

Tygodnik ekonomiczny

Odbicie z płytszego dołka

Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Dołek recesji w II kw. br. okazał się płytszy niż oczekiwano (PKB w Polsce spadło „zaledwie” o 8,2% r/r, albo o 8,9% kw/kw po korekcie sezonowej) i teraz czekamy na dane z III kwartału, które pokażą nam w jakim tempie z tego dołka wychodzimy. Na razie większość „miękkich” sygnałów z badań koniunktury wskazywała, że odbicie przebiega dość sprawnie. W najbliższym tygodniu poznamy pierwsze „twarde” dane lipcowe, które pozwolą to zweryfikować, m.in. płace i zatrudnienie (środa), produkcję w przemyśle (czwartek) i budownictwie (piątek), sprzedaż detaliczną (piątek). Nasze prognozy dla większości z nich są wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego i gdyby się okazały trafne, może to zwiększyć optymizm inwestorów dot. perspektyw naszej gospodarki.
- W poniedziałek dane o inflacji bazowej. Wprawdzie wskaźnik CPI obniżył się w lipcu do 3,0% r/r (nieco poniżej wstępnego odczytu 3,1%) ale głównie za sprawą cen żywności, a inflacja bazowa pozostała wysoko (4,1%, a może nawet 4,2%). W szczegółowych danych nt CPI widzimy już jednak, że ceny usług zaczynają hamować i naszym zdaniem zbliżamy się do punktu, w którym inflacja bazowa również się obniży.
- Za granicą kluczowe będą dopiero piątkowe wstępne indeksy PMI za sierpień. Po wyraźnym odbiciu indeksów w ostatnich miesiącach potencjał do ich dalszej poprawy naszym zdaniem się wyczerpuje. Istotne dla nastrojów inwestorów będą też ewentualne porozumienie Demokratów i Republikanów w USA nt kolejnego pakietu pomocowego, a we wtorek rozpoczyna się kolejna runda rozmów nt warunków Brexitu.

Wnioski rynkowe

- Dobre krajowe dane makro powinny być wspierające dla PLN, ale z drugiej strony nie wykluczamy umocnienia dolara po osiągnięciu porozumienia w USA nt pakietu pomocowego, a to zwykle nie pomaga złotemu. W efekcie, nie spodziewamy się żeby EURPLN opuścił przedział 4.385-4.425, w którym utrzymuje się od końca lipca.
- Na rynku stopy procentowej raczej trudno liczyć na kontynuację tendencji spadku rentowności z ostatnich dni, w obliczu odwrotnego trendu za granicą oraz solidnych danych krajowych.

PKB w UE, zmiana %, dane odsezonowane

	2Q20 do 1Q20	2Q20 do 4Q19
Hiszpania	-18.5	-22.7
Węgry	-14.5	-14.8
Portugalia	-13.9	-17.2
Francja	-13.8	-18.9
Włochy	-12.4	-12.9
Rumunia	-12.3	-12.0
Belgia	-12.2	-15.3
Cypr	-11.6	-12.7
Austria	-10.7	-12.8
Niemcy	-10.1	-11.9
Bułgaria	-9.8	-9.5
Polska	-8.9	-9.3
Szwecja	-8.6	-8.5
Holandia	-8.5	-9.9
Czechy	-8.4	-11.5
Słowacja	-8.3	-13.1
Łotwa	-7.5	-10.2
Dania	-7.4	-5.5
Litwa	-5.1	-5.4
Finlandia	-3.2	-5.0

Źródło: Eurostat, 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 trochę ciekawych danych, w tym PKB za II kw. 2020, który spadł mniej niż oczekiwano, obroty bieżące, które pokazały ogromną nadwyżkę i inflację CPI, która okazała się niższa niż pierwszy szacunek.

