

Tygodnik ekonomiczny

Inflacja się nie poddaje

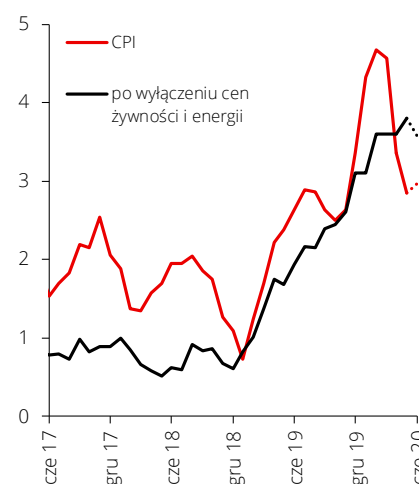
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Na początku nowego tygodnia poznamy wyniki pierwszej tury wyborów prezydenckich. Sądymy, że jeśli nie będą się one znacząco różnić od ostatnich sondaży, to na tym etapie nie powinniśmy zaobserwować istotnej reakcji rynku. Wszystko wskazuje na to, że na jednej rundzie się nie skończy i dopiero za dwa tygodnie dowiemy się kto został wybrany na prezydenta.
- Z czynników krajowych, istotniejszy dla obligacji i złotego może być wstępny odczyt czerwcowej inflacji. Według nas, CPI wzrośnie z 2,9% r/r do 3% r/r. Szacunki wskazują nawet wyżej, ale, jak pisaliśmy już wcześniej, otwieranie się gospodarki powinno sprzyjać spadkowi inflacji bazowej a ciężko ocenić czy już w tym miesiącu GUS to zarejestruje czy raczej wciąż będzie miał problem z pozyskiwaniem cen i zamiast tego użyje wyliczeń opartych na normalnym wzorcu sezonowym. Odczyt zgodny z naszą prognozą (lub wyższy) może nieco przytłumić narastające ostatnio spekulacje inwestorów zagranicznych nt. możliwości wprowadzenia ujemnych nominalnych stóp procentowych w Polsce. W efekcie może przejściowo nieco wesprzeć złotego. Indeks PMI dla krajowego przemysłu odbije zapewne wzorem wskaźników dla strefy euro i Niemiec, ale nie sądymy, by jego publikacja miała istotne przełożenie na rynek.
- Globalnie, tempo wzrostu indeksów giełdowych spowolniło po czerwcowym posiedzeniu FOMC, kiedy prezes Fed ponownie wyraził wątpliwość w materializację wycenianego przez rynek V-kształtnego odbicia gospodarki. Dodatkowo, w USA w niektórych stanach, które zniosły ograniczenia aktywności raportuje się wzrost nowych przypadków COVID-19 i wydaje się, że to na tym jak rozwija się pandemia może w najbliższym czasie skupić się rynek. Ryzyko wystąpienia kolejnej fali przypadków może przynajmniej przejściowo zmniejszyć szansę na kolejną falę optymizmu na świecie.
- W USA opublikowane zostaną czerwcowe dane nt. aktywności w przemyśle i z rynku pracy. Konsensus oczekuje, że ISM zanotuje solidny wzrost, podobnie jak europejskie PMI, a odtwarzanie miejsc pracy jeszcze przyspieszy po ponad 2,5 mln wzroście zatrudnienia poza rolnictwem w maju. Dane z USA pozostaną naszym zdaniem w cieniu doniesień ws. koronawirusa.

Wnioski rynkowe

- Podtrzymujemy pogląd, że EURPLN powinien wzrastać w kierunku 4,50 w najbliższych dniach po czym powinien ten poziom przełamać i zbliżyć się do 4,55. Tym razem ruch ten raczej będzie mniej polegał na wydarzeniach z naszego regionu – zarówno forint jak i korona zaczęły się ostatnio osłabiać i oczekujemy, że trend ten będzie w najbliższym czasie kontynuowany. Biorąc pod uwagę niskie zmienności implikowane opcji, jednym z bardziej efektywnych sposobów wyrażenia negatywnej opinii o walutach regionu CEE3 pozostaje przez opcje walutowe (bez delta hedge).
- Początkowi krzywej dochodowości ciężać będzie nadpłynność w sektorze bankowym co będzie powoli zbijać rentowności w kierunku zera. W międzyczasie rynek FRA i krótkich IRS z dużym prawdopodobieństwem pozostanie stabilny biorąc pod uwagę, że ani rynek ani my nie oczekujemy zmian stóp NBP przez następne 12 miesięcy. Na długim końcu krzywej normalnie oczekivalibyśmy stabilności rentowności jako że rozpoczyna się zwyczajowo mniej płynny sezon wakacyjny, jednak właśnie w kontekście niższej płynności, w przypadku gdy albo inflacja zaskoczy w górę i/lub aukcja BGK będzie odpowiednio duża, to możliwe są wzrosty rentowności na długim końcu krzywej.

