

# Tygodnik ekonomiczny

## Dane za II kwartał prawie w komplecie

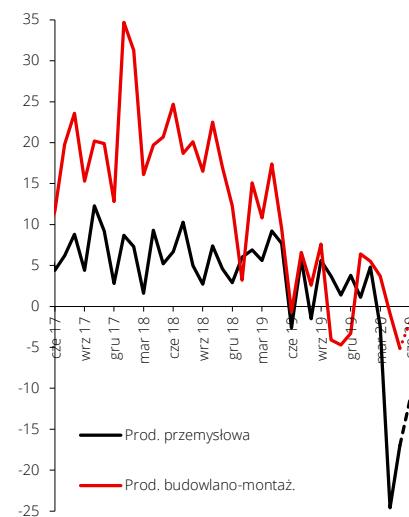
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Kolejny tydzień będzie zdominowany przez publikacje danych krajowych z czerwca: **produkcja w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczna, PPI, podaź pieniądza, bezrobocie**. Pojawi się też **Biuletyn Statystyczny** ze szczegółami nt. sytuacji ekonomicznej oraz pierwsze wskaźniki koniunktury dla lipca. Te publikacje wypełnią czas od poniedziałku do czwartku i po ich publikacji z większym prawdopodobieństwem można będzie szacować skalę spadku PKB w II kwartale br. Nasze prognozy dla kluczowych zmiennych (produkcja, sprzedaż) są wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego, więc gdyby się zmaterializowały, możliwe jest pogorszenie nastrojów. Z drugiej strony, opublikowane już dane z rynku pracy zaskoczyły wyraźnie na plus, co może wskazywać na to, że przesadziliśmy z pesymizmem i tak naprawdę gospodarka odbija się od dna w większym tempie niż przewidywaliśmy.
- Za granicą bardzo niewiele nowych publikacji i wydarzeń, kluczowe będą **wstępne lipcowe indeksy PMI** (w piątek) oraz **posiedzenia banków centralnych** na Węgrzech (wtorek) i w Rosji (piątek). Spodziewamy się, że oba banki centralne mogą złagodzić politykę, a indeksy aktywności w przemyśle i usługach strefy euro mogą się jeszcze poprawić, ale już nie w takim tempie jak w ostatnich miesiącach (przestrzeń dla pozytywnych zaskoczeń się wyczerpuje).
- W kalendarzu ostatnie **posiedzenie Sejmu** przed wakacyjną przerwą (następne w połowie września). Harmonogram prac nie przewiduje zajęcia się nowelizacją ustawy o finansach publicznych, która pozwoliłaby na czasowe odejście od Stabilizującej Reguły Wydatkowej i dzięki temu na nowelizację budżetu. Być może zmiany w tegorocznym budżecie pojawią się dopiero we wrześniu, w zasadzie równoległe z projektem budżetu na 2021.
- Końcówka lipca minie też pod znakiem dalszych negocjacji nowego budżetu UE i programu odbudowy. Polska i Węgry nie zgadzają na uzależnienie dostępu do środków UE od praworządności i spełnienia celów klimatycznych oraz domagają się m.in. zakończenia postępowań w sprawie naruszenia praworządności.

### Wnioski rynkowe

- Podtrzymujemy prognozę słabszego złotego w najbliższych tygodniach. Przełamanie przez EURPLN technicznego poziomu 4,48 wspiera ten pogląd. Gdyby nasze prognozy produkcji i sprzedaży okazały się trafne, to tym bardziej byłyby powody dalszej korekty.
- Na rynku stopy procentowej też wciąż ten sam kierunek: stopniowy dalszy spadek rentowności pod ciężarem rosnącej nadpłynności sektora bankowego i mocnych rynków bazowych.

### Produkcja przemysłowa i budowlana, % r/r



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

## Ostatni tydzień w gospodarce

W ostatnim tygodniu poznaliśmy dane inflacyjne, o obrotach bieżących i z rynku pracy, przy czym te ostatnie wskazały na odbicie w czerwcu. O ile posiedzenie RPP nie przyniosło nowych decyzji, to nowe projekcje NBP okazały się dość pesymistyczne.

