

Tygodnik ekonomiczny

EBC kontra oczekiwania rynku

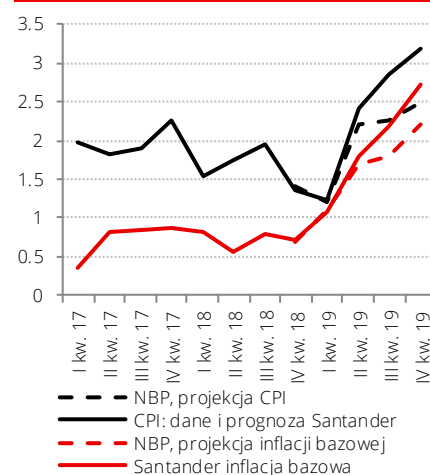
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- EBC zapewne poluzuje w tym tygodniu politykę pieniężną. Po sierpniowej wypowiedzi Olli Rehna o tym, że bank jest gotowy ogłosić działania przekraczające oczekiwania rynku pojawiły się mniej entuzjastyczne wypowiedzi innych członków EBC. W efekcie, sądzimy, że wynik posiedzenia banku centralnego może nie być tak gołębi jak oczekuje rynek.
- Spośród globalnych danych, sądzimy że kluczowe mogą być amerykańska inflacja (szczególnie inflacja bazowa) oraz sprzedaż detaliczna, bowiem mogą wpłynąć na nastawienie Fed odnośnie ewentualnych kolejnych obniżek stóp.
- RPP spotyka się po sierpniowej przerwie. Jeśli chodzi o CPI, to ostatnie posiedzenie odbywało się kiedy znany był tylko wstępny szacunek czerwcowej inflacji (2,6% r/r wobec konsensusu 2,4%). Teraz Rada pochyli się nad kolejnym znacznym (0,3 pkt. proc) zaskoczeniem lipcowym (2,9% r/r) i sierpniową korektą (2,8% r/r). Inflacja jest obecnie powyżej ścieżki z lipcowej projekcji NBP – średnia na II kw. wyniosła 2,4% r/r wobec projekcji 2,2%, a średnia za III kw. może wynieść 2,8-2,9% wobec 2,2-2,3% prognozowanych przez bank centralny. Inflacja bazowa również jest wyraźnie powyżej szacunków NBP. Nie sądzimy jednak, by retoryka RPP stała się przez to jastrzębia. Niepewność dotycząca globalnego wzrostu i luzowanie polityki pieniężnej na świecie daje Radzie argument za kontynuacją wyczekującego nastawienia i utrzymaniem stóp bez zmian przez dłuższy czas. W tym miesiącu prezes Adam Glapiński będzie miał dodatkowe zadanie – umniejszyć znaczenie lipcowego wniosku o podwyżkę stóp o 25 pb (teraz możliwy jest kolejny taki wniosek). Może on nawet nieco złagodzić swoje nastawienie i przeznaczyć więcej miejsca na rozważanie obniżek stóp by nieco przesłonić głosowany wniosek o podwyżkę. W dalszym ciągu oczekujemy stabilnych stóp w tym i przyszłym roku.
- Wrześniowe posiedzenie RPP będzie szczególne, bowiem Rada zdecyduje czy wprowadzić zmiany do założeń polityki pieniężnej (dokument będzie opublikowany w późniejszym terminie). Członek RPP Jerzy Żyżyński ujawnił, że w lipcu odbyła się ożywiona dyskusja nt. modyfikacji reguły przekazywania zysku NBP do budżetu centralnego, która zwiększyłaby ten transfer kosztem rezerw na ryzyko walutowe.
- W tym tygodniu poznamy krajowe dane o sierpniowej inflacji, lipcowym saldzie obrotów bieżących (który pokaże czy eksport jest nadal w dobrej formie mimo spowolnienia w Niemczech) oraz popycie na pracę w II kw. (w I kw. widać było pewne osłabienie popytu).

Wnioski rynkowe

- Jeśli wynik posiedzenia EBC faktycznie nie będzie tak gołębi jak oczekuje rynek, to wskutek przejściowego rozczarowania rentowności w kraju i za granicą mogą wzrosnąć. Jednocześnie, spodziewamy się, że złoty może pozostać mocny lub jeszcze nieco zyskać.

