

Tygodnik ekonomiczny

Wzbierająca fala

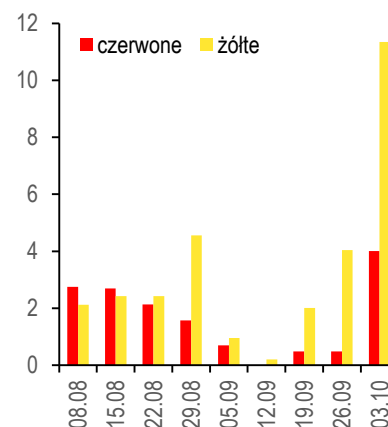
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Tematem przewodnim w kolejnym tygodniu zapewne pozostanie Covid-19 i rozważania czy i jak mocno rosnąca liczba zachorowań i hospitalizacji w Europie przełoży się na aktywność gospodarczą. Globalna awersja do ryzyka, która pod koniec września przyczyniła się do mocnej wyprzedaży walut EM, ostatnio wyraźnie przygasła i wygląda na to, że najbliższe dni mogą przynieść chwilę oddechu. Ale to nie oznacza, że czynniki ryzyka znikają z horyzontu: Covid-19, Brexit, konflikt o Górski Karabach, spór o kolejną rundę stymulacji w USA, teraz jeszcze Trump zarażony koronawirusem; w przypadku pojawienia się negatywnych informacji w którymś z tych tematów zmienność rynkowa może wzrosnąć ponownie.
- Kalendarz publikacji danych niespecjalnie bogaty, ale pojawi się trochę informacji za granicą sugerujących co dalej z ożywieniem gospodarczym, w tym m.in. usługowe indeksy PMI/ISM, trochę danych o produkcji i sprzedaży (m.in. Niemcy, Czechy, UK). Poza tym w kalendarzu publikacja minutes Fed.
- W kalendarzu krajowym kolejne posiedzenie RPP. Tu zapewne nic się nie zmieni, nadal wyraźną przewagę mają zwolennicy możliwie długiej stabilizacji stóp procentowych. Dla inwestorów najciekawsze może być, czy w komunikacie RPP znajdzie się jakieś odniesienie do niedawnej deprecjacji waluty (w kontekście tego, że np. na Węgrzech osłabienie kursu pchnęło bank centralny w kierunku nieoczekiwanej podwyżki stóp). Naszym zdaniem RPP wciąż bardzo daleko do zaniepokojenia zachowaniem kursu, po pierwsze dlatego, że deprecjacja nie była znaczna ani trwała, po drugie przecież zaledwie kilka miesięcy temu RPP martwiła się wręcz o zbyt małą skalę deprecjacji, osłabiającą perspektywę ożywienia.

Wnioski rynkowe :

- Złoty i inne waluty regionu odrobiły znaczną część strat z końcówki września i jeśli na globalnych rynkach nie pojawi się kolejna fala awersji do ryzyka, to w najbliższych dniach możliwa jest stabilizacja EURPLN blisko 4,48.
- Na rynku długu relatywna stromizna polskiej krzywej, umocnienie na bazowych rynkach długu i niska podaż SPW sprzyjają niższym rentownościom obligacji na długim końcu. Co mogłoby wstrzymać ten ruch to ewentualnie jakikolwiek sygnał mniejszej „gołębkości” RPP (mało prawdopodobne) albo nowa fala globalnej wyprzedaży.

Populacja Polski w żółtych i czerwonych powiatach, %



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, 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

Inflacja nie spadła we wrześniu, a jej uparte pozostawanie na wyższym poziomie to zapewne wina kategorii bazowych. Wskaźniki optymizmu w przemyśle sugerowały, spadek tempa ożywienia we wrześniu.

Według wstępnego szacunku we wrześniu **inflacja CPI** wyniosła 3,2% r/r, a dane sugerują, że inflacja bazowa wzrosła do ok. 4,2% z 4,0%, co jest dużą niespodzianką, bowiem po sierpniowych danych wydawało się, że miara ta rozpoczęła trend spadkowy pod wpływem osłabionego popytu krajowego. Szacujemy, że na koniec roku inflacja bazowa może być bliżej 3,5% niż 3% oczekiwanych do tej pory, a CPI w 2021 będzie poniżej poziomów tegorocznych z powodu ujemnej luki popytowej. Punkt startowy może być jednak wyżej niż do tej pory sądziliśmy.