**Czerwcowe inflacja** wyniosła 3,3% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem i wobec 2,9% r/r w maju. Wzrost rocznego wskaźnika to głównie efekt wyższych cen paliw (dodały 0,2 pkt proc. do CPI) oraz inflacji bazowej, która wzrosła do 4,1% r/r z 3,8% r/r. Spodziewamy się spadku inflacji w kolejnych miesiącach poniżej 2% r/r na początku 2021, przy czym w krótkim okresie wciąż mogą pojawiać się zakłócenia związane z efektami epidemii koronawirusa (nawis popytu i opłaty sanitarne). Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

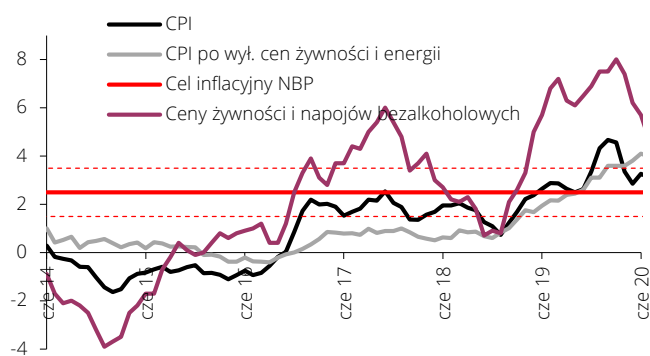
Majowe **saldo obrotów bieżących** pokazało nadwyżkę 2,46 mld euro (najwięcej od stycznia 2017 r.), dużo powyżej oczekiwań. Przyczyna niespodzianki leżała po stronie importu towarów, który spadł o 27,2% r/r. Wg komunikatu NBP był to skutek niskich cen ropy. Eksport obniżył się o 19,8% r/r (-29,1% r/r w kwietniu) a odbicie było możliwe dzięki poprawie w sektorze dóbr konsumpcyjnych wobec znoszenia restrykcji w gospodarkach europejskich. Oczekujemy odbicia obrotów handlowych w kolejnych miesiącach, ale raczej nie widzimy rychłego powrotu do poziomów sprzed pandemii.

Czerwcowe **dane z rynku pracy** pokazały lekkie odbicie: zatrudnienie urosło o 0,2% m/m (-3,3% r/r) a wzrost płac podskoczył do 3,6% r/r z 1,2% r/r w maju. Obydwa odczyty były lepsze od oczekiwań. Wydaje się, że sytuacja rynku pracy poprawia się szybciej niż się tego obawialiśmy, co jest dobrą wiadomością dla oczekiwanej ścieżki konsumpcji.

**Rada Polityki Pieniężnej** pozostawiła na lipcowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian: stopę referencyjną na 0,1%, lombardową na 0,5%, depozytową na 0,0%. RPP zapoznała się z nowymi projekcjami ekonomicznymi NBP, które omawiamy w kolejnym akapicie. Komunikat prasowy nie uległ istotnym zmianom. Wzmianka, że tempo ożywienia gospodarczego może być ograniczane „przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP” została powtórzona. Minutes z czerwcowego posiedzenia zawierały dodatkowo stwierdzenie, że „polityka pieniężna NBP powinna ograniczać ryzyko aprecjacji złotego wobec głównych walut”. Komunikat nie zawierał sugestii wprost nt. przyszłej ścieżki stóp, ale jego treść postrzegamy jako potwierdzenie, że po podjęciu mocnego złagodzenia polityki pieniężnej w poprzednich miesiącach, w RPP nie ma obecnie przekonania o konieczności dalszych obniżek stóp procentowych (o ile nie dojdzie do dalszego wyraźnego pogorszenia perspektyw gospodarczych). Oczekujemy utrzymania stóp bez zmian w 2020 i 2021 r.