Lipcowa projekcja NBP, % r/r



Źródło: NBP, 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 Luziński 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

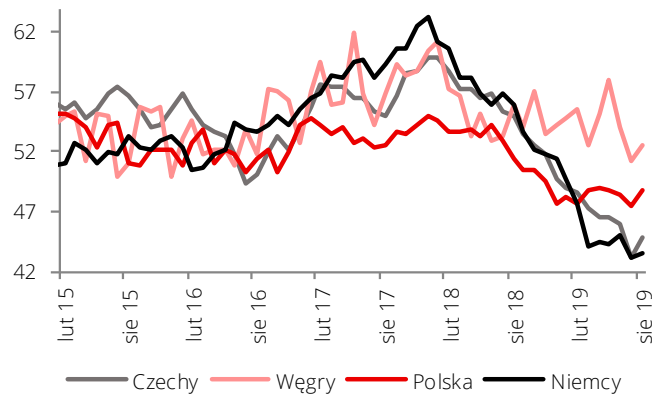
W minionych dniach opublikowano sierpniowe indeksy PMI. Odczyty z regionu CEE wwały nieco nadziei, że sytuacja w Europie zacznie się w końcu poprawiać. Oprócz tego, przedstawiciele dwóch agencji ratingowych wyrazili ostrożność jeśli chodzi o planowany przez rząd zerowy deficyt centralny w 2020 r. Członek RPP Jerzy Kropiwnicki powiedział, że jego zdaniem bardziej prawdopodobne są podwyżki stóp niż obniżki, a szef PFR Paweł Borys obawia się, że wyrok TSUE ws. kredytów walutowych mógłby wywołać w Polsce kryzys gospodarczy.

Polski indeks PMI dla przemysłu wzrósł w sierpniu do 48,8 pkt, najwyżej od maja i ok. 1 pkt. powyżej oczekiwań naszych i rynku. Indeks pozostał poniżej granicy 50 pkt, co oznacza, że aktywność ekonomiczna wciąż się kurczy, choć w wolniejszym tempie. Według danych, nowe zamówienia oraz produkcja spadały w sierpniu najwolniej od maja. Firmy wskazały, że zatrudnienie nieco spadło, wolne moce produkcyjne wzrosły, a presja kosztowa była słaba. Warto zaznaczyć, i co widać na wykresie obok, że w ostatnich latach PMI nie zawsze był dobrym wskaźnikiem tendencji w przemyśle. Jednocześnie, pozytywną oznaką jest fakt, że w sierpniu poprawiły się inne indeksy nastroju w biznesie, co sugeruje, że polski przemysł dobrze radzi sobie ze spowolnieniem na świecie. Tymczasem, sierpniowe dane o produkcji mogą znowu być słabe z powodu negatywnego wpływu liczby dni roboczych. W przypadku innych państw regionu, indeks PMI dla przemysłu wzrósł na Węgrzech (do 52,6 pkt z 51,2 pkt, wielomiesięcznego minimum) i w Czechach (do 44,9 pkt z 43,1 pkt; pierwszy wzrost od czerwca 2018), a w Rosji spadł (do 49,1 pkt z 49,3 pkt, pozostając powyżej czerwcowego lokalnego minimum na 48,6 pkt).

Dyrektor w **Fitch Ratings** Arvind Ramakrishnan uznał, iż Polsce może nie udać się wyeliminować deficytu budżetowego w 2020 roku, gdyż założenia o wzroście dochodów mogą okazać się zbyt optymistyczne. Według niego budżet został prawdopodobnie skonstruowany z założeniem, by pokazać dyscyplinę fiskalną przed wyborami i może być zmieniony po wyborach. Wg Fitch zbyt optymistyczne są założenia odnośnie dochodów z VAT (zbyt duży przyrost w kontekście niskiej już luki podatkowej rządu 13%). Ponadto za ryzykownie wysokie uznano dochody z PIT gdyż oparte są na wysokich dynamikach zatrudnienia i płac – w przypadku gwałtownego spowolnienia cele te mogą nie zostać zrealizowane. Również przedstawiciel **S&P** Marcin Petrykowski ocenił, że założone w budżecie dochody (w szczególności VAT) są zbyt optymistyczne, a deficyt sektora GG może wynieść 2% PKB. Fitch może opublikować raport o Polsce 27 września a S&P 11 października. Z kolei japońska agencja ratingowa **R&I** w minionym tygodniu podniosła ocenę Polski dla długu w walucie obcej z A- do A a ocenę dla długu w PLN utrzymała na poziomie A ze stabilną perspektywą.

