

# Tygodnik ekonomiczny

## Sezon nie całkiem ogórkowy

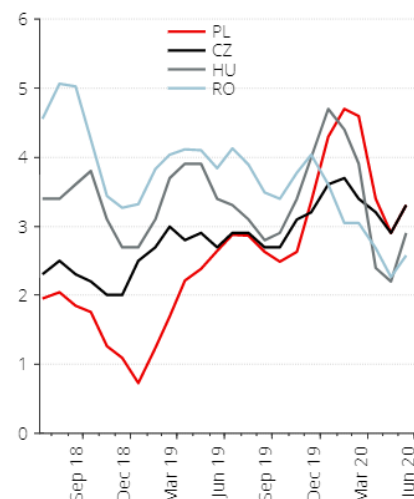
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Tematem kolejnego tygodnia będzie **wynik wyborów prezydenckich**. Niewykluczone, że zanim poznamy końcowy wynik minie trochę czasu. Szanse obu kandydatów wciąż wyglądają na wyrównane i jeśli pierwsze wyniki sondażowe / exit polls będą pokazywały tylko niewielką przewagę jednego z kandydatów, to końcowego wyniku nie będzie można być pewnym aż do ogłoszenia oficjalnych rezultatów przez PKW (prawdopodobnie najpóźniej we wtorek).
- We wtorek kolejne **posiedzenie RPP** – ponownie jednodniowe i ponownie bez konferencji prasowej. Tym razem na posiedzeniu Rada powinna zapoznać się z wynikami najnowszych projekcji NBP. Nie wiadomo na razie, czy odbędzie się konferencja NBP omawiająca szczegółowo wyniki nowych projekcji, ale najważniejsze z nich powinniśmy zobaczyć już w komunikacie RPP. Nie spodziewamy się żadnej zmiany w polityce pieniężnej, ale warto przypomnieć, że tak samo pisaliśmy przed każdym z ostatnich posiedzeń i w zasadzie za każdym razem RPP zdołała nas zaskoczyć. Ostatnim razem tym zaskoczeniem było dodanie w komunikacie stwierdzenia o niewielkiej skali osłabienia złotego, co w naszej ocenie mogło zapowiadać większą aktywność NBP na polu oddziaływania na rynek walutowy. Od połowy czerwca, kiedy padło to stwierdzenie, EURPLN delikatnie wzrósł, ale w zasadzie pozostaje w trendzie bocznym. Ciekawe więc czy RPP zdecyduje się na jakiegokolwiek modyfikację przekazu w tym temacie.
- Rozpoczynają się **kolejne publikacje danych**: W kraju we wtorek bilans płatniczy, w środę CPI, w czwartek inflacja bazowa, w piątek płace i zatrudnienie. Za granicą m.in. niemiecki ZEW, produkcja i inflacja w strefie euro i USA. Wydaje mi się jednak, że publikacje będą raczej neutralne rynkowo.
- **Posiedzenie EBC** w czwartek również nie powinno przynieść istotnych dla rynku zmian.
- W piątek 17 lipca rozpoczyna się specjalne **spotkanie Rady Europejskiej**, na którym ma być dyskutowany nowy unijny budżet i plan odbudowy UE. Obecna propozycja zakłada ściśle powiązanie dostępu do środków UE z poszanowaniem praworządności. Wstępne sygnały z Brukseli i państw członkowskich wskazują, że końcowe porozumienie raczej nie zostanie jeszcze osiągnięte na tym szczycie.

### Wnioski rynkowe

- Na zachowanie PLN na początku tygodnia może wpłynąć wynik wyborów (który jednak do wtorku może nie być pewny). Wygrana A. Dudy to potwierdzenie status quo, więc rynki skupią się pewnie na fundamentach, a te uzasadniają naszym zdaniem nieco słabszego złotego (EURPLN w kierunku 4,50 i wyżej). Wygrana Trzaskowskiego może oznaczać zejście EURPLN poniżej 4,40, ale raczej nietrwałe ze względu na wzrost niepewności politycznej w średnim terminie. Publikacje danych, posiedzenia RPP i EBC raczej będą neutralne dla walut.
- Na rynku stopy niezmiennie krótki koniec krzywej pod presją nadpłynności, która stopniowo będzie spychać w dół również rentowności ze środka krzywej. Długi koniec pod wpływem umocnienia na bazowych rynkach długu.