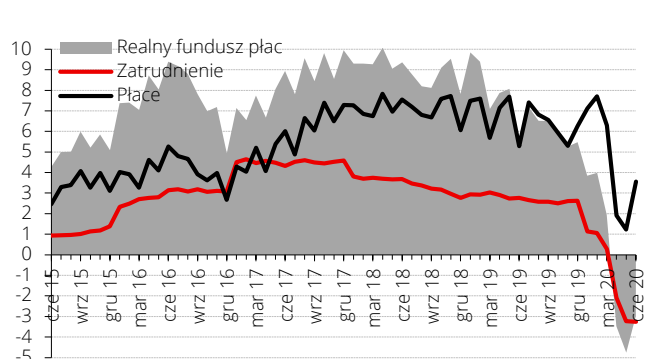
**Ścieżka inflacji** prognozowana przez NBP jest dość odległa od zera, z najniższym punktem przy 1,3% r/r w I kw. 2021. Ryzyko spadku poniżej zera w 2021-22 zostało ocenione na 20%. Bardziej odległa część ścieżki odgina się w górę i dociera do 2,2% w II poł. 2022 r. (cel to 2,5%). Wynika z tego, że projekcja nie powinna być bodźcem do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. **Prognozy PKB** są wyraźnie poniżej naszych i rynkowych. NBP nie założył wystąpienia drugiej fali zakażeń w Polsce, ale bilans ryzyka jest asymetryczny w dół. Pomimo braku drugiej fali, NBP spodziewa się wolniejszego ożywienia wzrostu PKB po osiągnięciu dna przy -10,6% r/r w II kw. 2020 r. niż większość analityków (w tym my). Prognozy NBP są niższe głównie ze względu na założenie głębokiego spadku inwestycji i potem ich słabego odbicia – NBP podkreślił wysoki poziom niepewności i problemów finansowych wśród wielu firm.

