

Tygodnik ekonomiczny

Czy EBC pójdzie w ślady Fed?

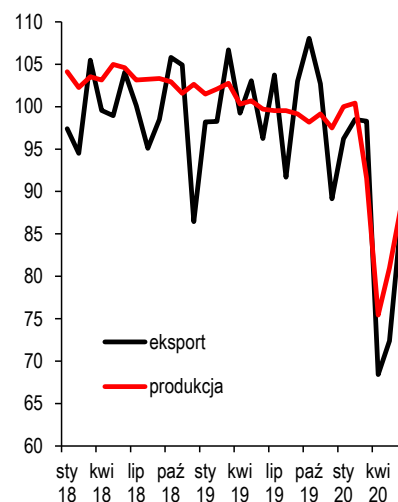
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Właśnie opublikowaliśmy nowy raport [MAKROskop Lite](#), a w nim lekko zrewidowane w górę prognozy wzrostu gospodarczego, głównie z powodu lepszego niż się wydawało punktu startowego. Trzeba się liczyć z tym, że żywiłowe początkowo tempo wychodzenia z dołka może w najbliższym czasie przyhamować, na co wskazują już niektóre wskaźniki wyprzedzające, m.in. dot. nastrojów konsumentów, polski przemysłowy PMI, czy usługowy PMI w części Europy.
- W kalendarzu na najbliższy tydzień najważniejsze będzie posiedzenie EBC (czwartek) i to, czy europejski bank odniesie się jakkolwiek do zmiany w strategii polityki pieniężnej ogłoszonej przez Fed (przejście na uśredniony cel inflacyjny = tolerancja dla inflacji przejściowo powyżej 2%). Warto przypomnieć, że EBC też jest akurat w trakcie przeglądu strategii, który rozpoczął w styczniu br. Jednak ze względu na pandemię w kwietniu termin zakończenia tego przeglądu przesunięto na połowę 2021 r., więc być może na razie za wcześnie jeszcze na jakieś konkrety.
- Poza tym publikacji będzie nie za wiele, m.in.: trochę danych o inflacji (Węgry, Czechy, Niemcy, USA) i produkcji (Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania), finalne dane o PKB za II kw. dla krajów UE. Na krajowym podwórku brak ważnych publikacji.
- Warto śledzić statystyki zachorowań na Covid-19 w pierwszych dwóch tygodniach po rozpoczęciu szkoły, być może powiedzą nam coś więcej o ryzyku powrotu ostrzejszych restrykcji.

Wnioski rynkowe :

- Po tym, jak złoty nie reagował pozytywnie na dobre dane makro i dobre nastroje globalne, a zmienność kursu wyjątkowo się zmniejszyła w sierpniu, spodziewaliśmy się korekty i wygląda na to, że właśnie się zaczęła. Nie spodziewamy się jednak aby w tej korekcyjnej fali EURPLN przekroczył 4,50.
- Rentowności obligacji i stopy IRS przez kilka tygodni były w trendzie wzrostowym. Jeśli korekta ryzykownych aktywów będzie kontynuowana, to rentowności na rynkach bazowych powinny być stabilne lub spadać, a rentowności lokalnych obligacji (Polskich, ale też innych krajów CEE3) mogą być stabilne lub wzrastać, tym samym rozszerzając spread do Bunda. Wystromieniu krzywych sprzyjałby jakikolwiek sygnał, że EBC może pójść śladami Fed w kwestii zmian strategii monetarnej. Oczekujemy 10L rentowności na poziomie 1,50% na koniec kwartału, częściowo na skutek nadchodzących emisji obligacji (ok. 20 mld zł do końca roku, szacujemy). Część tego ruchu może się wydarzyć w nadchodzącym tygodniu.

Niemiecki eksport i produkcja przemysłowa, 2019=100, odsezonowane



Źródło: Destatis, 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 mieliśmy szansę zapoznać się ze szczegółowymi danymi o PKB w II kw. 2020 r., wstępnym odczytem CPI w sierpniu oraz z indeksem PMI, który niespodziewanie zaliczył spadek. Ponadto rząd zaprezentował swój plan finansowy na 2021 r.