Inflacja w regionie CEE, % r/r



Źródło: Refinitiv Datastream, 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 Luzziński 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

Przewidywania co do wzrostu są nadal rewidowane w dół, jak pokazała letnia runda prognostyczna KE. Dobrą wiadomością jest, że w przypadku Niemiec, głównego partnera handlowego Polski, prognoza na 2020 r. jako jedna z niewielu poszła w górę a Polska wciąż zdaniem KE ma osiągnąć najwyższy wzrost spośród wszystkich gospodarek UE. Deficyt w budżecie centralnym zmalał w czerwcu (ale mamy co do tego wyniku pewne zastrzeżenia) a bezrobocie rejestrowane odnotowało łagodny wzrost w porównaniu z poprzednimi miesiącami.

Według letniej aktualizacji **prognoz Komisji Europejskiej**, w tym roku PKB strefy euro ma spaść o 8,7% a nie o 7,7% jak szacowano w maju a odbicie w 2021 r. może być nieco słabsze niż wskazywano wcześniej (6,1% zamiast 6,3%). Wzrosło zróżnicowanie szacunków dla gospodarek UE (wzrost w najbardziej dotkniętych krajach był jeszcze rewidowany w dół, w przypadku tych mniej dotkniętych rewizje były nieznaczne). Na ocenę perspektyw gospodarki europejskiej odbiło się negatywnie rozprzestrzenianie się koronawirusa w USA i krajach rozwijających się.

Wg KE przeważają negatywne ryzyka dla ukazanych ścieżek wzrostu, m.in. przez ryzyko drugiej fali zarażeń. Wyliczenia nie uwzględniły wpływu szykowanego pakietu pomocowego Next Generation EU (nie został jeszcze do końca uzgodniony i zatwierdzony przez kraje, kolejny szczyt 17-18 lipca).

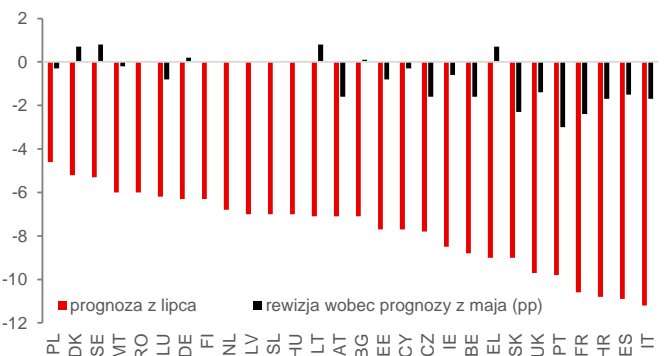
Prognoza PKB dla Polski została obniżona do -4,6% z -4,3% na ten rok oraz podwyższona do 4,3% z 4,1% na 2021. Prognozy CPI zostały zmienione w niewielkim stopniu, m.in. szacunek dla Polski na 2020 r. podniesiono do 2,7% z 2,5% (trzeci najwyższy wynik w UE). W odniesieniu do Polski raport wskazuje na przewidywane załamanie inwestycji w II kw., wstrzymywanie wydatków przez konsumentów z powodów ostrożnościowych, zakładane szybsze odbicie importu niż eksportu prowadzące do obciążania wzrostu gospodarczego przez saldo handlu zagranicznego w tym roku.

