

Tygodnik ekonomiczny

Dużo danych, dużo polityki

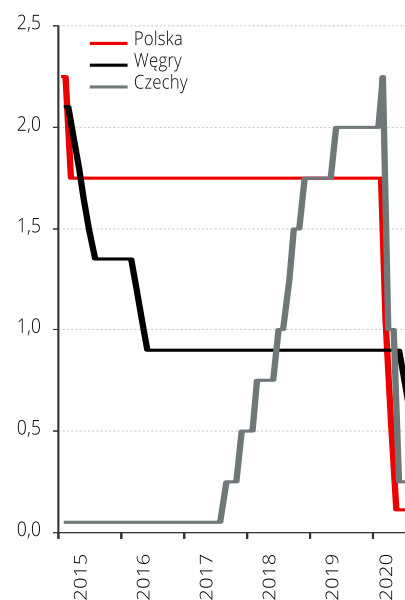
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Polityka, głupcze! – to zapewne będzie hasło najbliższego tygodnia. Miały być trzy lata bez kampanii wyborczej, ale nagle zaostrzenie sporu wewnątrz koalicji Zjednoczonej Prawicy może te plany pokrzyżować. Ze strony liderów PiS pojawiły się sugestie o możliwym rozpadzie koalicji, a nawet przedterminowych wyborach. Trudno nam ocenić w tej chwili ile w tym wszystkim „politycznego teatru” i jak duże faktycznie jest ryzyko wcześniejszych wyborów. Na razie nie zakładamy, aby był to bazowy scenariusz, ale wydarzenia najbliższych dni mogą w tej sprawie wiele wyjaśnić (w poniedziałek kierownictwo PiS ma zdecydować o dalszych działaniach) i ewentualnie przyćmić publikację kolejnych danych ekonomicznych, przynajmniej na początku tygodnia.
- Jeśli chodzi o publikacje krajowe, pojawi się ich całkiem sporo: w poniedziałek sprzedaż detaliczna i produkcja w budownictwie, we wtorek podaż pieniądza, w środę Biuletyn Statystyczny, a w nim m.in. bezrobocie, koniunktura i szereg bardziej szczegółowych informacji o stanie gospodarki. Po negatywnej niespodziance ze strony sierpniowej produkcji przemysłowej, kolejne wskaźniki też mogą być naszym zdaniem poniżej oczekiwań rynkowych, potwierdzając wygasanie tempa odbijania gospodarki od dna (co zapowiadaliśmy w ostatnim MAKROskopie).
- Za granicą na uwagę zasługują wstępne indeksy PMI i niemiecki indeks Ifo, które będą pierwszymi wskazówkami nt aktywności gospodarek we wrześniu. PMI w strefie euro już w sierpniu wytraciły tempo, najbardziej w usługach, a teraz wraz z nowymi rekordami zachorowań w wielu krajach trudno liczyć na ich dalszą zdecydowaną poprawę. Posiedzenia banków centralnych w Czechach na Węgrzech raczej nie przyniosą żadnych zmian.
- W piątek przegląd polskiego ratingu zaplanowała agencja Fitch. Tydzień temu analityk tej agencji powiedział, że Fitch bardzo uważnie przygląda się finansom publicznym Polski, m.in. ze względu na trajektorię długu i znacznie mniejszą skalę redukcji deficytu fiskalnego w 2021 r. niż inne kraje. Nie spodziewamy się jednak zmiany oceny kredytowej dla Polski. Fitch do tej pory raczej nie „wychodziła przed szereg” z tego typu decyzjami.

Wnioski rynkowe :

- Od początku września trwa lekka korekta kursu złotego i wydaje się, że wydarzenia najbliższych dni (wyższa niepewność polityczna, kolejne dane potwierdzające wyhamowanie ożywienia, rosnące zachorowania Covid-19 w regionie) mogą sprzyjać jej kontynuacji. Nie wykluczamy testowania przez EURPLN poziomu 4,48 w najbliższej przyszłości.
- Na rynku obligacji widzimy jeszcze pewną przestrzeń do wypłaszczenia krzywej i spadku rentowności na długim końcu, szczególnie jeśli słabsze indeksy PMI umocnią dług niemiecki.

