

# Codziennik

## Punktem uwagi wystąpienie Powella

Dane ze strefy euro zaskakują na plus  
RPP głosowała podwyżkę stóp w lipcu  
Złoty słabszy po danych z Europy, wzrost wahań EURUSD  
Polski dług wciąż pod presją  
Dzisiaj wystąpienie szefa Fed

W czwartek kluczowy wpływ na przebieg notowań walut i obligacji CEE miały poranne dane z Europy oraz wydzwięk środowych wieczornych minutes z ostatniego posiedzenia FOMC. Lepsze od prognoz wstępne szacunki sierpniowych PMI dla przemysłu dla Niemiec i strefy euro – które nieoczekiwanie pokazały wzrost – spowodowały osłabienie złotego, forinta i chwilowo czeskiej korony oraz wyraźny wzrost rentowności obligacji w regionie. W ocenie rynku, czwartkowe dane mogły nieco zmniejszyć szanse na znaczne poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC we wrześniu i wpisały się w niezbyt gołąbi ton protokołu z lipcowego posiedzenia FOMC. Do tego troje członków Fed (George, Harker) zakomunikowało, że należy być ostrożnym z dalszymi obniżkami a Kaplan widzi korzyści ze stabilizowania stóp, choć wg niego trzeba być otwartym na ewentualną konieczność dalszych cięć. Tymczasem minutes z posiedzenia EBC pokazały narastające obawy o wzrost i przekonanie, że należy raczej użyć od razu całego zestawu działań stymulujących (obniżki stóp, zakupy aktywów, zmiana komunikacji co do dalszej ścieżki stóp, wprowadzenie kilku stóp depozytowych) niż pojedynczych zmian w polityce pieniężnej. Na świecie, wyraźnie zyskiwał brytyjski funt po tym jak Angela Merkel i Emmanuel Macron powiedzieli, że możliwe są zmiany w Umowie Brexitowej przed 30 października, kiedy to Wielka Brytania ma wyjść z UE.

**Opis dyskusji z lipcowego posiedzenia RPP** ujawnił, że głosowano podwyżkę stóp o 25 pb. Wniosek poparli E.Gatnar i K.Zubelewicz. Według nas, w miarę narastania inflacji, na kolejnych posiedzeniach mogą do nich dołączyć Ł.Hardt, J.Osiatyński czy ewentualnie J.Kropiwnicki. Wciąż nie dałoby to jednak większości a gołębi członkowie skupieni wokół prezesa A.Głapińskiego mają kilka mocnych argumentów przeciw podwyżkom: łagodzenie polityk pieniężnych w głównych gospodarkach (strefa euro, USA), spowolnienie i dalsze ryzyka dla wzrostu w Polsce. Nie możemy wykluczyć, że retoryka prezesa Głapińskiego zmieni się teraz na jeszcze bardziej gołąbią, żeby zniwelować wrażenie jakie robi fakt głosowania podwyżki.

**Łukasz Hardt z RPP** pisze w Rzeczpospolitej, że wobec niepewności w światowej gospodarce należy działać adaptacyjnie w polityce pieniężnej – bazować na bieżących danych raczej niż prognozach i „nie składać zbyt daleko idących deklaracji co do wysokości stóp w przyszłości”. Naszym zdaniem jego nastawienie będzie się zaostrzało w miarę dalszego wzrostu CPI.

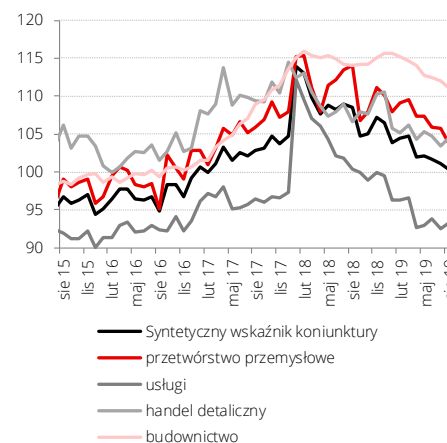
**Wczoraj w Polsce opublikowano szereg danych** – sprzedaż detaliczną za lipiec (zgodna z naszymi prognozami), indeksy nastroju konsumentów i w biznesie za sierpień (oba nieco się pogorszyły) i dane o wynikach finansowych i inwestycjach firm za II kw. Szczegółowe omówienie tych odczytów znajduje się na kolejnej stronie tego raportu, a ogólny wniosek płynący z wczorajszych publikacji pozwala nam utrzymać nas scenariusz kontynuacji coraz wolniejszego tempa wzrostu polskiego PKB w kolejnych kwartałach z konsumpcją prywatną jako czynnikiem działającym na korzyść ogólnej dynamiki. Wnioski z analizy marż firm stoją w zgodzie z naszym założeniem dalszego wzrostu inflacji (również bazowej).