PMI dla polskiego przemysłu wzrósł tylko nieznacznie we wrześniu, do 50,8 pkt z 50,6 pkt. Subindeksy zatrudnienia, nowych zamówień oraz zapasów wzrosły lekko, podczas gdy produkcji trochę się pogorszył, a czas dostaw skrócił się. Subindeks dla produkcji pozostał nieco powyżej 50 pkt skorzystawszy z lekkiego ożywienia eksportu. Sytuacja na rynku pracy poprawiła się i zatrudnienie wzrosło pierwszy raz od czerwca 2019. Inflacja cen producentów lekko zelżała, ale pozostała na wysokim poziomie, częściowo z powodu słabego złota, podczas gdy ceny dóbr gotowych wzrosły pierwszy raz od sześciu miesięcy. Ogólnie wyniki badania potwierdzają, że tempo ożywienia w polskim przemyśle spowolniło pod koniec III kw.

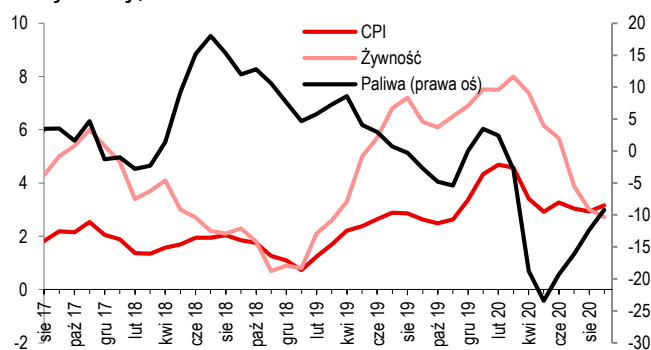
Wskaźniki koniunktury **ESI dla Polski** pokazały dalszą poprawę nastrojów, szczególnie w usługach i handlu. Poprawa w przemyśle była skromna, dużo lepszej ocenie bieżącego trendu w produkcji towarzyszył brak poprawy w zamówieniach. Bieżąca aktywność była też oceniona lepiej przez sektor budowlany i sektor handlu detalicznego. Pogorszeniu uległy nastroje konsumentów, przede wszystkim przez gorszą ocenę obecnej sytuacji finansowej (najgorszy wynik od ponad 6 lat) i gospodarczej (najgorzej od 2004 roku).

NBP zrewidował **dane o bilansie płatniczym** od 2004 r. We wszystkich latach w górę poszły szacunki importu dóbr, co do 2018 r. obniżyło saldo C/A do PKB o ok. 0,3%. W 2019 r. w dół zrewidowano szacunki eksportu usług, ale w górę saldo dochodów pierwotnych, co dodało w sumie 0,4 mld euro do obrotów bieżących. Łączne saldo błędów i opuszczeń poprawiło się do -58 mld € z -72 mld €. Eksport usług w II kw. 2020 r. poprawiono o 2,2 mld €, a import o 1,3 mld €, czyli rewizja była niebagatelna i wyniosła ponad 15%. Szczegółowe dane pokazują, że najbardziej ucierpiały podróże zagraniczne – eksport spadł o 64,9% r/r a import o 69,6% r/r. Eksport usług transportowych obniżył się o 19% r/r, import o 15,8% r/r. Odporne na kryzys okazały się być usługi IT – w II kw. eksport wzrósł o 1,9% r/r a import o 6,7% r/r. W październiku ma dojść do benchmarkingowej rewizji danych o PKB. Zmiany w BOP sugerują obniżenie wzrostu PKB za 2019 r. i poprawę za pierwszą połowę 2020 r., przy czym oczywiście nie wiemy jak GUS zmieni szacunki pozostałych kategorii.