Inflacja CPI i inflacja bazowa, % r/r



Źródło: GUS, 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

Mijający tydzień przyniósł kolejne dane potwierdzające, że dołek aktywności wypadł w kwietniu. Sprzedaż detaliczna odbiła w maju dużo bardziej niż oczekiwano a nowe zamówienia w przemyśle poprawiły się w ujęciu m/m. Sektorowe wskaźniki nastrojów w biznesie w czerwcu znów wzrosły.

W maju **sprzedaż detaliczna** zaskoczyła w górę spadając o jedynie 7,7% r/r (konsensus rynkowy -11,7% r/r, nasza prognoza -14,0% r/r). O ile poprawa z -22,9% r/r w kwietniu była szeroko oczekiwana z uwagi na zdejmowanie ograniczeń (otwarcie centrów handlowych 4 maja), skala tej poprawy jest pozytywną niespodzianką. Oczekujemy dalszej normalizacji sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach, przy czym już nie w tak spektakularnym tempie jak w maju. Efekt słabszego wzrostu dochodów do dyspozycji będzie ograniczał dynamikę konsumpcji w nadchodzących kwartałach. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

W maju **wartość nowych zamówień w przemyśle** była o 24,7% niższa niż rok wcześniej, wobec -30,2% w kwietniu. Odbicie m/m wyniosło 8,5%, po spadku poprzednio o ponad 25%. Dynamika roczna zamówień zagranicznych wyniosła -32,2% a miesięczna +11,6%.

W czerwcu wszystkie **sektorowe indeksy wskaźniki nastrojów w biznesie** znów się poprawiły, tym razem mocniej niż przed miesiącem. O ile w maju poprawa nastrojów we wszystkich sektorach pochodziła wyłącznie z lepszych oczekiwań to w czerwcu dotyczyła już zarówno składowej opisującej oczekiwania jak i składowej opisującej sytuację bieżącą.

W maju **produkcja budowlana** spadła o 5,1% r/r (-1,4% w ujęciu odsezonowanym), dużo więcej niż oczekiwał rynek (-0,5%) i my (-1,6%), ale wciąż jest to dość skromna reakcja na pandemię. Indeks nastroju w budownictwie sugeruje, że produkcja nie powinna mocniej spadać, ale my nie jesteśmy aż tak optymistyczni jeśli chodzi o rynek mieszkaniowy. Liczba oddanych mieszkań w maju wzrosła o 10,1% r/r po -22,3% r/r w kwietniu, ale liczby pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów pozostały na obniżonych poziomach (odpowiednio -28,3% r/r i -28,1% r/r).