Wg Ministerstwa Finansów w czerwcu **deficyt budżetu centralnego** zmniejszył się do 17 mld zł z 26 mld zł zanotowanych w maju. Poprawa salda budżetowego była możliwa dzięki wypchnięciu wydatków związanych z przeciwdziałaniem skutkom epidemii poza sektor centralny (od pewnego czasu wskazujemy, że wartość informacyjna danych o budżecie jest z tego powodu obniżona), wpłacie 7,4 mld zł zysku z NBP (która była możliwa dzięki zmianie polityki budowy rezerw NBP, polegająca w zasadzie na rezygnacji z ich budowy) oraz z odbicia w dochodach podatkowych o 9% r/r w czerwcu. Jakkolwiek szybkie odbicie dochodów po epidemii jest dobrą wiadomością, to jednak nie znamy jego struktury. Warto pamiętać, że Ministerstwo Finansów wydłużyło terminy rozliczeń rocznych niektórych podatków, w tym dochodowych, więc część podatników mogła opóźnić płatność, co zaburzyło sezonowy wzorzec. Czekamy zatem na pełniejsze dane o budżecie centralnym w czerwcu. Spodziewamy się, że w tym roku deficyt finansów publicznych będzie rekordowo wysoki i może przekroczyć 10% PKB, przy czym większa część tego deficytu zrealizuje się poza budżetem centralnym.

**Stopa bezrobocia rejestrowanego** wzrosła do 6,1% w czerwcu z 6,0% w maju. W czerwcu przybyło 15,4 tys. bezrobotnych, mniej niż oczekiwano i wyraźnie mniej niż przyrosty z kwietnia i maja.

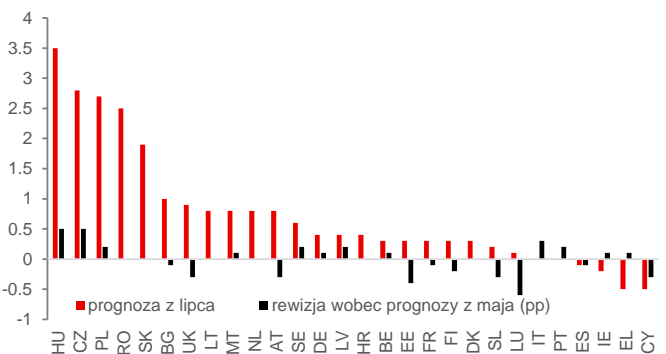
W kwietniu za obniżką stóp NBP głosowało 7 członków **RPP**, 1 był przeciwny (Łukasz Hardt), a 2 – nieobecnych (Eugeniusz Gatnar, Kamil Zubelewicz). Łukasz Hardt w artykule napisanym przed kolejną, majową obniżką stóp uznał, że jednym ze sposobów normalizacji polityki pieniężnej mogłyby być podwyżki stóp procentowych. Wg nas to pogląd mniejszości. Zdaniem Eryka Łona stabilizacja stóp procentowych NBP na obecnym poziomie byłaby dobrą strategią polityki pieniężnej w Polsce a zaostrzenie polityki pieniężnej w II poł. 2020 r. lub choćby w 2021 r. mogłoby wiązać się ze zbyt dużym ryzykiem.

Prognozy Komisji Europejskiej, wzrost PKB w 2020 r.



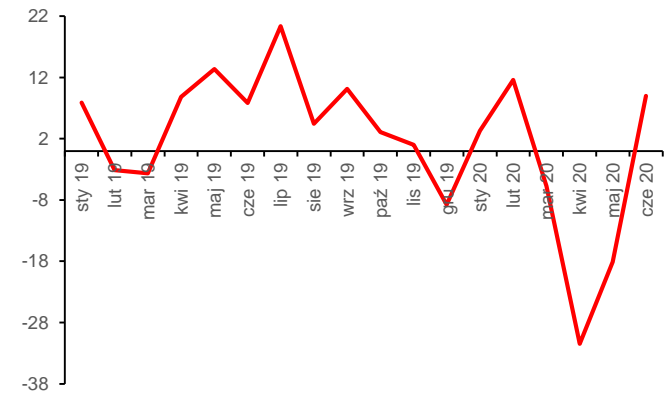
Źródło: Komisja Europejska, Santander

Prognozy Komisji Europejskiej, inflacja w 2020 r.