Zadłużenie zagraniczne Polski w ujęciu brutto wzrosło w II kw. 2020 do 57,1% PKB z 56,4% PKB, a **pozycja inwestycyjna netto** pogorszyła się do -44,4% PKB z -44,1% PKB. Pogorszenie obydwu statystyk było jednak głównie efektem spadku mianownika (nominalnego PKB), a licznik poprawiał się w ujęciu nominalnym.

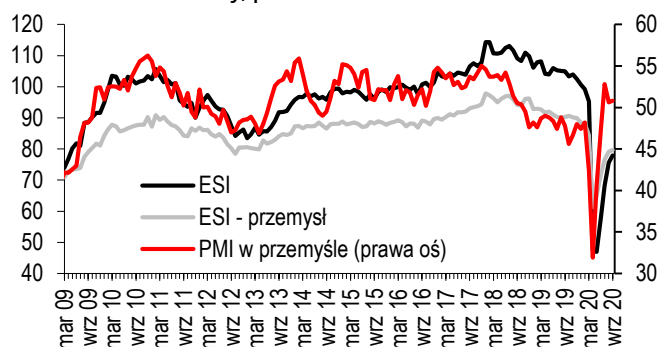
Zdaniem **Eryka Łona z RPP**, ważne jest by „stopy procentowe nadal kształtowały się na umiarkowanym poziomie”, co pomoże inwestycjom. Dodał, że brak podwyżek stóp pozwoli złotemu postać na słabym poziomie, co będzie korzystne dla eksportu. Nieco intrygujące jest to, że główna stopa procentowa na najniższym w historii poziomie 0,10% to dla Eryka Łona wciąż poziom zaledwie „umiarkowany”. Jerzy Kropiwnicki powiedział, że obniżki stóp miały jedynie umiarkowany pozytywny wpływ i powtórzył, że w połowie przyszłego roku należy rozważyć stopniowe ich podwyżki. Zwolennicy podwyżek NBP są obecnie w mniejszości i nie spodziewamy się, by udało im się zgromadzić większość w przyszłym roku.

Miary inflacji, % r/r



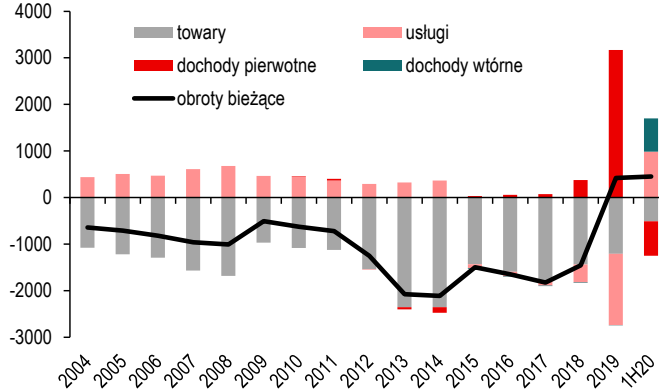
Źródło: GUS, Santander

Wskaźniki koniunktury, pkt



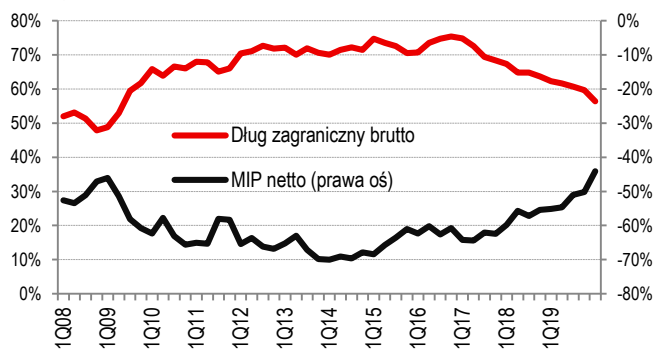
Źródło: Markit, Komisja Europejska, Santander

Rewizja bilansu płatniczego, mln €



Source: NBP, Santander

Dług zagraniczny brutto i międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, % PKB