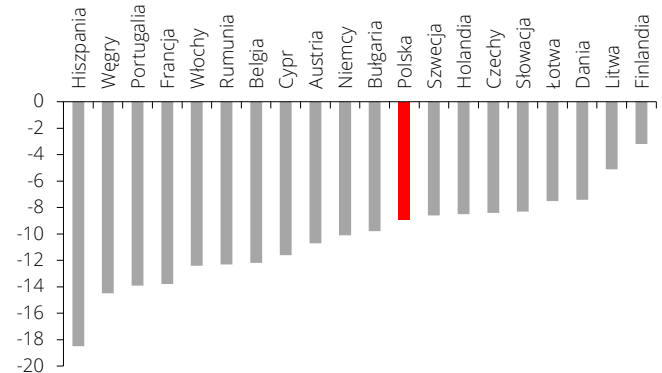
Krajowy PKB w II kw. obniżył się o 8,2% r/r i 8,9% kw/kw w ujęciu odsezonowanym, więc był nieco lepszy od oczekiwań. Spadek PKB był największy od początku lat 90. i w ujęciu kw/kw był to drugi negatywny odczyt z rzędu (-0,4% w I kw.), co spełnia techniczną definicję recesji. Krajowy odczyt PKB całkiem nieźle wypada na tle innych krajów UE - połowa z dwudziestu, które już pokazały dane, zanotowała kwartalny spadek większy od 10%. Najgorzej wyglądają dane z Hiszpanii, gdzie PKB spadł o 18,5% kw/kw. Czekamy na szczegółowe liczby, które pojawią się 31 sierpnia. Spodziewamy się mocnego spadku inwestycji i nieco słabszego konsumpcji. Wkład eksportu netto może okazać się dodatni, co sugerują dobre dane o bilansie płatniczym. Wygląda na to, że wartość dodana w usługach spadła o ok. 10% r/r, co nie byłoby złym wynikiem, skoro ten sektor wydawał się być najbardziej podatny na negatywne skutki epidemii. Spodziewamy się poprawy wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, choć możliwe jest, że pozostanie on ujemny w ujęciu r/r do końca 2020 r. Wynik za cały rok prawdopodobnie będzie lepszy od naszej dotychczasowej prognozy (-3,8%), którą zapewne rychło zrewidujemy.

Inflacja CPI wyniosła w lipcu 3,0% r/r wobec wstępnego odczytu 3,1% r/r. Skorygowaliśmy nasz szacunek inflacji bazowej do 4,0-4,2% r/r z 4,3%, przy czym to wciąż byłby najwyższy odczyt od 18,5 lat (publikacja 17 sierpnia). Inflacja cen towarów obniżyła się w lipcu do 1,5% r/r z 1,8% a inflacja cen usług do 7,3% r/r z 7,4%. Spadek rocznej dynamiki CPI z czerwcowego poziomu 3,3% był wywołany wyraźnie niższym wzrostem cen żywności (3,9% r/r wobec 5,7% poprzednio). Jeśli chodzi o inflację bazową, ceny odzieży i obuwi spadły istotnie mniej r/r niż zakładaliśmy a koszty utrzymania mieszkania wzrosły mocniej, podobnie jak ceny usług telekomunikacyjnych i ceny objęte kategorią „inne towary i usługi” (zawierająca m.in. usługi fryzjerskie i ubezpieczenia). Z drugiej strony niżej wypadła inflacja cen transportu oraz w kategorii „rekreacja i kultura”. Wygląda na to, że zbliżamy się do punktu, gdzie inflacja bazowa zacznie spadać (być może już w sierpniu), ulegając presji osłabionego popytu krajowego. Po pełnych lipcowych danych o CPI wydaje się bardziej prawdopodobne, że inflacja zejdzie poniżej celu NBP 2,5% r/r do końca roku.

W czerwcu **saldo na rachunku obrotów bieżących** wyniosło 2,84 mld €, czyli wyraźnie więcej niż poprzednio (1,39 mld €). Za zaskoczeniem stoi bilans handlu towarami, który osiągnął 2,67 mld €. Wzrost eksportu stał się już dodatni - dużo szybciej niż to sobie wyobrażaliśmy gdy obowiązywały jeszcze wszystkie restrykcje - Jednocześnie dynamika importu (-10,7% r/r) pozostała o wiele poniżej dynamiki eksportu. Wygląda na to, że polski eksport został wzmocniony niezrealizowanym popytem na konsumpcyjne dobra trwale za granicą. Wynik importu znów był silnie obniżony przez wydatki na ropę a do spadku dołożyły się auta i części samochodowe. Za to w przypadku innych dóbr konsumpcyjnych raport sygnalizuje istotne odbicie importu. Po czerwcu 12-mies. skumulowany wynik na rachunku obrotów bieżących poprawił się do ok. 2,3% PKB z 1,7% miesiąc wcześniej i z -0,7% rok temu.

