

Tygodnik ekonomiczny

EBC wznowia QE

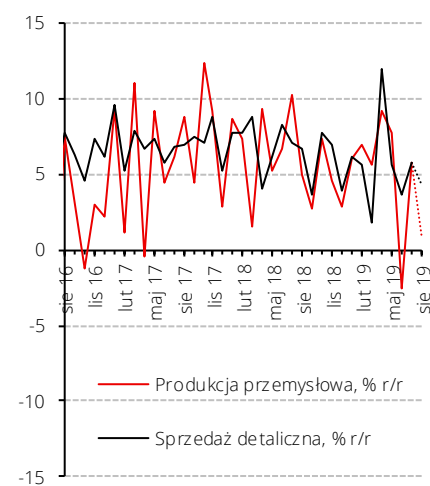
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- EBC obniżył stopę depozytową do -0,50% z -0,40% i zapowiedział, że stopy procentowe pozostaną na obecnym lub niższym poziomie tak długo, aż prognozy inflacji nie pokażą zbliżenia się do celu. Bank centralny zrezygnował przy tym z podania daty, do kiedy taka sytuacja może się utrzymywać. Dodatkowo, od listopada EBC będzie skupował obligacje państw strefy euro przeznaczając na to 20 mld € miesięcznie. W tym przypadku też nie podano daty, do kiedy działania te będą prowadzone. Ogólny gołębi przekaz szybko przygasł po tym jak się okazało, że mechanizm ograniczania negatywnego wpływu ujemnej stopy depozytywnej na banki komercyjne będzie skutkował mniejszymi negatywnymi konsekwencjami niż do tej pory.
- Tydzień po posiedzeniu EBC, o stopach procentowych zdecyduje FOMC. Rynek powszechnie oczekuje cięcia o 25 pb, ale wypowiedzi członków Komitetu, w tym J. Powella, od lipcowego „dostosowania” były raczej zachowawcze. Sądzymy, że stopy Fed zostaną obniżone o 25 pb, ale przekaz z posiedzenia nie będzie wystarczający, by podtrzymać wycenę rynku kolejnych cięć w 2020. Pojawiają się też zaktualizowane prognozy PKB i CPI, a wykres z preferencjami członków FOMC gdzie chcieliby aby były stopy Fed w przyszłości również przyciągnie uwagę rynku.
- W Polsce, poznamy sierpniowe dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej i nasze prognozy są poniżej konsensusu. Dane te potwierdzą jednak tylko, że oczekiwane spowolnienie wzrostu trwa i nie powinny mieć istotnego wpływu na rynek, według nas. Inflacja bazowa prawdopodobnie nieco się obniży, do 2,1% r/r w sierpniu, ale generalnie powinna utrzymać się w trendzie wzrostowym, który skieruje ją do 3% r/r na początku 2020 r.

Wnioski rynkowe

- EURPLN testował na koniec tygodnia wsparcie na 4,33 i wg nas kurs może podejmować próby wznowienia trendu spadkowego rozpoczętego pod koniec sierpnia. Sądzymy, że brak podania horyzontu utrzymywania niskich stóp i trwania programu skupu obligacji połączone z wycenianiem kolejnych obniżek stóp w USA powinno być korzystne dla złotego. Globalne giełdy odrobiły niemal całość strat z lipcowo-sierpniowej korekty i sądzymy, że trendy na rynku kapitałowym też mogą być wspierające dla krajowej waluty.
- Rentowności polskich obligacji są obecnie powyżej poziomów zanotowanych w momencie pojawienia się projektu zerowego deficytu centralnego w 2020 i tylko mniej niż 10 pb poniżej poziomów widzianych przy ostatniej obniżce stóp Fed. Globalny nastrój poprawił się ostatnio (głównie dzięki spadkowi napięcia na linii USA-Chiny) i otoczenie stało się mniej sprzyjające dla obligacji. Sądzymy, że rentowność krajowej 10-latki może się zbliżyć do oporu na 2,20%.

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna, % 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 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 ostatnim tygodniu poznaliśmy zrewidowany odczyt inflacji w sierpniu, ukazujący dalsze przyśpieszenie wzrostu cen żywności i usług oraz dane o bilansie płatniczym z wyraźnym odbiciem obrotów handlu zagranicznego. Ponadto, rządząca partia zaprezentowała swoje nowe pomysły gospodarcze, a RPP nie zmieniła stóp, zgodnie z oczekiwaniami.