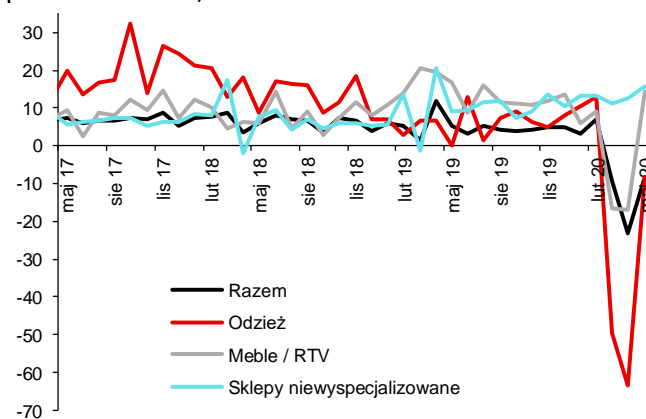
Podaż pieniądza M3 przyspieszyła w maju do 16,0% r/r rosnąc najszybciej od marca 2009. Jej wyraźne przyspieszenie to skutek rządowej stymulacji fiskalnej i masowej emisji obligacji przez PFR i BGK. Depozyty gospodarstw domowych przyspieszyły do 11,2% r/r z 10,0% r/r, przedsiębiorstw do 24,6% r/r z 18,0% r/r. Wartość depozytów terminowych obniżyła się o 11,9% r/r a bieżących wzrosła o 28,4% r/r. Wzrost kredytów obniżył się do 3,3% r/r w maju z 4,2% r/r w kwietniu (po uwzględnieniu zmian kursowych). Kredyty osób prywatnych zwolniły do 5,0% r/r z 5,4% r/r a firm do 1,6% r/r z 3,1% r/r.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozę światowego wzrostu na 2020 r. do -4,9% z -3,0% a na 2021 r. do +5,4% z 5,8%. Po rewizji, prognozy wzrostu m.in. strefy euro i Wlk. Brytanii znalazły się poniżej -10%. Tylko dwóm z 30 gospodarek podniesiono prognozę na 2020 r. a czterem utrzymano bez zmian (w tym Polsce, na -4,6%, prognoza na 2021 również bez zmian na +4,2%). Rewizja prognoz MFU uwzględnia ogłoszone ostatnio nowe programy wsparcia, m.in. niemiecki i unijny.

Minister finansów Tadeusz Kościński powiedział, że najdalej za dwa tygodnie resort będzie chciał przedstawić plan nowelizacji budżetu. Dodał, że Ministerstwo Finansów pozyskuje coraz więcej danych by ocenić jakie środki będą jeszcze potrzebne by zapewnić wsparcie dla gospodarki. Minister zaznaczył, że zanim będzie można złożyć projekt nowelizacji, prezydent musi podpisać ustawę zawieszającą stabilizującą regułę wydatkową. Tadeusz Kościński chce dokonać nowelizacji budżetu do końca lipca.

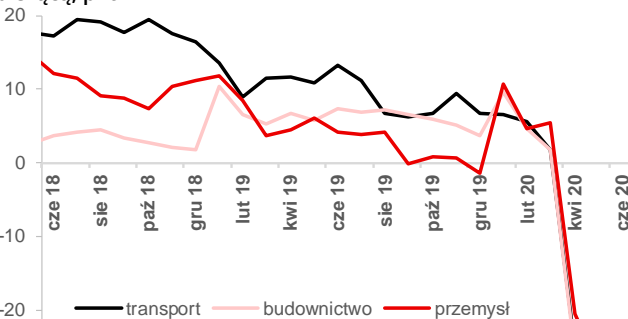
Członek RPP Jerzy Kropiwnicki powiedział, że w 2021 RPP powinna zacząć proces stopniowego i ostrożnego podnoszenia stóp procentowych do poziomów, na których były przed pandemią. Jego zdanie różni się od tego prezentowanego przez Radę w oficjalnych komunikatach, ale też zmieniło się dość wyraźnie w ostatnich tygodniach. W kwietniu Kropiwnicki wyraził nadzieję, że RPP nie zacznie zbyt szybko podnosić stóp, bo to mogłoby zdusić ożywienie. Generalnie, wygląda na to, że w Radzie dominuje pogląd, że efekt pandemii będzie raczej deflacyjny. Naszym zdaniem, RPP mogłaby nawet zdecydowanie zapowiedzieć, że stopy pozostaną na niskim poziomie na dłużej (co mogłoby pomóc w osłabianiu złotego, który zdaniem Rady jest zbyt mocny).

Sprzedaż detaliczna, %r/r



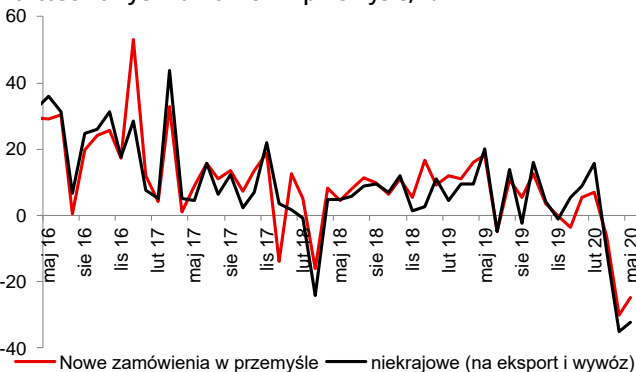
Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki nastrojów w biznesie, składowe opisujące sytuację bieżącą, pkt