Stopy procentowe banków centralnych w regionie CEE (%)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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

Ostatnie dane pokazały, że tempo ożywienia gospodarczego uspokoiło się, poprawa w imporcie zmniejszyła nadwyżkę handlową, inflacja bazowa prawdopodobnie zmieniła kierunek trendu na spadkowy. Nic nowego ze strony RPP.

Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 1,5% r/r, mniej niż my (2,9%) i rynek (3,4%) oczekiwaliśmy. Głównym silnikiem ożywienia są dobra trwałego użytku, chociaż widać pewne wyhamowanie pozytywnych tendencji. Spodziewamy się, że ożywienie w przemyśle będzie postępowało teraz w wolniejszym tempie. Więcej w [komentarzu ekonomicznym](#).

W sierpniu dynamika **zatrudnienia** w sektorze przedsiębiorstw poprawiła się do -1,5% r/r z -2,3% r/r. Zapewne znaczna część odbicia w zatrudnieniu to pokłosie normalizacji czasu pracy – skracanego w wielu firmach po wybuchu pandemii, a to oznaczałoby, że dla dalszych wzrostów nie ma już wiele miejsca. Tempo wzrostu **płac** nie zaskoczyło odbijając do 4,1% r/r z 3,8% r/r. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

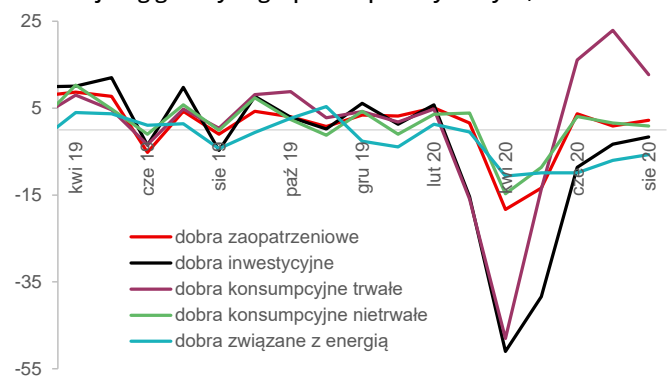
W lipcu saldo na **rachunku obrotów bieżących** wyniosło 1,6 mld €, przy naszej prognozie 1,6 mld € i konsensusie rynkowym wynoszącym 2,8 mld €. Bilans handlowy zaskoczył w dół, gdyż import spadł o zaledwie 3,9% r/r wobec -10,7% w czerwcu. Eksport wzrósł o 2,7% r/r, podobnie jak w czerwcu (3,0% r/r). Wyraźna poprawa wystąpiła też w handlu usługami – eksport spadł tylko o 7,3% r/r a import o 9,4% w porównaniu do wyników rządu -30% do -40% r/r z poprzednich miesięcy. Za poprawą w usługach najwyraźniej stoi lepsza sytuacja w wyjazdach zagranicznych i transporcie. 12-miesięczny skumulowany wynik na rachunku obrotów bieżących poprawił się jeszcze do 2,7% PKB z 2,3% odnotowanych w czerwcu, ale dalszy wzrost tej miary może napotkać trudności z uwagi na odradzający się import.

Finalny odczyt inflacji **CPI** za sierpień potwierdził jej spadek do 2,9% r/r z 3,0%. Wzrost cen usług obniżył się do 6,6% r/r z 7,3%. Inflacja bazowa spadła do 4,0% r/r z 4,3%, prawdopodobnie wyznaczając w ten sposób punkt zwrotny w dotychczasowym trendzie wzrostowym trwającym od końcówki 2018 r. Uważamy, że inflacja bazowa przejdzie teraz do trendu spadkowego, który sprowadzi ją poniżej 3% r/r jeszcze w tym roku i być może nawet poniżej 1% w połowie 2022 r. za sprawą osłabionego popytu krajowego. Więcej w [komentarzu ekonomicznym](#).

Ceny producentów zmniejszyły się o 1,2% r/r a w przetwórstwie przemysłowym o 2,1% r/r (drugi najniższy odczyt od niemal pięciu lat). W większości działów przemysłu dominowały obniżki cen co potwierdza wcześniejsze sygnały z badań koniunktury, że w warunkach obniżonego popytu zaostrza się konkurencja cenowa producentów.