Miary inflacji CPI, % r/r



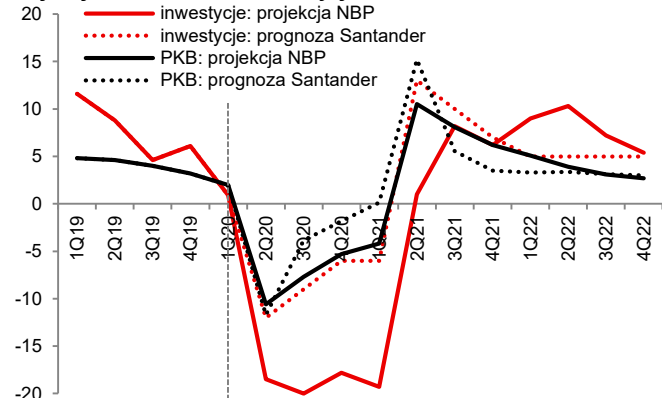
Źródło: GUS, NBP, Santander

Rynek pracy, % r/r



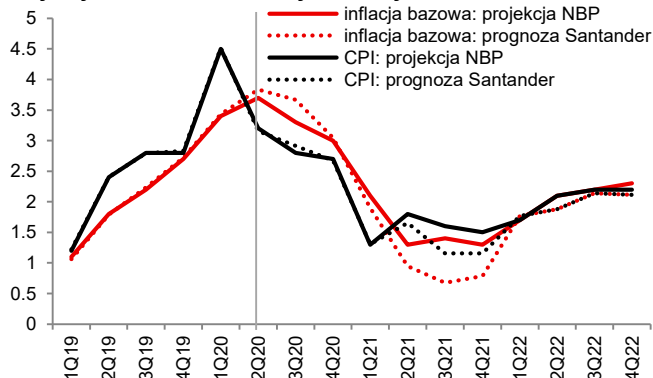
Źródło: GUS, Santander

Projekcja NBP dla PKB i inwestycji, % r/r



Źródło: NBP, GUS, Santander

Projekcja NBP dla CPI i inflacji bazowej, % r/r



Źródło: NBP, GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** EURPLN kontynuował powolny trend wzrostowy. Kurs zdołał przebić opór na 4,48 i zbliżył się do 4,50, najwyższej od końca maja. Wg nas osłabienie złotego mogło być raczej efektem pozycjonowania się rynku przed posiedzeniem RPP (wskutek ostatnich uwag nt. siły krajowej waluty) niż wyniku wyborów prezydenckich. Tymczasem USDPLN spadł na chwilę do 3,90 dzięki wzrostowi EURUSD. Słabszy popyt na bezpieczne waluty pozwolił również kursowi CHFPLN obniżyć się do 4,15 z 4,20 w skutek wzrostu EURCHF do 1,08 z 1,06. GBPPLN spadł do 4,91 z ok. 5,0.

W przypadku pozostałych walut regionu, kursy pozostały w przedziałach wyznaczonych w poprzednich dniach. EURCZK wahał się wokół 26,66, EURHUF w pobliżu 354, a USDRUB blisko 71. Od czerwca najstabilniej zachowuje się EURCZK wahał się w przedziale 26,47-26,88 (tj. 1,6%). W tym czasie, EURHUF wzrósł przejściowo o 3,7%, a USDRUB o 5,4%.

**Stopy procentowe** Krajowe rentowności oraz IRS podążały za rynkami bazowymi. Na początku tygodnia stawki wyraźnie wzrosły, ale w kolejnych dniach rynek odbudował się i rentowności i IRS spadły poniżej poziomów zamknięcia z poprzedniego piątku. Było to możliwe m.in. dzięki gołębiej retoryce EBC. Bank centralny zapowiedział, że ma zamiar wykorzystać cały przysługujący limit zakupu obligacji w programie PEPP (1,35 bln €).

**Kluczowe wydarzenia** najbliższego tygodnia to wstępne lipcowe PMI (ważne dla rynków globalnych) i decyzje banków centralnych Węgier i Rosji (które mogą wpłynąć na nastroje w regionie CEE).

Indeksy dla przemysłu i usług zneutralizowały już niemal całość silnego spadku związanego z koronawirusem, ale wciąż są poniżej granicy 50 pkt. Wydaje nam się, że potencjał do dalszych pozytywnych zaskoczeń na tym polu wyczerpuje się.

Pod koniec czerwca bank centralny Węgier zaskoczył rynek i obniżył główną stopę procentową do 0,75% z 0,90%. Ruch ten został określony jako jednorazowe dostosowanie, ale bank zapowiedział, że zmniejszone może być oprocentowanie jednostygodniowych depozytów. Wcześniej w tym roku ich oprocentowania zostało podniesione w celu zatrzymania deprecjacji forinta. Należy się spodziewać, że w tym tygodniu polityka pieniężna na Węgrzech zostanie jeszcze poluzowana. To samo dotyczy banku Rosji. Jego prezes Elwira Nabiullina powiedziała, że możliwa jest przerwa lub dalsze cięcie stóp po tym jak ostatnio zostały one obcięte o 100 pb. Konsensus zakłada obniżkę o 25 pb, ale naszym zdaniem może być ona większa, jeśli faktycznie będzie miała miejsce.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Podtrzymujemy nasz pogląd, że w kolejnych tygodniach złoty może tracić. Ostatnie wydarzenia – przebicie oporu na 4,48 – wspierają naszą ocenę. Dodatkowo pojawiły się kolejne gołębie sygnały na temat kursu walutowego. Wprost w minutes z czerwcowego posiedzenia i nie wprost w nowych prognozach gospodarczych NBP, które zakładają głębszy spadek PKB w tym roku i wolniejsze odbicie w 2021 niż widzi to konsensus. Taka sytuacja może być dobrym uzasadnieniem dla utrzymania gołębiego nastawienia i (nie tylko) werbalnych interwencji na rynku walutowym.

Dodatkowo presję na złotego i inne waluty CEE w najbliższym tygodniu może wyrzeć bank centralny Węgier, który może poluzować politykę pieniężną w celu osłabienia forinta.