Nowe obietnice wyborcze rządzącej partii to: wypłata dwóch 13. emerytur w 2021 (w tym druga dla osób otrzymujących świadczenie poniżej 120% średniej), podwyższenie minimalnego wynagrodzenia do 2600 zł w 2020 r. (obecnie 2250 zł), 3000 zł w 2021 r. i 4000 zł pod koniec 2024 r., zrównanie dopłat dla rolników z tymi w gospodarkach zachodnich, zwiększenie minimalnej emerytury do 1200 zł (obecnie 1100 zł), przeznaczenie po 2 mld zł na fundusz modernizacji szpitali oraz szkół, podniesienie ryczałtu dla małych i średnich firm z 250 tys. euro do 1 mln euro i potem 2 mln euro. Szacujemy łączny koszt tych propozycji dla finansów publicznych na 25 mld zł rocznie (1% PKB). Plany podwyższenie płacy minimalnej były dość szeroko komentowane w debacie publicznej. Według naszej wiedzy nie ma naukowego konsensusu co do tego przy jakim stosunku płacy minimalnej do średniej koszty przeważają nad korzyściami, chociaż często podawana jest wartość 50% jako próg ostrożnościowy. Naszym zdaniem ryzykowne jest przede wszystkim rozpisywanie planu wzrostu płacy minimalnej na 5 lat w przód, bez uwzględnienia sytuacji gospodarczej.

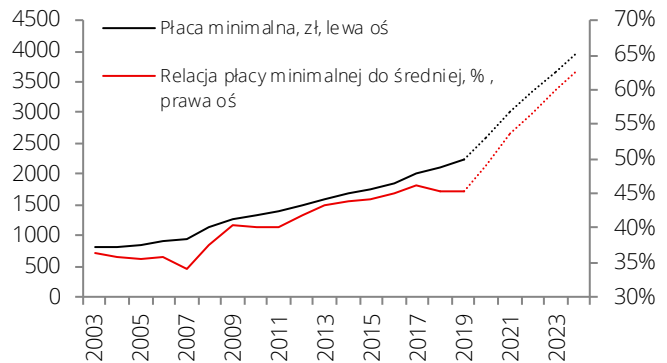
Sierpniowy odczyt inflacji CPI został zrewidowany w górę do 2,9% r/r z 2,8%, co oznacza utrzymanie się inflacji na poziomie z lipca. Naszym zdaniem rewizja była minimalna, ale wystarczyła, żeby wynik zaokrąglił się do wyższej liczby. Według nas podniesiono względem wstępnego odczytu przede wszystkim dynamikę inflacji bazowej – szacujemy, że wzrost CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w sierpniu 2,1% r/r (wobec 2,2% r/r w lipcu). Zakładamy, że zarówno główna miara inflacji jak i inflacja bazowa będą rosły w kolejnych miesiącach, do odpowiednio 4% i 3% na początku 2020 r.

Inflacja cen żywności została potwierdzona na -0,3% m/m, co było najsłabszym spadkiem w tym miesiącu od 20 lat. Winne są owoce i warzywa, które zwykle latem mocno tanieją, a tym razem ten trend został zaburzony przez suszę. Innymi kategoriami podbijającymi inflację była komunikacja (zapewne ceny telefonów i usług komórkowych) oraz restauracje i hotele (usługi w tej kategorii drożeją już od początku roku). Inflacja cen towarów lekko się obniżyła (do 2,3% r/r z 2,4% r/r), podczas gdy wzrost cen usług przyśpieszyła (do 4,3% r/r z 4,2% r/r). Spodziewamy się, że wzrost cen usług i żywności będzie głównym czynnikiem stojącym za wyższą inflacją w tym roku. Na początku 2020 r. pojawi się dodatkowa presja wynikająca z wyższych cen prądu. Co więcej, mocna podwyżka płacy minimalnej w styczniu (o ok. 15,6% wobec oczekiwanego przez nas wzrostu średniej płacy o 7%) wpłynie na koszty pracy w sektorach, które już teraz są w awangardzie podwyżek cen i transmitują wyższe koszty działalności do konsumentów (np. handel detaliczny, usługi).