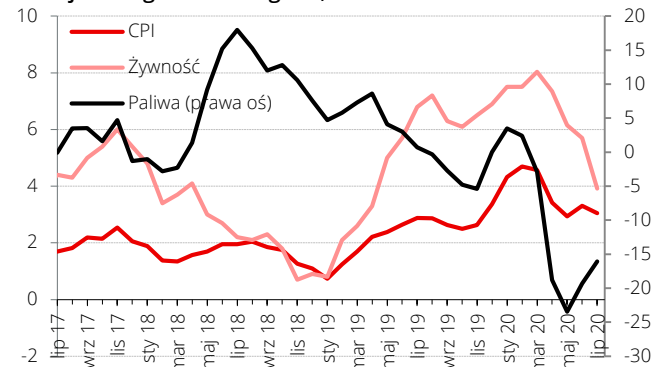
Członkowie RPP Jerzy Kropiwnicki i Eugeniusz Gatnar wyrazili obawę, że inflacja będzie podwyższona w najbliższym czasie, a ten pierwszy spodziewa się nawet jej wzrostu do 4-5% r/r w tym roku. Kropiwnicki powtórzył swoje słowa, że stopy powinny stopniowo rosnąć w 2021 r., podczas gdy Gatnar zasugerował podwyżkę na początku roku. Z drugiej strony, zdaniem Eryka Łona stopy powinny pozostać bez zmian w 2020 i 2021 przedstawił propozycję rozszerzenia przedziału tolerancji wokół celu do 0.5-4.5% z obecnego 1.5-3.5%. Naszym zdaniem idea stabilizacji stóp przez dłuższy czas znajdzie poparcie pozostałych członków Rady.

Wzrost PKB w II kw. w krajach UE, % kw/kw, dane odsezonowane



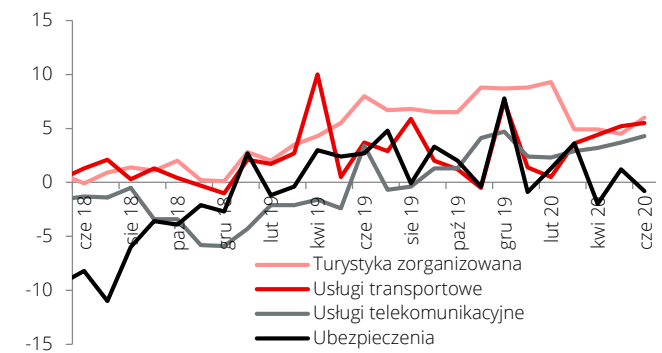
Źródło: Eurostat, Santander

Inflacja CPI i główne kategorie, % r/r



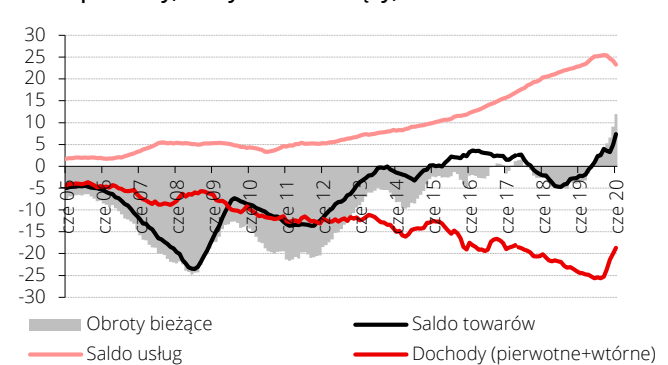
Źródło: GUS, Santander

Inflacja w wybranych kategoriach usług, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Bilans płatniczy, sumy za 12 miesięcy, mld €



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX W trakcie ostatnich pięciu sesji EURPLN osuwał się powoli dzięki utrzymującemu się na podwyższonym poziomie EURUSD, dość dobremu nastrojowi na świecie i lepszym od prognoz danym z Polski. W efekcie, EURPLN obniżył się do ok. 4,39 z 4,42. Ogólnie, zmienność była mocno ograniczona. USDPLN wahał się wokół 3,93, GBPLN spadł do 4,85 z 4,89, a CHFPLN oscylował w pobliżu 4,09.

