

# Tygodnik ekonomiczny

## Więcej zmienności

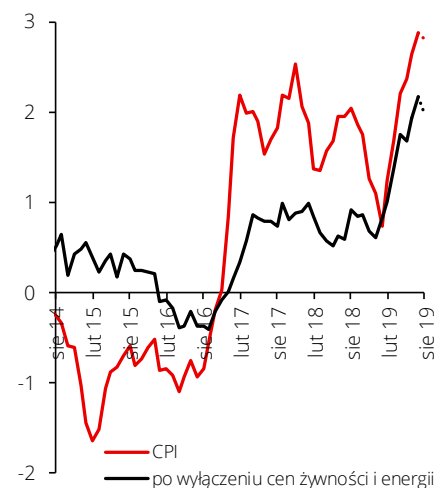
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Ostatnie dwa tygodnie przyniosły gwałtowne zmiany na globalnym rynku długu oraz walut rynków wschodzących. Silny wzrost rentowności na świecie miał negatywny wpływ na polski dług, podczas gdy złoty był pod negatywną presją osłabienia argentyńskiego peso. W rezultacie rentowność krajowej 10-latki zbliżyła się do 2% wobec rekordowego minimum na ok. 1,71%, a EURPLN zanotował przejściowy wzrost do prawie 4,40.
- Początek najbliższego tygodnia nie przyniesie zbyt wielu publikacji istotnych danych i dopiero w czwartek i piątek poznamy ważne odczyty z USA. Będą one zapewne interpretowane w kontekście przekazu płynącego z sympozjum w Jackson Hole, które właśnie się zaczyna.
- W przeszłości szefowie Fed wykorzystywali to spotkanie bankierów centralnych do tego, by przynajmniej dać rynkowi jasne wskazówki odnośnie do działań, jakie zamierzają podjąć w najbliższej przyszłości. Inwestorzy czekają na to, co powie Jerome Powell i czy otworzy drzwi do dalszego luzowania polityki pieniężnej po „jastrzębiej obniżce” z lipca. Rynek wycenia obecnie, że w kolejnych 15 miesiącach stopy Fed spadną o 75 pb, ale po ostatniej wyprzedzały obligacje mogłyby odrobić część strat jeżeli ton wypowiedzi będzie gołębi. Bardziej powściągliwe przesłanie – co jest naszym scenariuszem bazowym – wywoła zapewne wzrost rentowności. Globalny rynek walutowy był w ostatnim czasie relatywnie stabilny, ale po weekendzie zmienność może wzrosnąć.
- W Polsce w piątek dowiemy się co stało za spowolnieniem wzrostu gospodarczego w II kw. (wg nas mniejszy wkład eksportu netto, inwestycji i konsumpcji publicznej). Pojawi się też wstępny szacunek CPI za sierpień (zakładamy minimalne wyhamowanie z 2,9% r/r w lipcu). Lipcowe dane z Polski potwierdziły, że dochodzi do stopniowej utraty tempa przez aktywność gospodarczą, choć wstępne indeksy PMI dla Niemiec i całej strefy euro dały (znowu) odrobinę nadziei, że dołek został już osiągnięty. Jeśli rzeczywiście optymizm w biznesie zacznie się odbudowywać, to tempo hamowania polskiej gospodarki pozostanie niskie w przyszłych kwartałach.

### Wnioski rynkowe

- Głównymi czynnikami wpływającymi na rynek w najbliższym tygodniu będą komentarze Powell-a podczas sympozjum w Jackson Hole oraz polskie dane makroekonomiczne pod koniec tygodnia (inflacja).
- Oczekujemy, że waluty rynków wschodzących będą się osłabiać a zmienność wzrośnie gdyż wydzwięk przemówienia szefa FED-u może nie być tak gołębi jak to obecnie wycenia rynek. Brak klarownego przekazu, że planowana jest większa liczba cięć stóp procentowych może ciążyć na cenach obligacji i w związku z tym uważamy, że krzywe mogą się jeszcze wystromić.