Lipcowe dane o bilansie płatniczym zaskoczyły pozytywnie skalą aktywności w handlu zagranicznym. Eksport towarów wzrósł o 8,8% r/r a import o 9,5% Saldo na rachunku obrotów bieżących wyniosło w lipcu -814 mln €. Uważamy, że pozytywne zaskoczenie dynamiką eksportu i importu to ważniejszy sygnał niż gorsze od oczekiwań salda handlowe i C/A. Skumulowany 12-miesięczny wynik na rachunku obrotów bieżących to tylko -0,1% PKB, podczas gdy w styczniu wynosił on -0,5% a pod koniec 2008 r. (w podobnej fazie cyklu koniunkturalnego jak teraz) było to niemal -7% PKB. Relatywnie wysokie obroty w handlu zagranicznym sugerują natomiast, że Polska wciąż opiera się spowolnieniu w Europie (obawialiśmy się pogorszenia eksportu widząc słabą lipcową produkcję dóbr pośrednich).

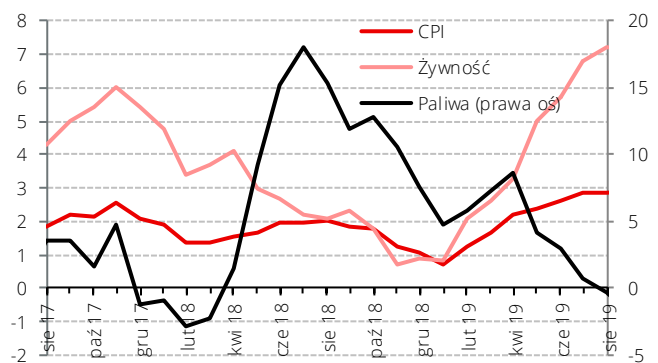
RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Komunikat uległ niewielkim zmianom – w ocenie Rady nasiliły się ryzyka dla wciąż solidnego wzrostu gospodarczego. Glapiński podkreślił też kontekst globalny, który nazwał „złą pogodą dla jastrzębi” (luzowanie polityk przez wiele banków centralnych na świecie, rozważania dalszych programów QE, prawdopodobna recesja w Niemczech). Do tego prezes NBP wspominał o możliwości obniżek stóp w Polsce nie zastrzegając już, że rodziłyby to ryzyka dla stabilności systemu finansowego. Tak jak zakładaliśmy, ton podczas konferencji został złagodzony tak, żeby stanowić przeciwwagę dla informacji o głosowaniu podwyżki w lipcu. Wciąż uważamy, że ani w tym ani w przyszłym roku Rada nie zmieni stóp procentowych.

Płaca minimalna w Polsce



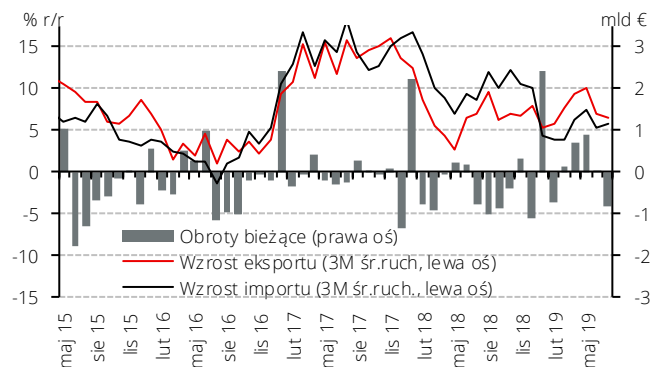
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

Inflacja CPI i główne kategorie, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Elementy bilansu płatniczego



Źródło: NBP, Santander

Cytat tygodnia:

Adam Glapiński, prezes NBP, 11 września, PAP: [Wzrost płacy minimalnej ma] minimalny wpływ na inflację - maksimum to jest jakieś 0,1 pkt. proc. Pewien będzie efekt popytowy, pozytywny, jeśli chodzi o wzrost PKB i może być pewien wpływ negatywny - one się wzajemnie zrównoważą. (...) Przewidujemy, że w I kw. 2020 r., według modelu, inflacja wzrośnie do 3,5 proc., ale w II kw. CPI wyniesie już 2,8 proc. Bazowa wzrośnie do 2,6 proc. i spadnie w II kw., gdzieś koło połowy roku do 2,4 proc. Ale już w lipcu 2020 r. prognoza mówi, że będziemy mieli CPI 2,3 proc., a inflacja bazowa 2,2 proc.

