PKB SA	II kw.	% r/r	1,1	-	1,1
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	VIII	tys.	165	-	164
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	3,7	-	3,7

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 obowiązują 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