W przypadku innych walut regionu, EURCZK i EURHUF pozostały blisko swoich lokalnych minimów dzięki wyższym od prognoz odczytom CPI. USDRUB tymczasem utrzymał się na podwyższonym poziomie i rubel wciąż wyróżniał się negatywnie na tle innych walut CEE.

Stopy procentowe Spready spadły na polskim rynku. Spread asset swap zawężił się o 5 pb dla 10 lat i o 10 pb dla 5 lat głównie dzięki wzrostowi IRS wywołanemu przez wyraźne osłabienie długu na rynkach bazowych. Rentowność 10-letniego Bundu wzrosła o ok. 10 pb, a Treasuries o 15 pb w reakcji na wyższe od oczekiwań odczyty CPI i PPI w USA. Polskie obligacje zdołały tymczasem odrobić straty z początku tygodnia i na jego koniec rentowność 10-latką była ponownie nieco poniżej 1,30%. Dzięki temu, 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy spadł do 170 pb, najniższej od czerwca.

Kluczowym wydarzeniem nadchodzącego tygodnia mogą być piątkowe odczyty wstępnych sierpniowych PMI dla Niemiec i całej strefy euro. Po marcowym załamaniu indeksy wróciły do poziomów sprzed pandemii i jak już pisaliśmy, potencjał do dalszych pozytywnych niespodzianek (takich jak w maju czy czerwcu) wyczerpuje się. Rynek oczekuje jedynie nieznacznie poprawy w stosunku do lipca. Poznamy też dane z USA.

Republikanie i Demokraci nadal negocjują nad ostatecznym kształtem kolejnego pakietu pomocowego dla gospodarki USA. Dodatkowe zasiłki dla konsumentów wygasły z końcem lipca i jeśli porozumienie zostanie w końcu osiągnięte, to może to wywołać pozytywną reakcję rynku. Na ten weekend zaplanowana jest kolejna runda rozmów.

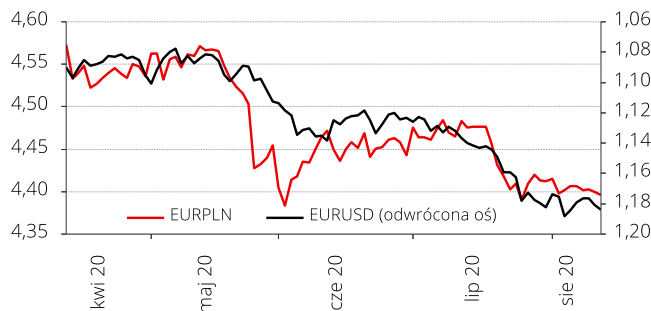
We wtorek, wznowione zostaną tymczasem negocjacje na linii Wielka Brytania – UE ws. warunków Brexitu. Jak dotąd, obie strony wskazywały na raczej słaby postęp rozmów, ale wyrażały nadzieje, że pewien poziom porozumienia może zostać osiągnięty do października.

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN zbliżył się do dolnego ograniczenia przedziału 4,385-4,425, w którym porusza się od końca lipca, ale nie sądzimy, aby kurs już w przyszłym tygodniu opuścił te pasmo. Złoty zyskał przejściowo po danych o PKB i kolejne dane zaplanowane na przyszły tydzień (które w naszej ocenie będą lepsze od konsensusu) też mogą nieco wesprzeć krajową walutę. Z czynników globalnych, ważny może być wynik rozmów amerykańskich polityków, ale pozytywne rozstrzygnięcie może nie być jednoznacznie korzystne. Jednym z czynników osłabiających w ostatnim czasie dolara był właśnie pat na amerykańskiej scenie politycznej. Sądzimy, że osiągnięcie porozumienia to tylko kwestia czasu i kiedy zostanie ogłoszone, dolar może zacząć się umacniać doprowadzając do opuszczenia przez EURUSD przedziału 1,17-1,19. To z kolei, miałyby negatywny wpływ na złotego, ale presja ze strony mocniejszego dolara mogłaby zostać osłabiona przez prawdopodobnie pozytywną reakcję rynku giełdowego.