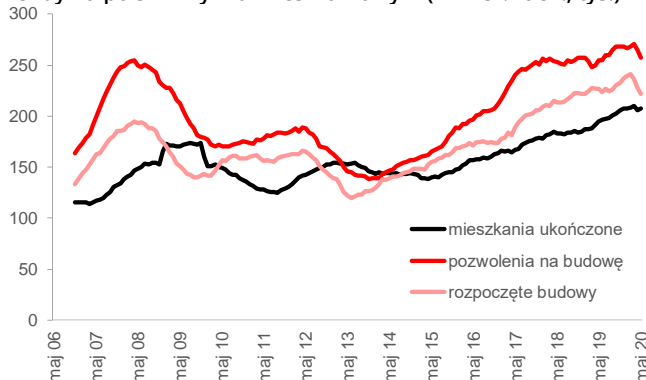
Źródło: GUS, Santander

Wartość nowych zamówień w przemyśle, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Trendy na polskim rynku mieszkaniowym (12M śr. ruch., tys.)



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W mijającym tygodniu wciąż obniżał się indeks dolara (o kolejne 0.2pp) co wspomagало większość walut rynków wschodzących. EURPLN, przykładowo, obniżył się do 4,45 z 4,47, o 0,4% podczas gdy USDPLN oraz pozostałe krosy jak CHFPLN czy GBPPLN również obniżyły się do 3,97, 4,19 oraz 4,93, o, odpowiednio, 0,6%, 0,3% i 0,2%. Pozostałe waluty regionu traciły, np. forint po tym jak NBH uciął stopy procentowe do 0,75% z 0,90%, z banku odszedł dobrze postrzegany przez rynek Marton Nagy, a nowy zastępca prezesa Barnabas Virag, który go zastąpił, powiedział, że na nadchodzącym lipcowym posiedzeniu bank może uciąć stopy o kolejne 15 pb i zatrzymać cykl cięć na poziomie 0,6%. W Czechach CNB nie zmienił stóp procentowych ale EURCZK wzrósł o 0,3% w ślad za forintem. USDRUB obniżył się o 0,6% do 69,2 i to pomimo taniejącej ropy o ok 2% (Brent).

Stopy procentowe Rentowności polskich obligacji obniżyły się w poprzednim tygodniu, w większym stopniu na krótkim końcu krzywej. 2L rentowności spadły do 0,14%, o 6pb, 5L do 0,73%, o 6pb a 10L tylko o 1pb do 1,39%, mniej nie tylko niż krótka krzywa ale też Bund który zamknął tydzień po -0,48%, o 6pb niżej. Obniżka rentowności na początku i środku krzywej może oznaczać, że nadmierna płynność sektora bankowego poszukuje zwrotów coraz dalej na krzywej dochodowości. Krzywa IRS pozostała prawie nie zmieniona na przestrzeni tygodnia, jedynie tenor 10L lekko wzrósł - o 4pb - do 0,88%.

W nadchodzącym tygodniu w poniedziałek rano poznamy pełne wyniki niedzielnej pierwszej tury wyborów prezydenckich. Jeśli wynik będzie zgodny z sondażami (41% dla Prezydenta Andrzeja Dudy vs 30% dla Rafała Trzaskowskiego) to dopiero ewentualnie w drugiej turze wyborów powstanie potencjał na niespodzianki dla rynków. Tym samym wpływ na rynki w poniedziałek rano powinien być ograniczony. We wtorek poznamy wstępną czerwcową inflację (ostatnio 2,9% r/r, oczekiwania 2,7% r/r) i jeśli zaskoczy w górę to może wywołać istotną reakcję rynków. W środę w strefie euro, Niemczech i Polsce PMI przemysłowe za czerwiec a w USA ISM przemysłowy. W środę również kolejna aukcja obligacji BGK. W czwartek w USA zatrudnienie poza rolnictwem, a w piątek start czerwcowej serii PMI usługowych.