Źródło: GUS, NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Ostatnie pięć sesji na polskim rynku walutowym obfitowało w całkiem duże wahania. EURPLN wzrósł do 4,60 (tylko nieco poniżej 4,63 osiągniętych w szczycie marcowej awersji do ryzyka), ale na koniec tygodnia był blisko 4,50. USDPLN spadł do 3,83 z tygodniowego szczytu na 3,94, CHFPLN do 4,17 z 4,26, a GBPPLN do 4,95 z 5,06. W pierwszej części tygodnia, złoty był pod presją wciąż niestabilnego nastroju na świecie oraz walk między Armenią i Azerbejdżanem, które ciążyły na rublu i tureckiej lirze pogarszając nastrój w regionie. W kolejnych dniach, kiedy indeksy giełdowe odbiły, złoty zyskał dodatkowe wsparcie w postaci wyższego od prognoz odczytu wstępnej wrześniowej inflacji.

Stopy procentowe Krajowe stawki IRS wzrosły o 5-6 pb podczas gdy rentowności obligacji pozostały w pobliżu lokalnych minimów, a nawet jeszcze spadły. Rentowność 10-latki zamknęła tydzień blisko 1,32%, ok. 5 pb powyżej poziomu wsparcia wyznaczonego przez sierpniowy dołek. Rentowność 5-latki spadła o ok. 10 pb do nowego rekordowego minimum na ok. 0,55%. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy od połowy czerwca waha się wokół 185 pb i w mijającym tygodniu nic w tej kwestii nie uległo zmianie. Krajowe spready 2-10 utrzymują się na wysokim poziomie.

Ministerstwo Finansów przedstawiło plan podaży obligacji na IV kw. W ostatnich trzech miesiącach roku planowana jest tylko jedna standardowa aukcja sprzedaży (za 5 mld zł) i 4-5 aukcji zamiany. Dwie z tych ostatnich odbędą się w tym miesiącu: 8 i 22 października.

Kluczowy czynnik do obserwacji dla rynku zapewne nie zmieni się w najbliższych dniach. Rozwój pandemii może mieć znaczenie dla ryzykownych aktywów, ale sądzimy, że jej negatywny wpływ stopniowo traci na sile.

Poznamy wrześniowe indeksy aktywności w usługach dla USA i strefy euro. W sierpniu, zanotowały one spadek i mógł on mieć miejsce także we wrześniu. Opublikowane zostaną minutes z ostatniego posiedzenia FOMC.

W regionie CEE, RPP zdecyduje o stopach procentowych, a w Czechach i na Węgrzech poznamy dane makro. Po ostatnim osłabieniu złotego, w komunikacie z posiedzenia Rady kwestia kursu walutowego może zająć mniej miejsca.

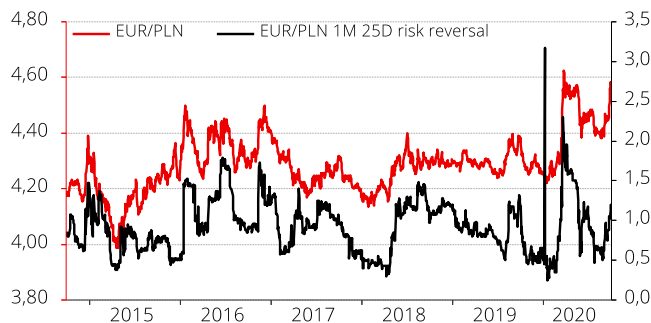
Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN, EURCZK, EURHUF i USDRUB osiągnęły lub były w ostatnim czasie blisko swoich wielomiesięcznych maksimów osiągniętych w szczycie awersji do ryzyka napędzanej pandemią. Znaczne umocnienie walut CEE na koniec tygodnia wskazuje, że inwestorzy wykorzystali osłabienie do ich zakupu. W naszej ocenie, poziomy walut regionu CEE ostatnio widziane w marcu, były obecnie niespójne z faktem, że giełdy zanotowały korekty płytsze niż poprzednie lub spadki zatrzymały się powyżej ważnych poziomów wsparcia. Dodatkowo, EURUSD szybko powrócił powyżej wsparcia na 1,17 przebitego w poprzednim tygodniu.

Powyższe czynniki mogą stworzyć korzystne warunki dla walut regionu CEE, przynajmniej w krótkim terminie. Co więcej, ostatni odczyt CPI z Polski, podwyżka stopy depozytowej na Węgrzech i brak obniżki stóp w Rosji też mogą działać korzystnie na waluty regionu w najbliższych dniach. Uważamy, że EURPLN może w najbliższych dniach ustabilizować się wokół 4,48.