Eryk Łon, członek RPP, 11 września, PAP: Jeśli dochody między Polakami będą się wyrównywać, to wtedy Polacy czują się jak jedna polska rodzina. Im mniejsza jest różnica w dochodach, tym większe przywiązanie do kraju.

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W notowaniach złotego do euro, funta i franka nie zaszły w minionym tygodniu istotne zmiany, podczas gdy krajowa waluta zyskała do dolara w wyniku wzrostu EURUSD. EBC poluzował politykę pieniężną – obniżył stopę depozytową i ogłosił, że od listopada wznowi program skupu obligacji – ale ogólny gołębi przekaz szybko przygasł po tym jak się okazało, że mechanizm ograniczania negatywnego wpływu ujemnej stopy depozytywnej na banki komercyjne będzie skutkował mniejszymi negatywnymi konsekwencjami niż do tej pory. Kiedy rynek zdał sobie sprawę z mniejszych kosztów utrzymywania depozytów w EBC, euro z nawiązką odrobiło początkowe straty do dolara – EURUSD wzrósł do 1,11, najwyżej w tym miesiącu.

W przypadku innych walut regionu, kurs EURHUF pozostał w trendzie wzrostowym, który przyspieszył po danych o niższej od prognoz inflacji i pod wpływem spadków na giełdzie w Budapeszcie. W efekcie, EURHUF osiągnął nowy najwyższy poziom w historii, 333,45.

Stopy procentowe Na polskim rynku stopy procentowej utrzymała się podwyższona zmienność. Rentowność 10-latką osiągnęła na chwilę ok. 2,15% zbliżając się do oporu 2,20%, ale tydzień zakończyła blisko 2,1%. Wynik posiedzenia EBC nie zainicjował trwałego i znacznego umocnienia polskich obligacji, bowiem gołębi przekaz został zdominowany przez zmiany w mechanizmie ograniczania negatywnych skutków ujemnej stopy depozytywnej dla banków. Obie krajowe krzywe IRS i obligacyjna nieznacznie się wystromiły, a 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy pozostał blisko 270 pb.

Kluczowe wydarzenia

Tydzień po posiedzeniu EBC, o stopach procentowych zdecyduje FOMC. Rynek powszechnie oczekuje cięcia o 25 pb, ale wypowiedzi członków Komitetu, w tym J. Powella, od lipcowego „dostosowania” były raczej zachowawcze. Sądzymy, że stopy Fed zostaną obniżone o 25 pb, ale przekaz z posiedzenia nie będzie wystarczający, by podtrzymać wycenę rynku kolejnych cięć w 2020.

W Polsce, poznamy sierpniowe dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej i nasze prognozy są poniżej konsensusu. Dane te potwierdzą jednak tylko, że oczekiwane spowolnienie wzrostu trwa i nie powinny mieć istotnego wpływu na rynek, według nas.

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN testował na koniec tygodnia wsparcie na 4,33 i w nas kurs może podejmować próby wznowienia trendu spadkowego rozpoczętego pod koniec sierpnia.

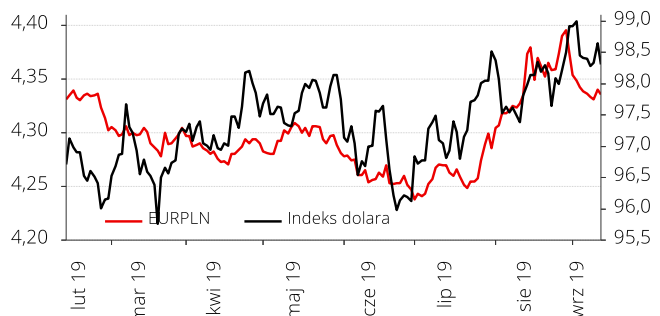
EURUSD waha się obecnie blisko poziomu osiągniętego po lipcowej „jastrzębiej” obniżce stóp Fed. W kolejnych dniach po tej decyzji kurs wzrósł przejściowo powyżej 1,12. Faktyczny wynik posiedzenia EBC we wrześniu w ocenie rynku był raczej jastrzębi, więc kurs EURUSD może rosnąć w najbliższych tygodniach. Scenariusz taki będzie możliwy szczególnie kiedy rynek dalej będzie wyceniał kolejne obniżki stóp Fed w nadchodzących miesiącach.