**EURUSD** wahał się wczoraj nieznacznie mocniej niż w poprzednich dniach. Poranne lepsze od oczekiwań wstępne odczyty PMI przyczyniły się do umocnienia euro i pchnęły kurs do 1,111. W kolejnych godzinach ruch ten nie był jednak kontynuowany i wydaje się, że perspektywa dzisiejszego wystąpienia szefa Fed (o 16:00 polskiego czasu) mogła spowodować, że kurs zakończył wczorajszą sesję blisko 1,108. Zakładamy, że ton wystąpienia Jerome Powella nie będzie bardzo gołąbi i w efekcie dolar może zyskać na koniec tygodnia.

**EURPLN** wzrósł wczoraj przejściowo do 4,375 z 4,35, a USDPLN do 3,95 z 3,92 pod wpływem dobrych danych ze strefy euro, które w ocenie inwestorów zmniejszyły szanse na znaczne poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC we wrześniu. W efekcie, złoty oddał zyski jakie zanotował do euro we wtorek i środę. **W przypadku pozostałych walut CEE**, wyraźnie słabszy niż na otwarciu był forint, podczas gdy korona i rubel pozostały relatywnie stabilne. Dzisiaj kluczowy dla złotego i innych walut regionu będzie ton wystąpienia szefa Fed. Zakładamy, że nie będzie on na tyle gołąbi jak oczekuje rynek i na koniec tygodnia kurs EURPLN może pozostać na podwyższonym poziomie.

**Na krajowym rynku stopy procentowej** IRS i rentowności dalej rosły, tym razem o kolejne 3-8 pb, najwięcej na środku i długim końcu krzywych. Polski dług był pod presją danych z Europy i ponownie radził sobie wyraźnie słabiej niż obligacje z rynku bazowego. Dziś uwaga rynku skupi się na wystąpieniu szefa Fed i w naszej ocenie jego przekaz nie da powodu do odreagowania po ostatniej wyprzedaży polskich obligacji.

### Indeksy nastroju w przemyśle, pkt



Źródło: GUS, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://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

## SZCZEGÓŁOWY KOMENTARZ DO CZWARTKOWYCH DANYCH:

**Wzrost realnej sprzedaży detalicznej** wyniósł 5,7% r/r w lipcu po 3,7% w czerwcu, zgodnie z naszą prognozą. Wynik czerwcowy był negatywnie zaburzony czynnikami jednorazowymi a lipiec pokazał odbicie, szczególnie w sprzedaży dóbr trwałego użytku (11,4% r/r wobec 6,8% poprzednio). Dynamika sprzedaży była nieco słabsza niż średnia za okres styczeń-maj, 6,2% r/r, ale według nas to głównie efekt przesunięcia w czasie popytu na odzież, które w pewnym stopniu obniżyło lipcowy wynik. Fala upałów sprawiła, że letnie ubrania były kupowane głównie w czerwcu, co osłabiło ich sprzedaż w lipcu (1,3% r/r po czerwcowym wzroście o 12,9% r/r, najsilniejszym w tym roku). Wszystkie pozostałe kategorie (oprócz paliw) odnotowały w lipcu pokaźne odbicie względem czerwca, np. dynamika sprzedaży sprzętu AGD poszła w górę z 8,9% r/r do 15,9%. Naszym zdaniem popyt konsumpcyjny pozostaje silny i będzie głównym składnikiem wzrostu gospodarczego w II poł. br.

**W sierpniu główne miary nastrojów konsumentów** obniżyły się, choć generalnie pozostały na historycznie wysokich poziomach. Największy spadek dotyczył oczekiwań gospodarstw domowych co do ich przyszłej sytuacji finansowej, który można wiązać z lekkim wzrostem obaw o bezrobocie i być może również z narastaniem oczekiwań inflacyjnych (GUS nie ujawnia ich w tej publikacji). Jednocześnie indeks nastawienia wobec dużych wydatków ustanowił właśnie nowy rekord. Biorąc pod uwagę, że budżety gospodarstw domowych zostaną wzmocnione pakietem fiskalnym (niższy PIT, szerszy 500+), zachowanie nastrojów konsumentów utwierdza nas w przekonaniu, że wzrost konsumpcji prywatnej odbije w II poł. roku.