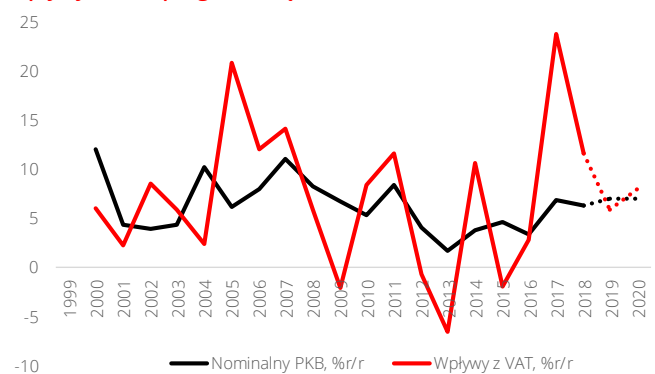
Członek RPP Jerzy Kropiwnicki powiedział w wywiadzie dla PAP, że jego zdaniem najlepszą strategią polityki pieniężnej jest nadal „wait-and-see”, ale bilans ryzyk jest przechylony bardziej w stronę podwyżek niż obniżek stóp procentowych. Skłonność Kropiwnickiego do podwyżki stóp procentowych zmniejsza to, że wzrost PKB spowalnia, a inflacja jego zdaniem nie przekroczy 3,5%. To ostatnie założenie może się wkrótce okazać nieprawdziwe, naszym zdaniem do przebicia tego poziomu dojdzie na przełomie roku.

PMI dla przemysłu w regionie i w Niemczech



Źródło: Markit, Bloomberg, Santander

Wpływ z VAT i prognoza rządu, % r/r



Źródło: MF, GUS, Santander

Cytat tygodnia:

Paweł Borys, prezes Polskiego Fundusz Rozwoju, 2 września, DGP: Największe ryzyko wewnętrzne, mogące wywołać prawdziwy kryzys gospodarczy, to wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie kredytów frankowych. Jeśli decyzja trybunału pójdzie w tym kierunku, że kredyty frankowe zostaną zamienione na złotowe, ale pozostanie oprocentowanie LIBOR-em, to nasze banki znajdą się pod dużą presją. To mógłby być Czarny Łabędź! (...) Polska przejdzie przez to spowolnienie suchą stopą, a wzrost PKB z tegorocznych powyżej 4,5 proc. wyniesie w przyszłym roku ponad 3,5 proc.

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W regionie CEE waluty w zeszłym tygodniu umacniały się na skutek ustępowania globalnych czynników ryzyka: USA oraz Chiny wznowiły rozmowy handlowe, w Hong Kongu ustawa o ekstradycji została wycofana, szanse na bezumowny Brexit się zmniejszyły, we Włoszech powstała rozsądna budżetowo koalicja a w strefie euro sierpniowe PMI były lepsze od oczekiwań. EURPLN spadł na koniec tygodnia do 4,34 z 4,38 tydzień wcześniej. Indeks dolara spadł o ok 0,6% zatem USDPLN spadł o ok 1,2% do 3,937. GBPPLN pozostał blisko 4,85 ze względu na związaną z Brexitem zmienność GBPUSD. W pozostałych krajach CEE, HUF oraz CZK również zyskały względem euro – w obu przypadkach około 0,5%. RUB zyskał do USD ok 1,5% po tym jak ropa przejściowo zdrożała o ok 4%, a bank Rosji obciążł stopy zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi o 25 pb do 7,00%.

Stopy procentowe W Polsce wiadomość o zrównoważonym budżecie na rok 2020 została już przez rynek w pełni wyceniona. Mimo tego rentowności obligacji wzrastały, podążając za rynkiem obligacji niemieckich. Wzrosty rentowności na rynkach bazowych są raczej jedynie ruchami technicznymi po okresie mocnych spadków, a także przed przyszłotygodniowym spotkaniem EBC.

Kluczowe wydarzenia

W najbliższym czasie rynki będą się w coraz większym stopniu koncentrować na nadchodzących spotkaniach banków centralnych: EBC w czwartek 12 września oraz FOMC w środę 18 września. Przed spotkaniem EBC rynki wyceniają obecnie (1) cięcie stóp procentowych o 10 pb, (2) przedłużenie i wzmocnienie *forward guidance* oraz (3) wprowadzenie różnicowania stóp procentowych dla banków (*deposit tiering*). Otwarta jest kwestia (4) ewentualnego ponownego zwiększania bilansu EBC poprzez zakupy obligacji i to na tym elemencie rynek najprawdopodobniej się będzie koncentrował. EBC może nie okazać się tak gołębie jak to w obecnej chwili dyskontują rynki i, jeśli tak się stanie, inwestorzy mogą się rozczarować.

We wtorek Chiny publikują dane o inflacji, a w USA poznamy dane z rynku pracy. W czwartek dane o inflacji w Niemczech, Francji oraz USA, gdzie rynki spodziewają się wzrostu do 1,8% z 1,7% r/r a bazowej do 2,3% z 2,2%. W piątek w USA są też dane o sprzedaży detalicznej.

W Polsce w środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, na którym nie spodziewamy się zmiany poziomu stóp procentowych. Spotkanie jest pierwszym po lipcowym wniosku o podwyżkę więc będzie interesujące zobaczyć kogo prezes Głapiński wybierze do skomentowania tego podczas konferencji prasowej.