Wzrost PKB w II kw. wyniósł -8,2% r/r, a po korekcie sezonowej -8,9% kw/kw. Konsumpcja i inwestycje spadły o prawie 11% r/r. Pozytywnie na wzrost wpływały spożycie publiczne i saldo handlu zagranicznego. Słaby wynik inwestycji to przede wszystkim skutek mocnego spadku nakładów na maszyny i środki transportu, które odjęły prawie 10 punktów proc. od głównej liczby. Dane potwierdzają intuicję dotyczącą natury zatrzymania aktywności ekonomicznej w szczycie pandemii i okresie największych restrykcji z nią związanych. Jednocześnie dane o większej częstotliwości wskazują, że od czerwca gospodarka wraca do życia i na razie wychodzenie z dołka przebiega dość sprawnie. Dodatkowo skala załamania części sektorów usługowych niedotkniętych największymi ograniczeniami okazała się mniejsza, niż sądziliśmy. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

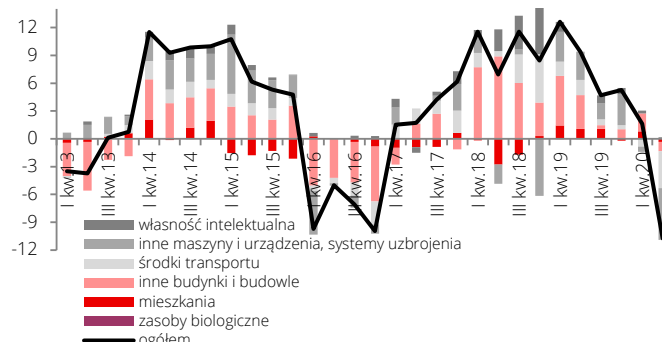
Według wstępnego odczytu, **inflacja CPI** w sierpniu spadła do 2,9% r/r niewiele poniżej naszych prognoz oraz konsensusu rynkowego (3,0% r/r). Ceny żywności spadły 1,1% m/m, zgodnie z naszymi prognozami, ceny energii wzrosły 0,1% m/m, a ceny paliw wzrosły 3,3% m/m, więcej niż szacowaliśmy na podstawie obserwacji sytuacji na stacjach benzynowych. Tym samym zaskoczenie w dół w dynamice CPI musi pochodzić z inflacji bazowej. Uważamy, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii mogła spowolnić do 4,1% r/r z lipcowego szczytu 4,3% r/r. Prawdopodobnie dezinflacyjny wpływ wywołanego pandemią załamania popytu w końcu zaczął się materializować. Podtrzymujemy opinię, że inflacja będzie dalej się obniżać do poniżej 2,5% na koniec 2020 i sporo poniżej 2,0% w 2021.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w sierpniu do 50,6 z 52,8 w lipcu, dużo poniżej naszych i rynkowych oczekiwań (odpowiednio 53,0 oraz 52,9) ale także w sprzeczności z innymi dostępnymi ankietami dot. koniunktury gospodarczej (GUS, ESI), które wskazywały na dalszą poprawę nastrojów w sierpniu. Indeks uległ obniżeniu głównie na skutek słabości nowych zamówień. Podczas gdy spółki wciąż raportowały poprawę w popycie zewnętrznym, popyt krajowy słabł. Presja na wzrost kosztów produkcji osiągnęła najwyższy poziom od 6 miesięcy, natomiast ceny wyrobów gotowych spadały. Ogólnie, ankietę uprawdopodobnia tezę, że po dynamicznym wzroście aktywności w pierwszej fazie odbicia od gospodarczego dołka, tempo ożywienia w kolejnych miesiącach będzie niższe.