**Nastroje w biznesie** pogorszyły się w sierpniu w przemyśle oraz budownictwie, podczas gdy handel detaliczny i usługi odnotowały delikatną poprawę. Syntetyczny wskaźnik nastawienia przedsiębiorców jest teraz najniższy od lutego 2017 a do jego sierpniowego spadku przyczyniły się w większym stopniu składniki opisujące bieżącą aktywność niż te opisujące oczekiwania. Niemniej, wskaźnik oczekiwanej produkcji w przemyśle pozostał na najniższym poziomie od siedmiu lat a wskaźnik oczekiwanej sprzedaży w handlu detalicznym najniższy od ponad 2,5 roku. Dane wpisują się w nasz scenariusz dalszego stopniowego hamowania gospodarki, do tego łącznie z lipcową słabością produkcji przemysłowej sygnalizują, że odporność polskiej gospodarki na niemieckie problemy koniunkturalne może się wyczerpywać.

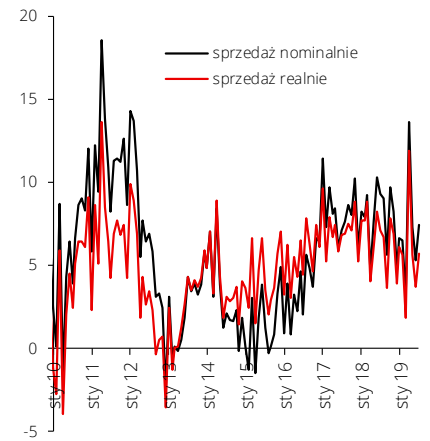
**W II kw. 2019 r. wyniki finansowe przedsiębiorstw** zatrudniających 50+ osób pokazały wzrost przychodów o 7,5% r/r wobec 6,5% za I kw. Koszty nadal rosły w tempie przekraczającym 7% r/r. Po raz pierwszy od trzech kwartałów przychody rosły szybciej niż koszty.

Cztero-kwartalna średnia marża firm wzrosła z 4,4% do 4,5%, pierwszy raz od półtora roku. W samym II kw. 2019 r. marża była wyższa o 0,2 pkt. proc. niż rok wcześniej, po tym jak w I kw. br. była o 0,5 pkt. proc. niższa r/r a w IV kw. 2018 r. o 1,7 pkt. proc. niższa r/r. Trzeba nadal podkreślić, że kompresja marż jaka dokonywała się w poprzednich okresach wytworzyła dodatni potencjał dla inflacji CPI. Obecne pierwsze oznaki odbudowy marż są obserwowane głównie w sektorach usługowych, czyli tam gdzie pojawiło się też wyraźne odbicie inflacji (narastająca dynamika cen usług to główna przyczyna rosnącej inflacji, obok dużego wkładu cen żywności). Sektor przetwórczy nie pokazał jeszcze odbicia w marżach.

Dane pokazały też wzrost kosztów pracy w dużych firmach o 9,2% r/r w II kw. z 8,0% r/r w I kw. Koszty energii dalej rosły w tempie ok. 12% r/r a koszty ubezpieczeń skoczyły do 16,2% r/r. Z drugiej strony, koszty materiałów wzrosły w II kw. o tylko 4,1% r/r co jest najsłabszym wzrostem od IV kw. 2016 r. Naszym zdaniem sytuacja na rynku pracy i zmiany regulacyjne dotyczące cen energii dla firm podtrzymają dodatnią presję na CPI.