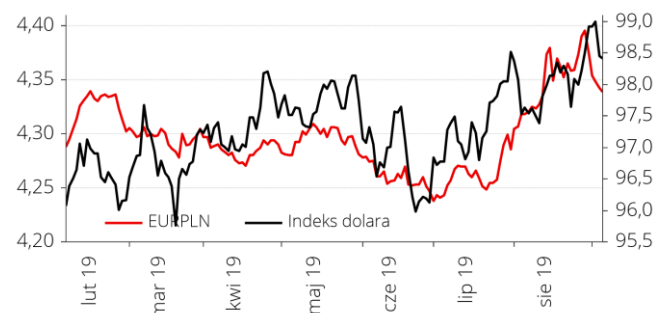
Wpływ na rynek

Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego, czyli fundamentalna przyczyna niskich stóp procentowych i większej awersji do ryzyka, nie zniknęła. Biorąc jednak pod uwagę skalę i tempo ostatnich ruchów cen, rynki w przyszłym tygodniu prawdopodobnie będą pod wpływem czynników technicznych, które implikują długi oczekiwaną korektę – wyższe poziomy rentowności i mniejszą zmienność przed posiedzeniem EBC.

Rynek FX Aprecjacja złotego do euro osiągnęła pierwszy istotny poziom wsparcia 4,34 i uważamy, że EURPLN może się na tym poziomie konsolidować przez parę dni lub nawet testować kolejne wsparcie na 4,30. Podobnie, indeks dolara może spaść na 98,0/97,5 (tj. 0,2-0,7% poniżej obecnego).

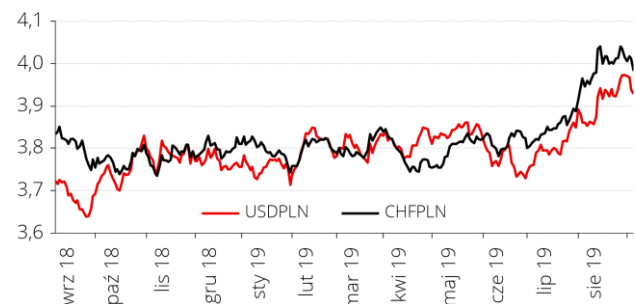
Stopa procentowa Uważamy, że rentowności polskich obligacji oraz IRS mogą w najbliższym tygodniu wzrosnąć, wraz z rentownościami na rynkach bazowych. Zakładając korektę na Bundzie do -50 pb z obecnych -62 pb, oczekivalibyśmy, że polskie obligacje 10L przebiją poziom 2,0% (sierpniowe maksimum) i osiągną poziom 2,10%. Z kolei 10L spread do Bundu, który obecnie znajduje się w dolnej części przedziału 250-300 pb, być może przełamie 260 pb.

EURPLN i indeks dolara



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



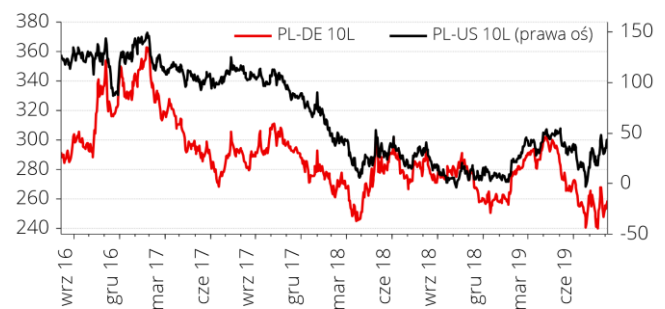
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 (9 września)							
08:00	DE	Eksport	VII	% m/m	-0,7	-	-0,1
WTOREK (10 września)							
09:00	CZ	Inflacja	VIII	% r/r	2,8	-	2,9
09:00	HU	Inflacja	VIII	% r/r	3,2	-	3,3
ŚRODA (11 września)							
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50	1,50
CZWARTEK (12 września)							
08:00	DE	Inflacja HICP	VIII	% m/m	-0,1	-	-0,1
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	-0,1	-	-1,6
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Inflacja	VIII	% m/m	0,1	-	0,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	217
PIĄTEK (13 września)							
10:00	PL	Inflacja	VIII	% r/r	-	2,8	2,8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	VII	mln €	4	-401	21
14:00	PL	Bilans handlowy	VII	mln €	-80	-14	-77
14:00	PL	Eksport	VII	mln €	19046	18845	18068
14:00	PL	Import	VII	mln €	18956	18859	18145
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	0,2	-	0,7
16:00	US	Wstępny indeks Michigan	IX	pkt	90,2	-	89,8

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 obowiązujące 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