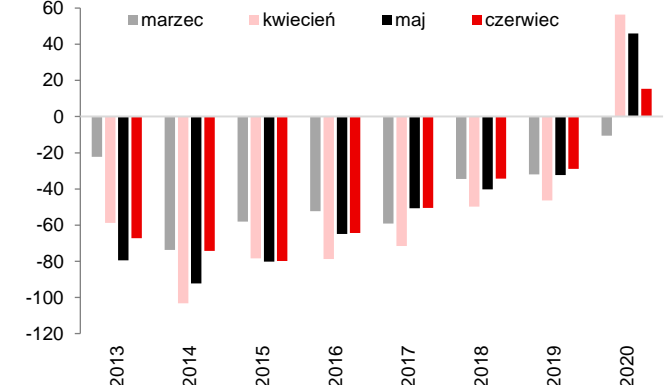
Źródło: Komisja Europejska, Santander

Miesięczne wpływy podatkowe, % r/r



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Zmiana bezrobocia m/m, w tys. osób dla wybranych miesięcy



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** W mijającym tygodniu główne indeksy giełdowe oraz „indeks strachu” VIX prawie nie uległy zmianie. Cena ropy Brent spadła o 2,5% do 41,7 a indeks dolara obniżył się o 0,5% do 96,7, co wspierało złoto (wzrost o 1,8%) oraz, ale tylko w nieznacznym stopniu, waluty regionu CEE do dolara. Waluty regionu straciły jednak do euro: EURPLN wzrósł o 0,4% do 4,477, EURHUF o 0,2% do 353,5 a EURCZK o 0,1% do 26,70. Koszyk rubla obniżył się 0,2% do 71,2. W tygodniu poprzedzającym drugą turę wyborów prezydenckich EURPLN zachowywał się stabilnie, 1-tygodniowa zmienność zrealizowana pod koniec tygodnia wyniosła 5,5% (vs 1-tygodniowa zmienność implikowana, która zwiera w sobie datę wyborów 6,3%), a kurs większość czasu był w przedziale 4,46-4,48.

**Stopy procentowe** Rentowności polskich obligacji obniżyły się wraz z rentownościami na rynkach bazowych jednak w mniejszym stopniu (10L spread PL-DE poszerzył się). Rentowność Bunda spadła 6pb do -0,49% a amerykańskiej 10L nawet więcej do 0,58%. Polskie 10L obniżyły się w tym samym czasie do 1,33%, spread wzrósł do 182pb. Spadki o podobnej skali miały miejsce na krzywej IRS i tym samym asset swapy pozostały stabilne. Krótkie końce krzywych zarówno obligacyjnej jak i IRS były stabilne w okolicy 0,105% i 0,28%. W rezultacie nachylenie krzywej obligacyjnej 2x10 obniżyło się do 122pb.

**Kluczowe wydarzenia** w nadchodzącym tygodniu w USA poznamy czerwcowe CPI (wtorek), produkcję przemysłową (środa), sprzedaż detaliczną (czwartek) a ze wskaźników wyprzedzających lipcowy Philly Fed (czwartek) oraz nastroje Uniwersytetu Michigan (piątek). W strefie euro produkcję przemysłową (wtorek), w środę odbywa się posiedzenie EBC, a w piątek inflacja. W Niemczech we wtorek poznamy lipcowy ZEW. W Polsce we wtorek spotyka się RPP (bez konferencji prasowej), będą też nowe projekcje. Również we wtorek dane o rachunku obrotów bieżących, w środę inflacja, a w czwartek inflacja bazowa. W piątek dane o zatrudnieniu i płacach.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Zachowanie złotego w przyszłym tygodniu będzie zależać od wyniku wyborów. Rezultaty z sondaży będą znane już w poniedziałek rano, oficjalne wyniki we wtorek. W przypadku wygranej obecnego prezydenta Andrzeja Dudy, oczekujemy, że rynek ponownie zacznie się skupiać na fundamentach makro a ujemne realne stopy procentowe pomogą kursowi się wzbić do 4,50 i wyżej. W przypadku wygranej Rafała Trzaskowskiego w pierwszej reakcji kurs mógłby się umocnić nawet do 4,375 jednak w średnim terminie zachowanie kursu nie jest jednoznaczne ze względu na niepewność polityczną (np. podwyższone ryzyko wcześniejszych wyborów). Spotkanie EBC prawdopodobnie nie będzie dla rynków walutowych istotne jako, że ważne decyzje podjęto na poprzednim czerwcowym spotkaniu. Prezes Lagarde z EBC powiedziała, że bank będzie teraz spokojnie obserwował napływające dane makro.