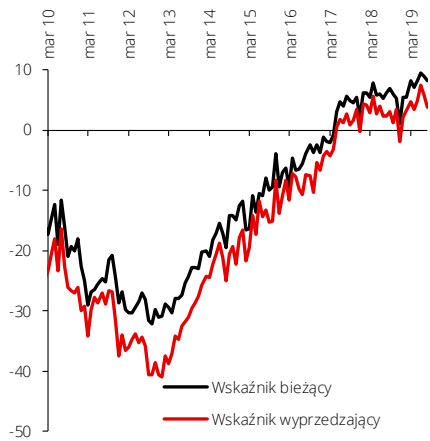
**Inwestycje w firmach** zatrudniających 50+ osób wzrosły o 17,0% r/r w II kw. 2019 r., czyli o nieco mniej niż w I kw. (21,7% r/r). Osiągnięty wzrost potwierdza jednak, że sektor prywatny pozostał kluczowy dla wzrostu inwestycji w II kw. (nasza prognoza dla łącznego wzrostu inwestycji to 9,0% r/r). O ile nakłady na budynki i na maszyny nieco spowolniły, inwestycje w środki transportu przyspieszyły do 36,4% r/r z 27,6% r/r. Inwestycje w przemyśle przetwórczym wyhamowały do 12,7% r/r z 17,9% w I kw. (w cenach bieżących), a nakłady w budownictwie zmniejszyły się o aż 20,3% r/r po wzroście o 10,6% w I kw. (w cenach bieżących). Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą dalsze wyhamowywanie dynamiki nakładów, choć sektor prywatny pozostanie główną podporą wzrostu inwestycji.

Polska sprzedaż detaliczna, % r/r



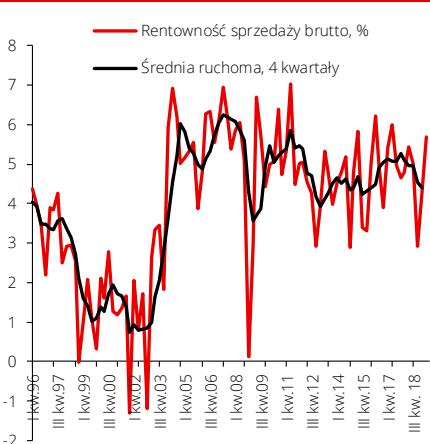
Źródło: GUS, Santander

Indeks nastroju konsumentów, pkt



Źródło: GUS, Santander

Marża brutto



Źródło: GUS, Santander

### Rynek walutowy

#### Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.3533	CZKPLN	0.1688
USDPLN	3.9287	HUFPLN*	1.3296
EURUSD	1.1081	RUBPLN	0.0596
CHFPLN	4.0018	NOKPLN	0.4383
GBPPLN	4.7613	DKKPLN	0.5839
USDCNY	7.0759	SEKPLN	0.4081

\*za 100HUF

#### Poprzednia sesja na rynku FX 21/08/2019

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.345	4.361	4.360	4.348	4.3513
USDPLN	3.915	3.931	3.928	3.916	3.921
EURUSD	1.109	1.111	1.110	1.110	-

### Rynek stopy procentowej 21/08/2019

#### Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)	Ostatnia aukcja	Papier	Srednia rent.
PS0721 (2L)	1.49	0	21 mar 19	OK0521	1.633
PS1024 (5L)	1.72	7	21 mar 19	PS0424	2.209
DS1029 (10L)	1.95	10	21 mar 19	DS1029	2.877

#### Stawki IRS na rynku międzybankowym\*\*

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	1.67	1	1.79	2	-0.49	2
2L	1.62	2	1.55	3	-0.53	3
3L	1.56	3	1.46	3	-0.53	4
4L	1.54	4	1.42	3	-0.55	-1
5L	1.54	5	1.40	3	-0.52	-2
8L	1.56	5	1.43	2	-0.39	-2
10L	1.59	5	1.47	2	-0.27	-2

#### Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	1.59	0
T/N	1.59	1
SW	1.59	0
2W	1.60	0
1M	1.64	0
3M	1.72	0
6M	1.79	0
9M	1.81	0
1Y	1.85	0

#### Stawki FRA (na rynku międzybankowym)\*\*

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	1.72	0
3x6	1.69	0
6x9	1.63	2
9x12	1.57	2
3x9	1.75	0
6x12	1.68	2

#### Miary ryzyka fiskalnego

Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska			2.62	8
Francja	22	1	0.27	0
Węgry			2.43	12
Hiszpania	43	0	0.77	-2
Włochy	200	-4	2.00	-6
Portugalia	46	1	0.80	-1
Irlandia	35	-1	0.58	1
Niemcy	11	0	-	-