Projekt budżetu na 2021 r. zakłada deficyt centralny na poziomie 82,3 mld zł, a deficyt sektora finansów publicznych ok. 6% PKB (wobec 12% PKB w 2020 r.). Źródłem dużej luki w finansach publicznych jest relatywnie wysoki poziom wydatków, które mają wynieść ok. 20,6% PKB. To o ok. 2 pkt. proc. mniej niż w tym roku, ale jednocześnie o 2 pkt. więcej niż w latach 2018-19. Wysokie wydatki w 2021 r. trudno zrzucić na karb pandemii, szczególnie że nawet w br. lwią część działań z tym związanych wypchnięto poza budżet państwa. Wynikają one raczej ze zmian w wydatkach o trwałym charakterze, m.in. wzrostu transferów socjalnych, wydatków na ochronę zdrowia i obronę narodową. Dochody, oparte na ostrożnych założeniach, wydają się realistyczne. Mimo mniejszego niż w tym roku deficytu, potrzeby pożyczkowe na 2021 r. nieznacznie rosną. Niemniej, planowane emisje SPW mają być mniejsze, ponieważ spora część finansowania ma być zapewniona ze źródeł zewnętrznych, m.in. pożyczki z unijnego instrumentu SURE. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

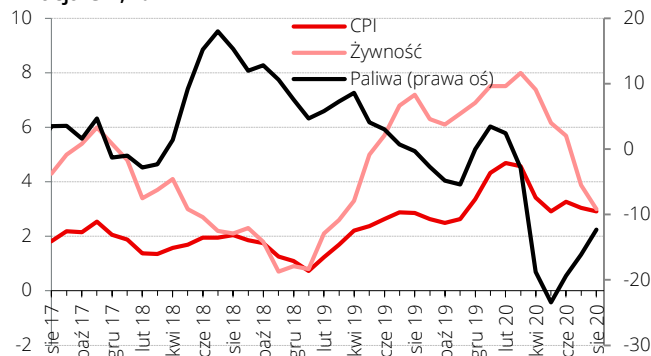
Członek RPP Eugeniusz Gatnar powiedział, że na początku 2021 należałoby rozważyć normalizację poziomu stóp procentowych jeżeli inflacja będzie się utrzymywać na podwyższonym poziomie w wyniku dalszego wychodzenia gospodarki z dołka. E. Gatnar spodziewa się podwyższonej inflacji w 2021 r., co naszym zdaniem jest mało prawdopodobne i spodziewamy się stabilizacji stóp w 2020 i 2021 r.

Dekompozycja wzrostu inwestycji, % r/r



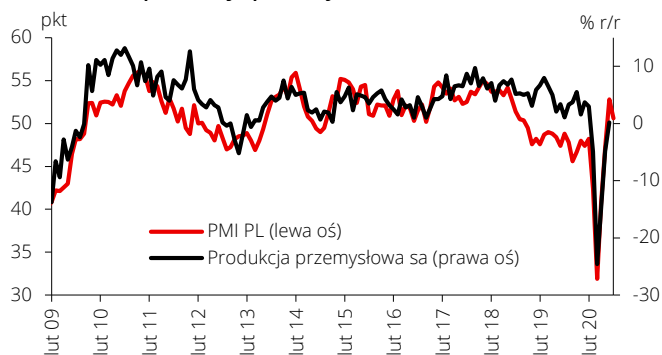
Źródło: Eurostat, Santander

Inflacja CPI, % r/r



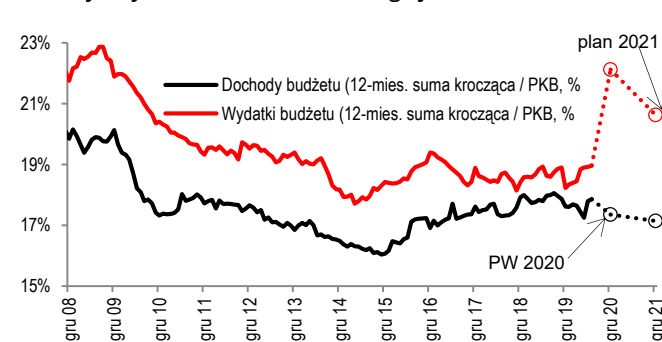
Źródło: GUS, Santander

Indeks PMI a produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Markit, Santander