Wpływ na rynek

Rynek FX Podtrzymujemy nasz pogląd, że w braku istotnych zaskoczeń w wyborach prezydenckich i inflacji EURPLN powinien wzrastać w kierunku 4,50 w najbliższych dniach po czym powinien ten poziom przełamać i zbliżyć się do 4,55. Tym razem ruch ten raczej będzie mniej polegał na wydarzeniach lokalnych a bardziej wpisze się w dynamikę pozostałych walut w regionie – zarówno forint jak i korona zaczęły się ostatnio osłabiać i oczekujemy, że trend ten będzie w najbliższym czasie kontynuowany. EURHUF może dotrzeć do 360,0 a EURCZK do 27,0 w najbliższych tygodniach, także na skutek powrotu na rynki obaw o wirusa. Biorąc pod uwagę niskie zmienności implikowane opcji, jednym z bardziej efektywnych sposobów wyrażenia negatywnej opinii o walutach regionu CEE3 pozostaje przez opcje walutowe (bez delta hedge).

Stopa procentowa Początkowi krzywej dochodowości w dalszym ciągu ciążyć będzie nadmierna płynność w sektorze bankowym co będzie w powolny sposób zbijać rentowności w kierunku zera.

W międzyczasie rynek FRA i krótkich IRS z dużym prawdopodobieństwem pozostanie stabilny biorąc pod uwagę, że ani rynek ani my nie oczekujemy zmian stóp NBP przez następne 12 miesięcy.

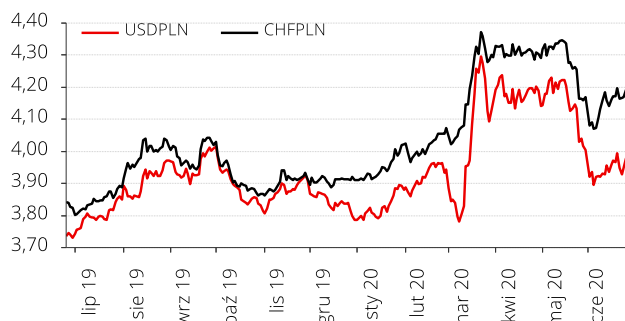
Na długim końcu krzywej normalnie oczekivalibyśmy stabilności rentowności jako że rozpoczyna się zwyczajowo mniej płynny sezon wakacyjny. Jednak właśnie w kontekście niższej płynności, w przypadku gdy albo inflacja zaskoczy w górę i/lub aukcja BGK będzie odpowiednio duża, to możliwe są wzrosty rentowności na długim końcu krzywej.

EURPLN



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (29 czerwca)						
11:00	EZ	ESI	VI	pkt	80,3	67,5
14:00	DE	Inflacja HICP	VI	% m/m	0,4	0,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	V	% m/m	18,9	-21,8
WTOREK (30 czerwca)						
09:00	CZ	PKB SA	I kw.	% r/r	-2,0	-2,0
10:00	PL	Inflacja	VI	% r/r	2,7	3,0
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	VI	% r/r	0,2	0,1
16:00	US	Conference Board Konsumentów	VI	pkt	90,0	86,6
ŚRODA (1 lipca)						
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	V	% m/m	3,8	-6,5
09:00	PL	PMI przemysł	VI	pkt	-	46,0
09:55	DE	PMI przemysł	VI	pkt	44,6	44,6
10:00	EZ	PMI przemysł	VI	pkt	46,9	46,9
14:15	US	Raport ADP	VI	tys.	3000,0	-2760,4
16:00	US	ISM przemysł	VI	pkt	49,0	43,1
20:00	US	Minutes FOMC	10 cze		-	0,0
CZWARTEK (2 lipca)						
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	V	%	7,6	7,3
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	27/06/2020	tys.	1320	1480
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	VI	tys.	3000	2509
14:30	US	Stopa bezrobocia	VI	%	12,5	13,3
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	V	% m/m	10,5	15,8
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	V	% m/m	8,0	-13,0
PIĄTEK (3 lipca)						
03:45	CN	PMI usługi	VI	pkt	53,3	55,0
09:55	DE	PMI usługi	VI	pkt	45,8	45,8
10:00	EZ	PMI usługi	VI	pkt	47,3	47,3

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 obowiązująca 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