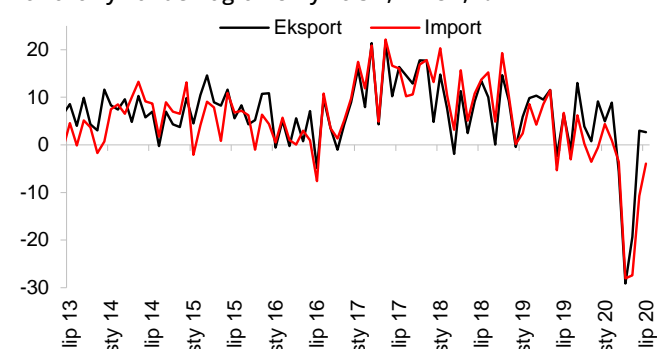
Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat prasowy był bardzo podobny do poprzedniego z lipca. RPP odnotowała ostatnie, lepsze od prognoz dane ekonomiczne, ale nie wygląda na to, aby wpłynęły one na istotną na zmianę jej oceny perspektyw gospodarczych. Prezes NBP Adam Glapiński napisał w artykule dla Dziennika Gazety Prawnej, że w 2021 czeka nas zapewne dalszy spadek inflacji, a tempo poprawy sytuacji ekonomicznej w kolejnych miesiącach zapewne będzie wolniejsze. Jego zdaniem, „choć najgorsze już za nami”, to polityka pieniężna musi pozostać akomodacyjna, ponieważ aktywność gospodarcza jest nadal poniżej potencjału, a rządowe programy antykrzysowe będą stopniowo wygasać. Nadal oczekujemy, że główne stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do końca 2021 r.

Produkcja wg głównych grupowań przemysłowych, %r/r



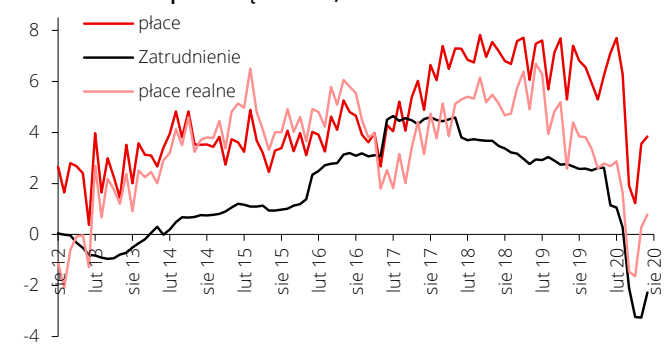
Źródło: GUS, Santander

Towarowy handel zagraniczny Polski, w EUR, %r/r



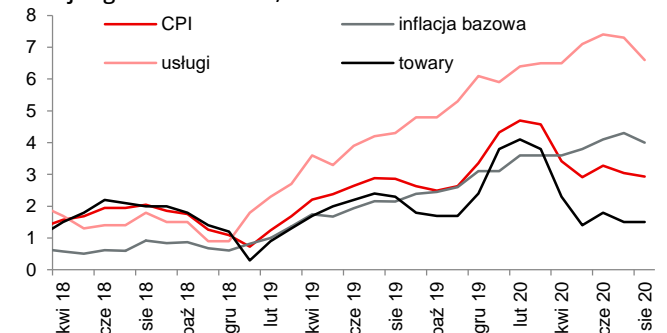
Źródło: NBP, Santander

Dane z sektora przedsiębiorstw, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Inflacja i główne składniki, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Mijający tydzień był bardzo spokojny na polskim rynku. Kurs EURPLN pozostał w przedziale 4,425-4,47 obserwowanym od pierwszego piątku miesiąca, a tygodniowy zakres wahań był najmniejszy od połowy sierpnia. USDPLN wahał się wokół 3,76, a CHFPLN blisko 4,13. Jedynie GBPPLN zanotował kierunkowy ruch rosnąc do 4,90 z 4,80 w wyniku umocnienia funta.