Sądzymy, że brak podania horyzontu utrzymywania niskich stóp i trwania programu skupu obligacji połączone z wycenianiem kolejnych obniżek stóp w USA powinno być korzystne dla złotego. Globalne giełdy odrobiły niemal całość strat z lipcowo-sierpniowej korekty i sądzymy, że trendy na rynku kapitałowym też mogą być wspierające dla krajowej waluty.

Stopa procentowa Rentowności polskich obligacji są obecnie powyżej poziomów zanotowanych w momencie pojawienia się projektu zerowego deficytu centralnego w 2020 i tylko mniej niż 10 pb poniżej poziomów widzianych przy ostatniej obniżce stóp Fed. Globalny nastrój poprawił się ostatnio (głównie dzięki spadkowi napięcia na linii USA-Chiny) i otoczenie stało się mniej sprzyjające dla obligacji.

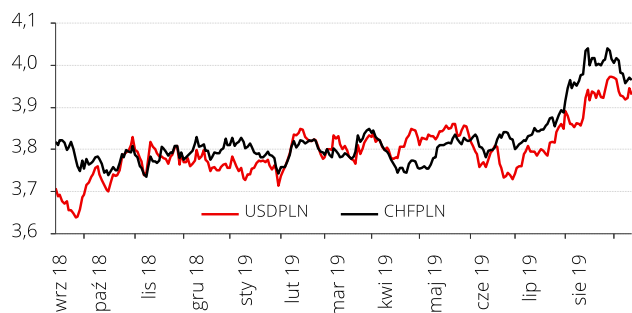
Obecny ruch wzrostowy 10-letnich rentowności Bunda jest największy od III kw. 2018, a dla polskiej obligacji od II kw. 2016. Sugeruje to, że w najbliższym czasie rentowności mogą pozostać powyżej swoich rekordowych poziomów. Rentowność krajowej 10-latką może się zbliżyć do oporu na 2,20%.

EURPLN i indeks dolara



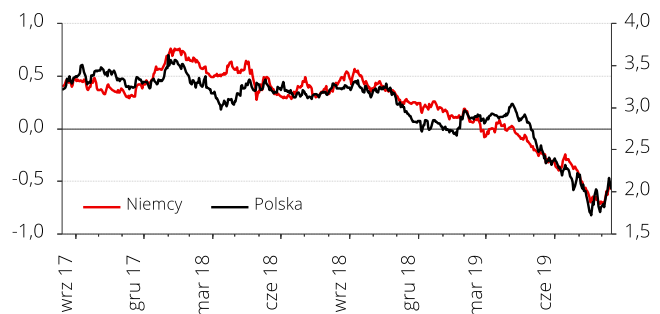
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



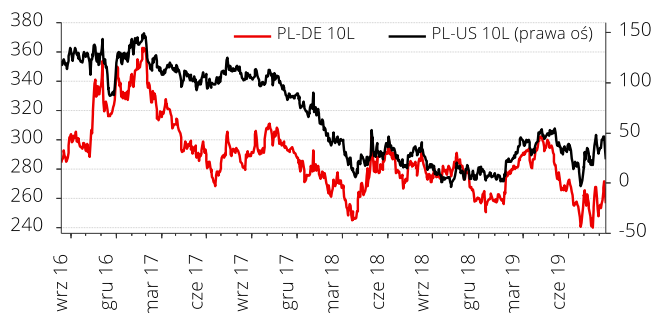
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowność 10-letnich obligacji



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 (16 września)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	VIII	% r/r	2,1	2,1	2,2
WTOREK (17 września)							
11:00	DE	ZEW	IX	pkt	-13,0	-	-13,5
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	VIII	% m/m	0,2	-	-0,2
ŚRODA (18 września)							
10:00	PL	Zatrudnienie	VIII	% r/r	2,7	2,7	2,7
10:00	PL	Płace	VIII	% r/r	6,8	6,7	7,4
11:00	EZ	HICP	VIII	% r/r	1,0	-	1,0
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VIII	% m/m	5,0	-	-4,0
20:00	US	Decyzja FOMC		%	2,0	-	2,25
CZWARTEK (19 września)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	1,3	0,9	5,8
10:00	PL	PPI	VIII	% r/r	0,8	0,9	0,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	204
14:30	US	Indeks Philly Fed	IX	pkt	10,8	-	16,8
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	% m/m	-0,6	-	2,5
PIĄTEK (20 września)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	5,2	4,4	5,7

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 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