Inflacja, % r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: [ekonomia@santander.pl](mailto: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

## Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce

Zestaw danych za lipiec był mniej pozytywny niż myśleliśmy, a pierwsze wskaźniki nastrojów w biznesie za sierpień pokazały dalszy spadek. Z drugiej strony wzrost płac odbił powyżej prognoz a konsumenci pozostali bardzo optymistyczni i otwarci na duże wydatki. Wciąż zakładamy lekkie spowolnienie w III kw. (4,2%/r/r po 4,4% w II kw.), łagodzone możliwym przyspieszeniem konsumpcji prywatnej.

**Produkcja przemysłowa** wzrosła w lipcu o 5,8% r/r, wyraźnie poniżej oczekiwań, a po odsezonowaniu o 3,7% r/r (jeden z najłagodniejszych wzrostów w tym roku). Słabe wyniki pokazała przede wszystkim produkcja dóbr pośrednich, mocno skorelowana z krajowym eksportem do Niemiec. Wygląda na to, że pogorszenie koniunktury w Niemczech zaczęło dotknąć polskiego przemysłowi. Wzrost produkcji budowlanej był zgodny z naszą tezą, że w tym roku sektor będzie spowalniał, między innymi dlatego, że osiągnęliśmy już szczyt wykorzystania środków UE.

Syntetyczny **wskaźnik nastrojów w biznesie** był w sierpniu najłagodniejszy od lutego 2017 r. przez pesymizm w przemyśle i budownictwie. Wskaźnik oczekiwanej produkcji w przemyśle pozostał na najniższym poziomie od siedmiu lat a wskaźnik oczekiwanej sprzedaży w handlu detalicznym najmniej od ponad 2,5 roku.

Wzrost realnej **sprzedaży detalicznej** przyspieszył do 5,7% r/r w lipcu z 3,7% w czerwcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Wynik czerwcowy był negatywnie zaburzony czynnikami jednorazowymi a lipiec pokazał zdrowe odbicie, szczególnie w sprzedaży dóbr trwałego użytku (11,4% r/r wobec 6,8% poprzednio). Mimo to dynamika sprzedaży była nieco słabsza niż średnia za okres styczeń-maj, 6,2% r/r.

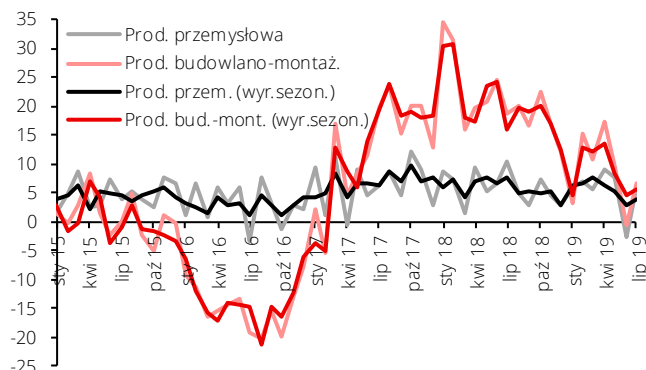
W sierpniu główne miary **nastrojów konsumentów** pozostały historycznie wysokie mimo spadku m/m. Największy spadek dotyczył oczekiwań gospodarstw domowych co do ich przyszłej sytuacji finansowej (być może przez wzrost inflacji – w lipcu do 2,9%/r/r, nie znamy jeszcze żadnych miar oczekiwań inflacyjnych za sierpień). 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.

W lipcu **dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw** podniosła się do 7,4% r/r wobec oczekiwań rynkowych 7,1% i naszej prognozy 7,2%. Tak jak zakładaliśmy, czerwcowy zaskakująco niski odczyt, 5,3% r/r, wynikał z czynników jednorazowych. Lipcowe przyspieszenie w płacach potwierdza, że w solidnie rosnącej gospodarce borykającej się z niedoborami siły roboczej wciąż obecna jest presja płacowa. Wzrost zatrudnienia obniżył się w lipcu z 2,8% r/r do 2,7%. Wzrost o 3,4 tys. m/m to najmniejszy przyrost dla lipca od 2013 r.