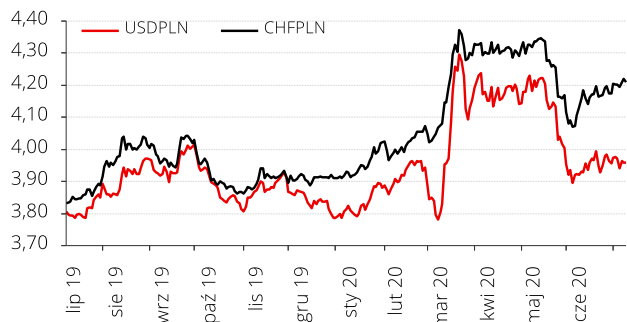
**Stopa procentowa** Uważamy że rentowności będą kontynuowały powolne spadki w nadchodzącym tygodniu. Czynniki fundamentalne za takim zachowaniem krzywej nie zmieniły się od poprzedniego tygodnia – krótki koniec krzywej pozostaje pod wpływem nadpłynności sektora bankowego. Po tym jak 2L rentowności dotarły do naszego celu ok 0,1% prawdopodobnie wkrótce będą na poziomie kilku bp. Także nasza ubiegłotygodniowa prognoza o spadku 10L rentowności do 1,30% prawie w całości się zmaterializowała. Przy spadających rentownościach na rynkach bazowych (według nas w szczególności rentowności USA mają przed sobą dalsze spadki) 10L POLGB może spaść do 1,25% do końca przyszłego tygodnia, przy założeniu braku zaskoczeń ze strony inflacji. Oznaczałoby to dalsze wypłaszczanie się krzywej. Rynki FRA pozostają stabilne i przez najbliższe 2 lata nie oczekują zmian stóp NBP. W najbliższą środę emitować obligacje będzie BGK – 2 serie FPC0725 oraz FPC0630, które powinny łatwo znaleźć nabywców.

### EURPLN



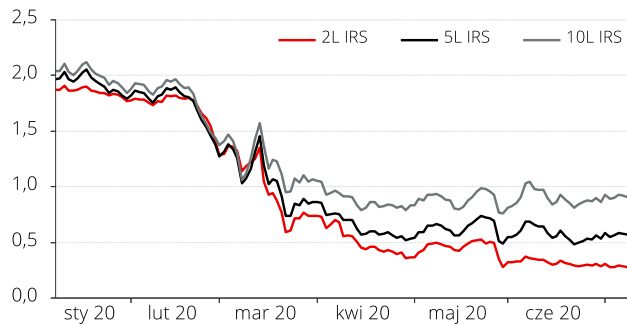
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



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	
<b>WTOREK (14 lipca)</b>						
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
08:00	DE	Inflacja HICP	VI	% m/m	0,7	0,0
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	V	% m/m	9,0	-17,1
11:00	DE	ZEW	VII	pkt	-62,5	-83,1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>V</b>	<b>mln €</b>	<b>772</b>	<b>857</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Bilans handlowy</b>	<b>V</b>	<b>mln €</b>	<b>176</b>	<b>-290</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>V</b>	<b>mln €</b>	<b>15960</b>	<b>15427</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>V</b>	<b>mln €</b>	<b>15915</b>	<b>15717</b>
14:30	US	Inflacja	VI	% m/m	0,6	-0,1
<b>ŚRODA (15 lipca)</b>						
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>VI</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	VI	% m/m	4,8	1,4
<b>CZWARTEK (16 lipca)</b>						
13:45	EZ	Decyzja EBC	16.07.2020	%	0,0	0,0
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>VI</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	11.07.2020	tys.	1375	1314
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VI	% m/m	5,5	17,7
14:30	US	Indeks Philly Fed	VII		20,0	27,5
<b>PIĄTEK (17 lipca)</b>						
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Zatrudnienie</b>	<b>VI</b>	<b>% r/r</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,7</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Płace</b>	<b>VI</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>
11:00	EZ	HICP	VI	% r/r	0,3	-0,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	VI	% m/m	21,2	4,3
16:00	US	Indeks Michigan	VII	pkt	80,0	78,1

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 obowiązują 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