\*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

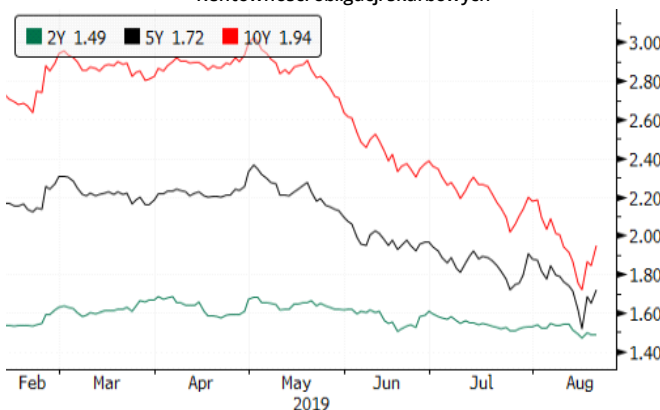
\*\*Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: Bloomberg

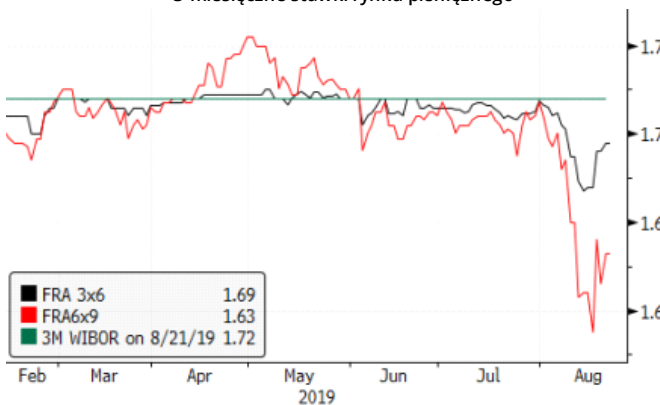
#### Kurs złotego



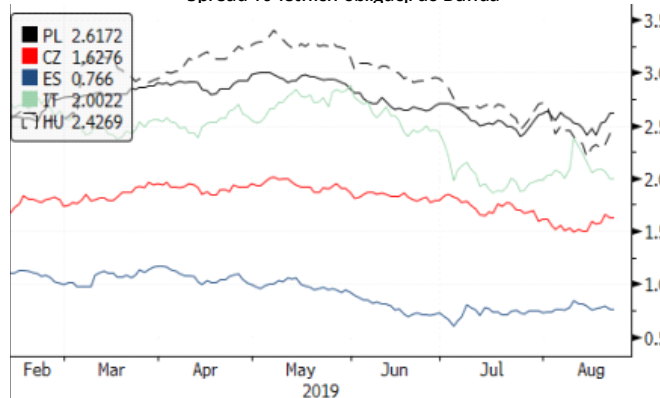
#### Rentowności obligacji skarbowych



#### 3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



#### Spread 10-letnich obligacji do Bundów



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER		WARTOŚĆ*	
<b>PIĄTEK (16 sierpnia)</b>								
14:00	PL	Inflacja bazowa		% r/r	2,1	2,1	2,2	1,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów		% m/m	0,2	-	-4,0	-1,8
16:00	US	Indeks Michigan		pkt	97,0	-	92,1	98,4
<b>PONIEDZIAŁEK (19 sierpnia)</b>								
11:00	EZ	HICP	VII	% r/r	1,1	-	1,0	1,3
<b>WTOREK (20 sierpnia)</b>								
10:00	PL	Zatrudnienie	VII	% r/r	2,7	2,7	2,7	2,8
10:00	PL	Płace	VII	% r/r	7,1	7,2	7,4	5,3
<b>ŚRODA (21 sierpnia)</b>								
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	6,5	8,0	5,8	-2,7
10:00	PL	Produkcja budowlana	VII	% r/r	5,4	5,3	6,6	-0,7
10:00	PL	PPI	VII	% r/r	0,5	0,4	0,6	0,5
16:00	US	Sprzedaż domów	VII	% m/m	2,5	-	2,5	-1,3
20:00	US	Minutes FOMC						
<b>CZWARTEK (22 sierpnia)</b>								
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	VIII	pkt	43,0	-	43,6	43,2
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	VIII	pkt	54,0	-	54,4	54,5
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	VIII	pkt	46,2	-	47,0	46,5
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	VIII	pkt	53,0	-	53,4	53,2
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	5,9	5,6	5,7	3,7
14:00	PL	Minutes RPP						
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	216	-	209	220
<b>PIĄTEK (23 sierpnia)</b>								
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	9,5	9,9		9,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	% m/m	-0,2	-		7,0

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg  
\* w przypadku rewizji dane uaktualnione

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