W II kw. 2019 r. **wyniki finansowe przedsiębiorstw** zatrudniających 50+ osób pokazały pierwszy od trzech kwartałów wyższy wzrost przychodów, 7,5% r/r, niż kosztów, 7,2%. Czwterokwartalna średnia marża firm podniosła się (z 4,4% do 4,5%) po raz pierwszy od półtora roku. Przypominamy, 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). Inwestycje w firmach zatrudniających 50+ osób wzrosły o 17,0% r/r w II kw. 2019 r., wobec 21,7% w I kw. Sektor prywatny pozostał zatem kluczowy dla wzrostu inwestycji w II kw. (nasza prognoza dla ich łącznego wzrostu to 9% r/r).

**Opis dyskusji z lipcowego posiedzenia RPP** ujawnił, że głosowano podwyżkę stóp o 25pb. Wniosek poparli E. Gatnar i K. Zubelewicz. Według nas, w miarę narastania inflacji, na kolejnych posiedzeniach mogą do nich dołączyć Ł. Hardt, J. Osiatyński i ewentualnie J. Kropiwnicki, nawet jeśli w obecnym kontekście globalnym wydawałoby się to dziwne. Wciąż nie dałoby to jednak większości a gołębi członkowie skupieni wokół prezesa A. Glapińskiego 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 Glapińskiego zmieni się teraz na jeszcze bardziej gołębią, żeby zniwelować wrażenie jakie robi głosowanie podwyżki.