Dochody i wydatki budżetu centralnego jako % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Mijający tydzień był interesujący na rynkach walutowych ze względu na podwyższoną zmienność kursu EURUSD. Koniec końców EURUSD obniżył się o 0,4% w tydzień do 1,185 jednak w międzyczasie krótko przebywał powyżej 1,200 (po wypowiedzi Jerome Powella na konferencji w Jackson Hole) a także w okolicy 1,179 (na początku fali podwyższonej awersji do ryzyka). Umocnienie dolara w naturalny sposób osłabiało waluty rynków wschodzących, w tym złotego. W pierwszej części tygodnia EURPLN znajdował się jeszcze w przedziale 4,38-4,42, w którym przebywał od końca lipca. W drugiej części tygodnia EURPLN wzrósł do 4,45 z 4,39 – o 1,4%. USDPLN zyskał 2,1% zamykając się po 3,76, CHFPLN o 1,3% do 4,13, a GBPPLN o 1,6% do 5,00. Inne waluty regionu CEE również traciły: EURHUF wzrósł 1,5% do 359,5, EURCZK o 1,1% do 26,4 a USDRUB o 1,5% do 75,2 – naturalne zachowanie przy spadającej ropie (-5%).

Stopy procentowe IRS oraz rentowności obligacji spadły trochę z niedawnych lokalnych szczytów, co uważamy za zdrowe dostosowanie. 10L rentowności spadły o 4pb do 1,39%, IRS o 10bp do 1,05%. Rentowność Bunda również w dół o 7pb i tym samym spread się rozszerzył. Na krótkim końcu krzywej spadki również występowały ale w mniejszej skali: 2L rentowności jedynie 2pb do 1,10% a IRS o 4pb do 0,28%. FRA 21x24 spadło o 9pb i nie wycenia w chwili obecnej istotnie wysokiego prawdopodobieństwa podwyżek.

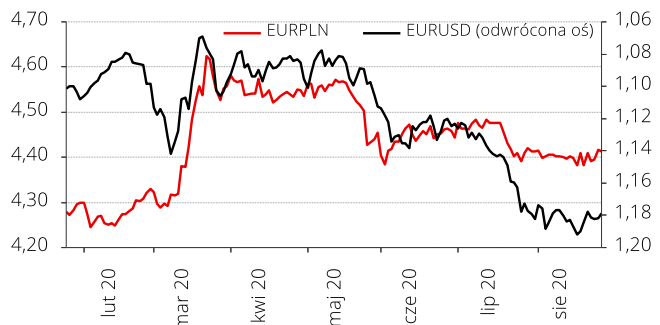
Kluczowym wydarzeniem najbliższego tygodnia jest posiedzenie EBC w czwartek. Biorąc pod uwagę niedawną zmianę strategii polityki pieniężnej Fed oraz słabe dane z Europy (duży spadek inflacji oraz usługowych PMI we Włoszech i Hiszpanii do poniżej 50,0) ciekawe będzie czy EBC zdecyduje się na bardziej gołębi przekaz niż obecnie oczekuje rynek. Ponadto w kalendarzu są sierpniowe odczyty inflacji w środę (Węgry), czwartek (Czechy) oraz piątek (USA, Niemcy). Lipcowe dane z Niemiec będą w poniedziałek (produkcja przemysłowa) oraz wtorek (eksport). Ostateczny odczyt PKB za II kw. w strefie euro również we wtorek.

Wpływ na rynek

Rynek FX Przy relatywnie pustym kalendarzu w Polsce, w najbliższym tygodniu złoty będzie w dużym stopniu pod wpływem czynników globalnych, ze szczególnym uwzględnieniem siły dolara. EURUSD wzrósł od maja już o 10% i uważamy, że mała korekta w kierunku 50-dniowej średniej ruchomej (ok 2% poniżej aktualnego spot) staje się coraz bardziej prawdopodobna, w szczególności po tym jak oficjele z EBC (np. Philip Lane) próbowali ostatnio werbalnie spowolnić wzrost euro, a także ponieważ ECB może brzmieć jeszcze bardziej gołębio w kontekście ostatnich, nienajlepszych danych makro (niższa inflacja oraz usługowe PMI w południowej Europie). Oczekujemy wzrostu EURPLN w nadchodzącym tygodniu ale raczej nie powyżej 4,50 (maksimum z połowy lipca), 1% powyżej aktualnego spot. Dużo więcej miejsca do wzrostów widzimy na parze USDPLN i nie zdziwi nas gdy dotrze do 3,90.