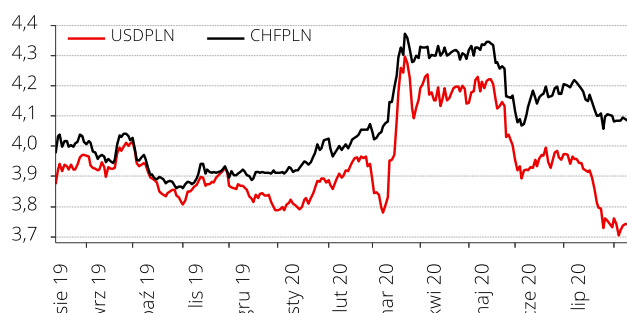
Stopa procentowa Rentowność polskiej 10-latką odbiła się od górnego ograniczenia kanału trendu spadkowego obserwowanego od końca czerwca. W ostatnich dniach pojawiło się jednak sporo czynników, które mogą sprawić, że ta tendencja przynajmniej straci na sile. Po pierwsze, wzrost rentowności na rynkach bazowych może być kontynuowany w przypadku osiągnięcia zgody między Republikanami i Demokratami. Po drugie, rynek może zacząć wyceniać scenariusz przełożenia się wyższej inflacji za granicą na krajowy CPI, szczególnie jeśli kolejne dane pokażą, że ożywienie w Polsce następuje szybciej niż wielu, w tym bank centralny oczekuje.

EURPLN i EURUSD



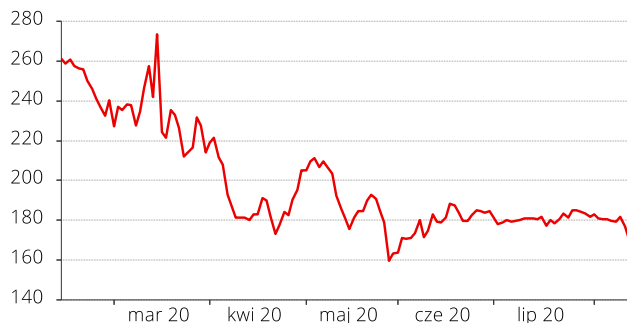
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



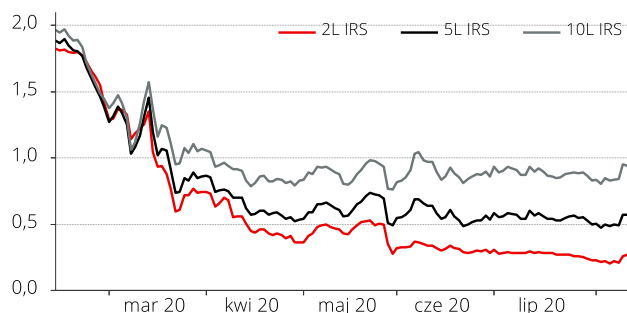
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spread rentowności Polska-Niemcy



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	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
PONIEDZIAŁEK (17 sierpnia)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	VII	% r/r	4,2	4,1*	4,1
WTOREK (18 sierpnia)							
14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	VII	% m/m	3,7	-	17,3
ŚRODA (19 sierpnia)							
10:00	PL	Zatrudnienie	VII	% r/r	-3,0	-3,1	-3,3
10:00	PL	Płace	VII	% r/r	3,4	4,5	3,6
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	0,4	-	0,4
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (20 sierpnia)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	-1,2	3,7	0,5
10:00	PL	PPI	VII	% r/r	-0,5	-0,5	-0,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	1 100	-	963
14:30	US	Indeks Philly Fed	VIII	pkt	21,0	-	24,1
PIĄTEK (21 sierpnia)							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	VIII	pkt	52,5	-	51,0
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	VIII	pkt	55,0	-	55,6
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	VIII	pkt	53,1	-	51,8
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	VIII	pkt	54,7	-	54,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	VII	% r/r	-5,5	-4,5	-2,4
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	-0,7	2,8	-1,3
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	% m/m	12,9	-	20,7

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

*szacunek po danych o inflacji CPI

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