W regionie CEE, najstabilniejszą walutą był rubel i USDRUB wahał się wokół 75,0 mimo ok. 10-procentowego wzrostu cen ropy. EURHUF i EURCZK wzrosły do odpowiednio 360 (blisko wrześniowego maksimum) i 26,8 (najwyżej od końca czerwca). Presję na koronę mogły wywierać dane o rekordowej liczbie nowych przypadków COVID-19 w Czechach (17 września wykryto ich 3123).

Stopy procentowe Polskie rentowności i IRS kontynuowały spadki w wyniku niestabilnego nastroju na giełdach, gorszych od prognoz danych z USA i gołębiej retoryki FOMC. W efekcie, rentowność krajowej 5-latki spadła poniżej sierpniowego minimum, a 10-lątka odrobiła już ponad połowę sierpniowych strat. Krzywa obligacyjna pozostaje dość stroma ze spreadem 2-10 powyżej 130 pb, najwyżej od maja 2019. Spread dla krzywej IRS obniżył się o 4 pb do 77 pb. 10-letni spread asset swap lekko wzrósł do 35 pb z 30 pb, ale pozostał blisko przedkryzysowych minimów. Ministerstwo Finansów zorganizowało aukcję zamiany, po której poinformowało, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są pokryte w 98%.

Kluczowym wydarzeniem w kalendarzu na przyszły tydzień mogą się okazać publikacje wstępnych wrześniowych PMI dla przemysłu i usług. Sierpniowe odczyty pokazały spowolnienie pozytywnych tendencji (w szczególności w usługach) po szybkim odbiciu po otwarciu gospodarek. W regionie CEE, banki centralne Węgier i Czech podejmą decyzje ws. stóp procentowych. Nie są oczekiwane żadne zmiany.

W Polsce poznamy dane o sprzedaży detalicznej, które pokażą wg nas spowolnienie pozytywnych tendencji. Uwagę mediów zwrócić może z kolei konflikt w rządzącej koalicji.

Wpływ na rynek

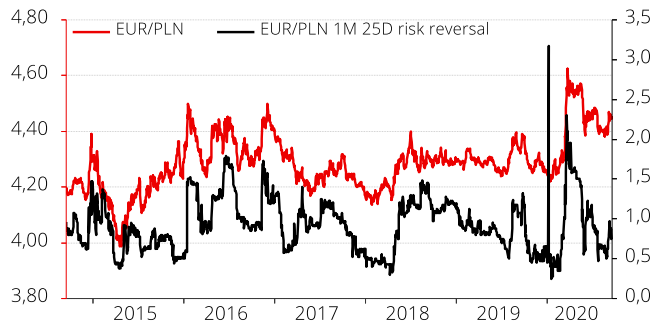
Rynek FX Zmienność implikowana ze strategii EURPLN 1-miesięczny 25-delta risk reversal wzrosła nieco po tym jak złoty stracił na początku września do euro, ale patrząc na historyczne obserwacje jest jeszcze potencjał do dalszego ruchu w górę. Wzrost zmienności jej zazwyczaj negatywny dla walut z rynków wschodzących i sądzimy, że może minąć trochę czasu zanim złoty zacznie się znowu umacniać.

Krajowa waluta nie skorzystała za bardzo z gołębiej sygnalizacji z EBC i Fed ani z faktu, że EURUSD utrzymał się powyżej ważnego wsparcia. Uważamy, że konsolidacja EURPLN obserwowana od początku września może być dobrym punktem startowym do kolejnej fali wzrostowej i w najbliższym czasie testowany może być poziom 4,48.

O ile ryzyko przedterminowych wyborów nie zacznie szybko rosnąć, to czynnik ten nie powinien mieć bezpośredniego negatywnego wpływu na złotego, ale razem ze wzrostem przypadków COVID-19 regionie może sprawić, że krajowa waluta będzie sobie radziła słabiej niż inne z rynków wschodzących. Jak do tej pory, we wrześniu złoty jest piątą najsłabszą walutą spośród walut z rynków wschodzących do dolara i euro, a inne waluty CEE też radzą sobie gorzej niż reszta tej grupy. Na Węgrzech i w Czechach nastąpił gwałtowny wzrost nowych przypadków COVID-19, a w Polsce utrzymuje się on na stabilnym wysokim poziomie. Tymczasem w Ameryce Południowej, liczba nowych przypadków jest w trendzie spadkowym.