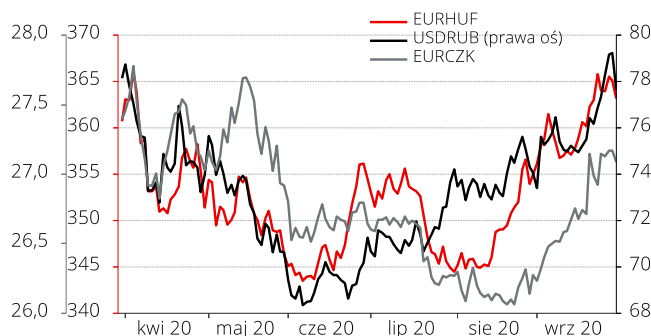
Stopa procentowa Relatywna stromość polskiej krzywej obligacyjnej (w porównaniu do niemieckiej oraz amerykańskiej) w dalszym ciągu przemawiają za spadkiem rentowności na długim końcu. Jeśli jednak dobry nastrój utrzyma się, rentowność Bunda może zacząć wyraźniej rosnać powstrzymując potencjał do umocnienia krajowego długu. Wg nas, rentowność polskiej 10-latki pozostanie powyżej 1,25% w najbliższym czasie. Z drugiej strony, potencjał do wzrostu ograniczać może plan mocno ograniczonej podaży obligacji na aukcjach w IV kw.

EURPLN i zmienność implikowana ze strategii risk reversal



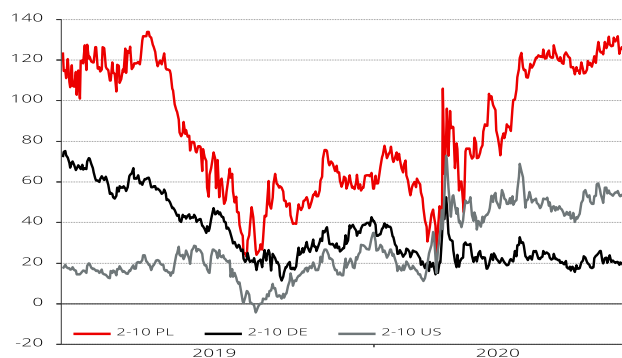
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURCZK, USDRUB i EURHUF



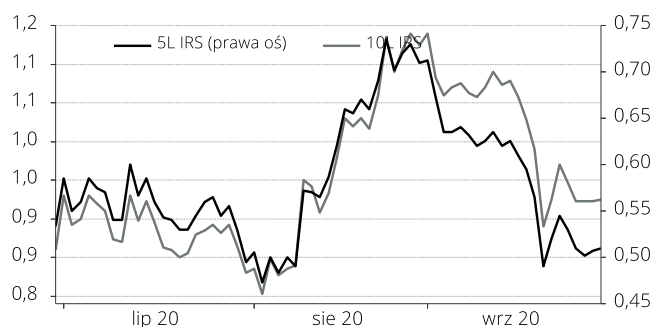
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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 (5 października)						
09:55	DE	PMI usługi	IX	pkt	49,1	49,1
10:00	EZ	PMI usługi	IX	pkt	47,8	47,6
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VIII	% m/m	2,5	-1,3
16:00	US	ISM usługi	IX	pkt	56,3	56,9
WTOREK (6 października)						
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VIII	% m/m	3,0	2,8
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	-3,0	-7,7
ŚRODA (7 października)						
	PL	Decyzja RPP		%	0,1	0,1
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	VIII	% m/m	2,0	1,2
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	-6,2	-4,9
20:00	US	Minutes FOMC	16.09.2020		-	0,0
CZWARTEK (8 października)						
03:45	CN	PMI usługi	IX	pkt	54,3	54,0
08:00	DE	Eksport	VIII	% m/m	0,0	4,7
09:00	HU	Inflacja	IX	% r/r	3,8	3,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	03.10.2020	tys.	850,0	837,0

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