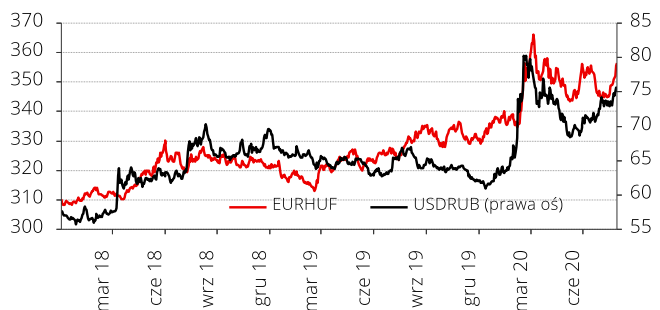
Stopa procentowa Krótki koniec krzywej może pozostawać stabilny – FRA są obecnie prawie zrównane z 3m Wibor, co ma według nas sens gdyż nie oczekujemy zmiany stóp NBP do 2022 roku. Krótkie papiery, wydaje się, znalazły się w tymczasowej równowadze (2L około 0,10%). Na długim końcu krzywej, jeśli korekta ryzykownych aktywów będzie kontynuowana, wtedy rentowności na rynkach bazowych powinny być stabilne lub spadać natomiast rentowności lokalnych obligacji (Polskich, ale też innych krajów CEE3) mogą być stabilne lub wzrastać, tym samym rozszerzając spread do Bunda. Jeśli ECB pójdzie śladami Fed w pewien sposób (albo przynajmniej ogłosi taki zamiar) to krzywe dochodowości staną się bardziej strome, co by miało wpływ również na kształt polskiej krzywej. Oczekujemy 10L rentowności na poziomie 1,50% na koniec kwartału, częściowo na skutek nadchodzących emisji obligacji (ok 20mld zł do końca roku, szacujemy). Część tego ruchu może się wydarzyć w nadchodzącym tygodniu.

EURPLN i EURUSD



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDRUB i EURHUF



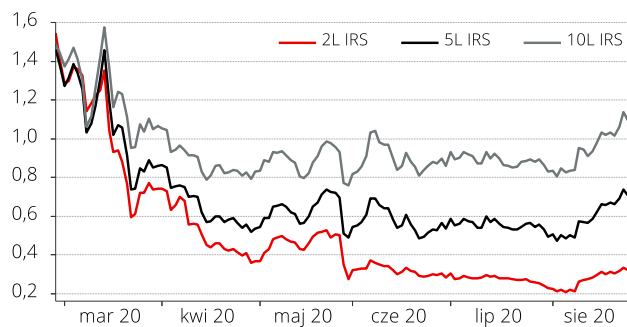
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 WARTOŚĆ |
|----------------------------------|-----------|---------------------------------|------------|----------|-----------|----------------------------|
| | | | | RYNEK | SANTANDER | |
| PONIEDZIAŁEK (7 września) | | | | | | |
| 08:00 | DE | Produkcja przemysłowa SA | VII | % m/m | 4,3 | 8,9 |
| 09:00 | CZ | Produkcja przemysłowa | VII | % r/r | -6,7 | -7,0 |
| WTOREK (8 września) | | | | | | |
| 08:00 | DE | Eksport | VII | % m/m | 0,0 | 14,9 |
| 11:00 | EZ | PKB SA | II kw. | % r/r | -15,0 | -15,0 |
| ŚRODA (9 września) | | | | | | |
| 09:00 | HU | Inflacja | VIII | % r/r | 3,9 | 3,8 |
| CZWARTEK (10 września) | | | | | | |
| 09:00 | CZ | Inflacja | VIII | % r/r | 3,3 | 3,4 |
| 13:45 | EZ | Decyzja EBC | 10.09.2020 | % | 0,0 | 0,0 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | 05.09.2020 | tys. | 950,0 | 881,0 |
| | PL | Przegląd ratingu Moody's | | | | A2, stab. A2, stab. |
| PIĄTEK (11 września) | | | | | | |
| 08:00 | DE | Inflacja HICP | VIII | % m/m | -0,2 | -0,2 |
| 14:30 | US | Inflacja | VIII | % m/m | 0,3 | 0,6 |

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. i 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