## Produkcja w Polsce, %/r



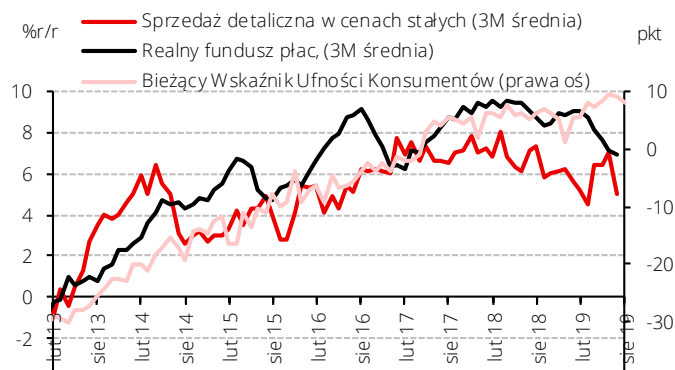
Źródło: GUS, Santander

## Koniunktura GUS w biznesie, składniki opisujące oczekiwania



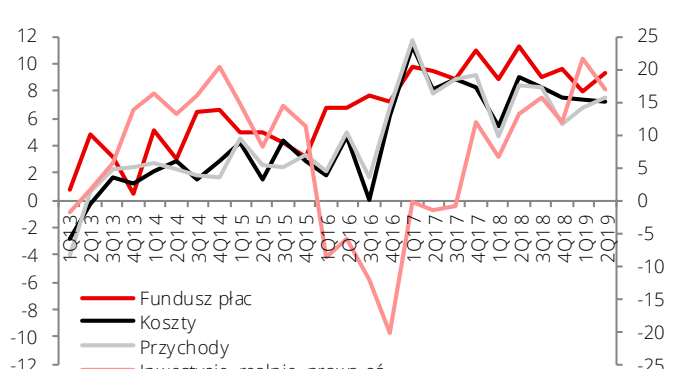
Źródło: GUS, Santander

## Handel detaliczny, dochody i nastroje konsumentów



Źródło: GUS, Santander

## Wyniki finansowe i inwestycje firm o zatrudnieniu 50+, %/r



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni dwa tygodnie na rynkach

**Rynek FX** EURPLN stał się w ostatnich dwóch tygodniach bardziej zmienny. Częściowo za ten stan rzeczy winić należy święto w Polsce (15 sierpnia), gdzie na skutek niższej płynności oraz braku ofert od lokalnych klientów (np. eksporterów) kurs poszybował do 4,397, z poziomu 4,32 zaledwie dwa dni wcześniej. Dzień później, złoty gwałtownie się umocnił z powrotem do 4,326. Kolejny tydzień złoty zakończył znowu słabszy w okolicach 4,38 po słabszych danych o produkcji przemysłowej za lipiec. Coraz większa liczba zagranicznych zarządzających funduszami inwestującymi w aktywa gospodarek wschodzących zaczyna się interesować sprawą kredytów frankowych w Polsce i ten fakt również się przyczynił do słabszych notowań.

**Rynek stopy procentowej** W tygodniu 12-16 sierpnia rentowność polskich obligacji rządowych podążała za silnym trendem zniżkowym rentowności na rynkach bazowych i polskie 10-latki zamknęły tydzień na poziomie 1,73% po tym jak wystartowały po 1,92%. W kolejnym tygodniu (19-23 sierpnia) zarówno rynki bazowe jak i polski odreagowały część ruchu – podczas gdy Bund zyskał w rentowności niewiele, polskie obligacje osłabiły się (rentowności w górę) dość znacznie do 2,03% i tym samym spread do Bunda poszerzył się o 20 pb do 267 pb. Segmenty 2x10 krzywych zarówno obligacyjnej jak i swapowej w pierwszym tygodniu się wypłaszczyły (odpowiednio z 36 pb do 24 pb oraz z 2 pb do -8 pb) by w kolejnym tygodniu ponownie się wystromić (do 50 pb oraz 1 pb).

### Kluczowe wydarzenia

Przemowa Jerome'a Powella w Jackson Hole w piątek 23-go o 16 czasu warszawskiego.

W przyszłym tygodniu w Polsce poznamy lipcową stopę bezrobocia (poniedziałek), oraz szczegółowy PKB za II kwartał i wstępną inflację za sierpień (w piątek). Za granicą w poniedziałek poznamy amerykańskie dobra trwałego użytku, PKB za II kwartał, zapasy oraz niezakończona sprzedaż domów (w czwartek) oraz lipcowe dochody osobiste, inflacja PCE oraz sierpniowy US Michigan (w piątek). W Niemczech poznamy sierpniowe IFO (poniedziałek), PKB za II kwartał (wtorek) oraz lipcowe CPI (czwartek). W środę lipcowe M3 w strefie euro.

W regionie CEE we wtorek decyzja węgierskiego banku centralnego (oczekiwane pozostawienie stóp bez zmian na poziomie 0,90%). W piątek PKB za II kwartał w Czechach oraz na Węgrzech.

### Wpływ na rynek

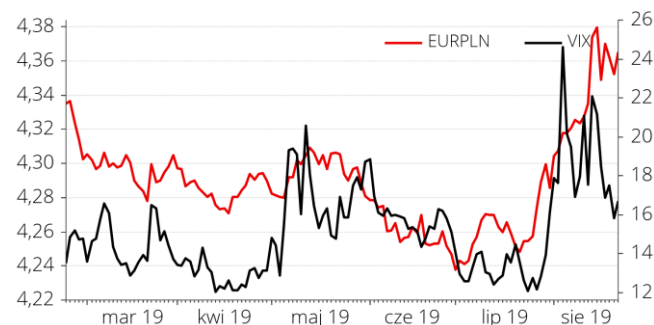
Na początku tygodnia nie poznamy wielu ważnych danych, więc nastrojów może być pod wpływem tonu wypowiedzi szefa Fed w Jackson Hole. Ostatnie dane z USA były przyzwoite, co daje niewielką przestrzeń do istotnego złagodzenia przekazu. W dalszej części tygodnia pojawi się więcej danych.