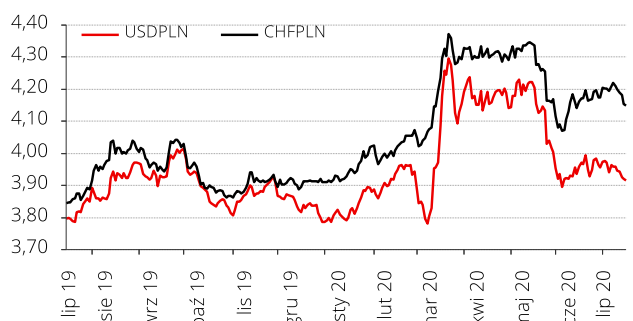
**Stopa procentowa** Polskie rentowności i IRS pozostają w delikatnym trendzie spadkowym dzięki wysokiej nadpłynności sektora bankowego, programowi skupu obligacji prowadzonemu przez NBP jak też niskim rentownościom na rynkach bazowych. Nie spodziewamy się, by któryś z tych czynników wkrótce zniknął lub zaczął wywierać przeciwny wpływ. Rentowność 10-letniego Bunda od połowy czerwca waha się w pasmie -0,50/-0,40% dzięki gołębiej retoryce głównych banków centralnych i zmniejszającemu się potencjałowi na pozytywne zaskoczenia w danych. Wzrosty rentowności krajowych obligacji postrzegamy jako korekty w powolnym trendzie spadkowym jaki oczekujemy obserwować do końca roku.

### EURPLN



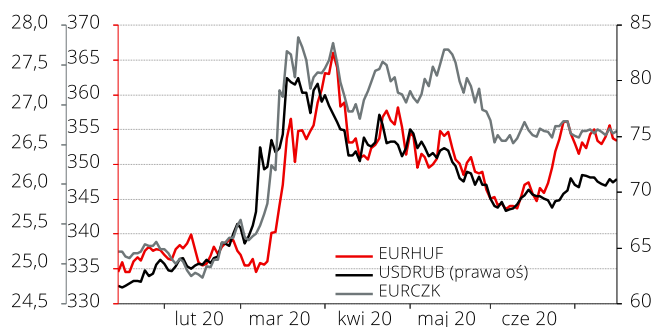
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



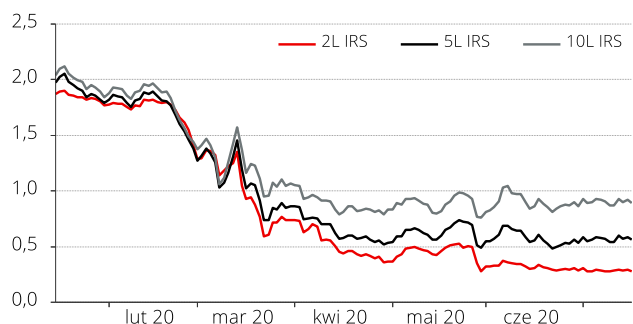
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Waluty regionu CEE



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>PONIEDZIAŁEK (20 lipca)</b>							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	VI	% r/r	-6.4	-11.4	-17.0
10:00	PL	PPI	VI	% r/r	-0.9	-1.0	-1.5
<b>WTOREK (21 lipca)</b>							
10:00	PL	Produkcja budowlana	VI	% r/r	-0.8	-1.9	-5.1
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	VI	% r/r	-2.5	-4.1	-7.7
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0.6	-	0.75
<b>ŚRODA (22 lipca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VI	% r/r	17.3	17.4	16.0
16:00	US	Sprzedaż domów	VI	% m/m	22.8	-	-9.7
<b>CZWARTEK (23 lipca)</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VI	%	6.2	6.1	6.0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	1 250	-	1 300
<b>PIĄTEK (24 lipca)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	VII	pkt	47.0	-	45.2
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	VII	pkt	50.0	-	47.3
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	VII	pkt	49.3	-	47.4
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	VII	pkt	50.5	-	48.3
12:30	RU	Decyzja banku centralnego		%	4,25	-	4,50
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VI	% m/m	3.6	-	16.6

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