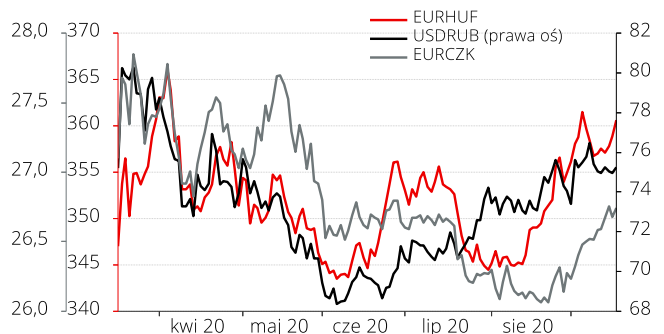
Stopa procentowa Patrząc przez pryzmat stromości krzywej, wydaje się że jest potencjał do spadku rentowności na długim końcu wskutek ostatnich (i oczekiwanych) sygnałów spowolnienia odbicia gospodarczego. Jeśli wstępne PMI pokażą wolniejszy wzrost, wtedy Bund mógłby testować wsparcie na ok. -0,50%, co mogłoby wesprzeć polski dług, szczególnie z długiego końca krzywej.

EURPLN i zmienność implikowana ze strategii risk reversal



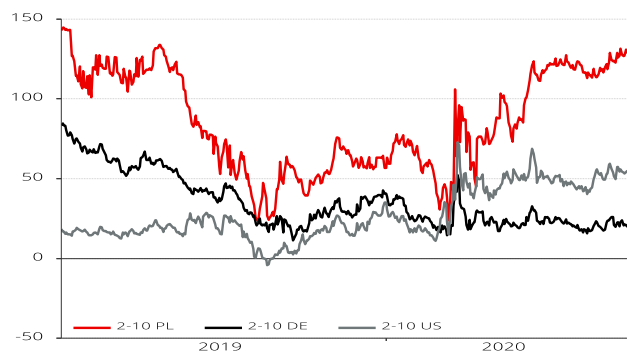
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, USDRUB i EURHUF



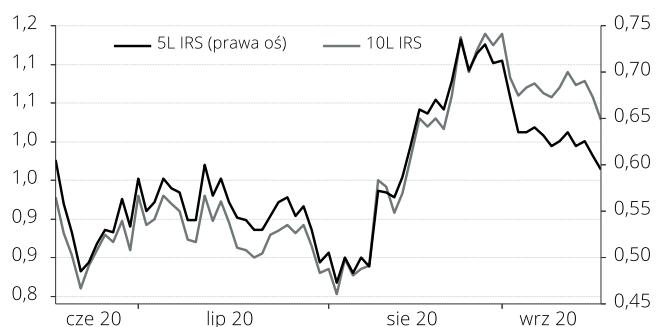
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Nachylenie krzywych obligacyjnych



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 (21 września)							
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VIII	% r/r	2,3	2,7	3,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	VIII	% r/r	-7,9	-11,7	-10,9
WTOREK (22 września)							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VIII	% r/r	16,4	15,9	16,8
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,60	-	0,60
16:00	US	Sprzedaż domów	VIII	% m/m	2,4	-	24,7
ŚRODA (23 września)							
9:30	GE	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	52,1	-	52,2
9:30	GE	Wstępny PMI – usługi	IX	pkt	52,9	-	52,5
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	IX	pkt	51,5	-	51,7
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	IX	pkt	50,6	-	50,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VIII	%	6,1	6,1	6,1
14:30	CZ	Decyzja banku centralnego		%	0,25	-	0,25
CZWARTEK (24 września)							
10:00	GE	Indeks Ifo	IX	pkt	93,8	-	92,6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	880	-	901
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VIII	% m/m	-2,3	-	13,9
PIĄTEK (25 września)							
	PL	Przegląd ratingu przez Fitch					
	HU	Przegląda ratingu przez Moody's					
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku	VIII	% m/m	1,0	-	11,4

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