**Rynek FX** Jak wspomnieliśmy powyżej, na początku tygodnia złoty może być pod dużym wpływem zmian nastroju wywołanych przekazem z Jackson Hole. Naszym zdaniem ton wypowiedzi szefa Fed nie będzie zbyt gołębi, co może ciążyć walutom z rynków wschodzących. Jeśli chodzi o czynniki krajowe, spodziewamy się wzrostu zmienności i utrzymania raczej negatywnego nastawienia do złotego (rośnie zainteresowanie inwestorów kwestią kredytów walutowych).

**Rynek stopy procentowej** Według nas rynek przez większą część tygodnia będzie się pozycjonował przed piątkowymi danymi o polskim CPI (nasza prognoza 2,8%, a spowolnienie z lipcowego 2,9% to efekt wysokiej bazy w cenach gazu, podczas gdy zmiany m/m są w dalszym ciągu wyraźne). Taki odczyt mógłby wywołać wyprzedzący i dalsze stromienie krzywej.

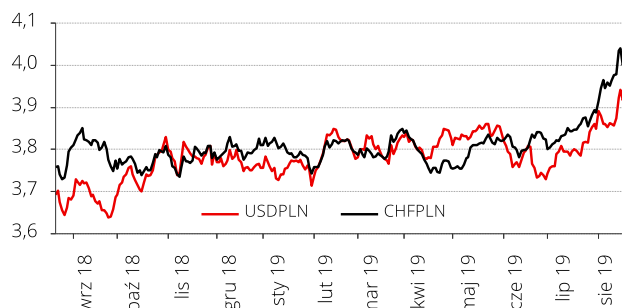
Zakładamy, że rynki bazowe będą pod dużym wpływem wystąpienia Powella i wtorkowych danych o niemieckim PKB. Widzimy duże szanse na kontynuację wzrostu rentowności.

### EURPLN i VIX



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



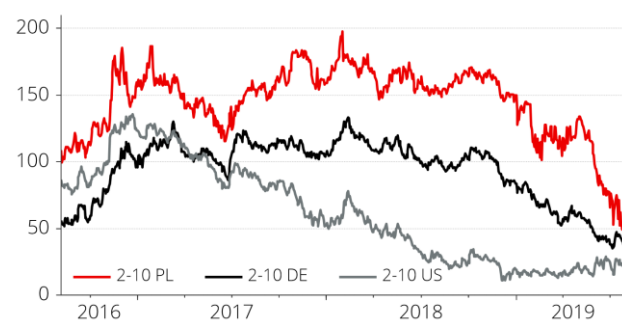
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Stawki IRS dla PLN (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spready 2-10L (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (26 sierpnia)</b>							
10:00	DE	Ifo	VIII	pkt	96,0	-	95,7
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>VII</b>	<b>%</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	VII	% m/m	1,1	-	1,9
<b>WTOREK (27 sierpnia)</b>							
08:00	DE	PKB	II kw.	% r/r	0,0	-	0,4
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0,90	-	0,90
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	VIII	pkt	130,0	-	135,7
<b>CZWARTEK (29 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	ESI	VIII	pkt	0,0	-	102,7
14:00	DE	Inflacja HICP	VIII	% m/m	0,0	-	0,4
14:30	US	PKB	II kw.	% kw./kw.	2,0	-	2,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	209
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	0,0	-	2,8
<b>PIĄTEK (30 sierpnia)</b>							
09:00	CZ	PKB	II kw.	% r/r	2,7	-	2,7
09:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	-	-	4,9
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wstępna inflacja</b>	<b>VIII</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>II kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	VIII	% r/r	1,1	-	1,1
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	VII	%	7,5	-	7,5
14:30	US	Wydatki osobiste	VII	% m/m	0,5	-	0,3
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	0,3	-	0,4
14:30	US	Indeks cen PCE SA	VII	% m/m	0,2	-	0,1
16:00	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	92,3	-	92,1

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