

## Tygodnik ekonomiczny

### Spadek polskiego PKB i zaostrenie restrykcji

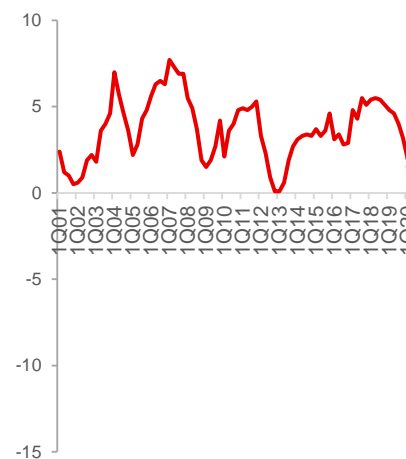
#### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Weszliśmy w sierpień z wciąż dużym impetem odbicia gospodarek po wiosennych lockdownach. Jednocześnie jednak statystyki pandemiczne dziennych zachorowań pokazują, że świat musi zmierzyć się z drugą falą. W rezultacie wytwarza się presja na przywracanie obostrzeń (m.in. w Polsce), choć wprowadzanych tak, żeby nie podciąć skrzydeł odradzającym się gospodarkom. Niemniej jednak warto przyglądać się napływającym danym o aktywności gospodarczej, w szczególności tym z USA – o lipcowej produkcji i sprzedaży detalicznej oraz o sierpniowych nastrojach wśród konsumentów – w poszukiwaniu negatywnych efektów nawrotu pandemii.
- Z Polski poznamy pierwszy szacunek PKB za II kw., gdzie spodziewamy się zobaczyć spadek o 11,7% r/r, czyli głębszy niż zakłada rynek. Skoro jednak wiemy, że gospodarka sprawnie zaczęła wychodzić z dołka to głębokość załamania w II kw. nie ma już aż takiego znaczenia. Rynki mogą raczej przejść się w przypadku wyraźnego odczytu niż wyraźnego gorszego. Ukazą się też dane o bilansie płatniczym za czerwiec, wg nas z kolejną wyraźną nadwyżką na rachunku obrotów bieżących i w bilansie handlowym.
- W tym tygodniu poznamy też wiele odczytów inflacji, m.in. z USA, Niemiec i naszego regionu, w tym pełne lipcowe dane CPI z Polski. Uporczywe utrzymywanie się wysokich odczytów w CEE przy wyzerowaniu się inflacji w strefie euro to ciekawe zjawisko, ale raczej bez wpływu na politykę pieniężną w regionie i nie aż tak kluczowe teraz dla rynków jak to czy gospodarki poradzą sobie ze wzrostem zachorowań.

#### Wnioski rynkowe

- Niewielka wakacyjna aktywność inwestorów na rynku walutowym skutkująca niską zmiennością zrealizowaną może trwać jeszcze kolejny tydzień. Jeśli jednak dolar odzyska grunt pod nogami to może to osłabić waluty rynków wschodzących, w tym złotego. Także typowa sezonowość nie działa na korzyść złotego – w większości sierpieni EURPLN zazwyczaj wzrasta.
- Rentowność obligacji może pozostać stabilna na krótkim końcu krzywej (krótkie IRS i FRA mogą kontynuować powolne opadanie). Długi koniec krzywej obligacyjnej prawdopodobnie będzie podążał dokładnie za rynkami bazowymi (10L spread stabilny w okolicy 180pb). W czwartek odbędzie się aukcja obligacji PFR, na której zaoferowane zostaną obligacje o tenorach 7L oraz 10L na łączną kwotę 3-5 mld zł.

Wzrost PKB w Polsce, % r/r



Źródło: GUS, 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

## Ostatni tydzień w gospodarce

Tydzień zaczął się od wyjścia polskiego wskaźnika PMI wyraźnie powyżej 50 pkt. Relatywnie silne dane z Niemiec dopełniły obraz ożywienia w polskim przemyśle. Uwaga przeniosła się jednak na niepokojąco szybki wzrost nowych przypadków Covid-19 w Polsce, który domagał się reakcji rządu.

Od soboty 8 sierpnia w życie wchodzi w Polsce **zaostrzenie restrykcji epidemicznych** w wybranych powiatach. Wprowadzono podział na powiaty „czerwone” – najbardziej zagrożone, „żółte” – średnio zagrożone i „zielone” – najmniej zagrożone. „Kolory” powiatów będą na bieżąco aktualizowane, „czerwony” status otrzymają te, gdzie liczba zakażeń na 10 tys. osób przekroczy 12 w ciągu dwóch tygodni, a „żółty” te, gdzie przekroczy 6. W powiatach „zielonych” nie ma nowych restrykcji. W powiatach oznaczonych kolorem żółtym nie zmieniają się zasady dot. ograniczenia w kościołach, noszenia maseczek czy też związane z transportem zbiorowym. W powiatach „żółtych” możliwe będą m.in. imprezy sportowe, wydarzenia kulturalne. W pogrzebach oraz weselach uczestniczyć będzie mogło do 100 osób. W powiatach „czerwonych” obowiązkowe będzie noszenie maseczek, liczba osób na uroczystościach zostanie ograniczona do 50 osób, limit osób w komunikacji wyniesie 50% miejsc siedzących, zamknięte zostaną siłownie, kluby, dyskoteki, kina, odwołane imprezy masowe.

Na liście „czerwonej” znajduje się 9 powiatów, w których mieszka nieco ponad milion ludzi (2,7% populacji Polski), wytwarzają ok. 2,5% dochodów z PIT i 1,3% dochodów z CIT. Na liście „żółtej” jest 10 powiatów, w których mieszka nieco ponad 800 tysięcy ludzi (2,1% populacji), wytwarzają ok. 2,2% dochodów z PIT i 1,3% dochodów z CIT.

**Indeks PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego** odnotował w lipcu kolejny wyraźny wzrost, do 52,8 pkt z 47,2 pkt. To najwyższy odczyt od prawie dwóch lat, dużo powyżej wieloletniej średniej wynoszącej 50,3 pkt. Składniki opisujące bieżącą produkcję i nowe zamówienia poprawiły się m/m i po raz pierwszy od 20 miesięcy w badaniu pojawiło się wskazanie na wzrost aktywności zakupowej firm. Raport PMI wskazał jednak, że zamówienia zagraniczne poprawiły się tylko nieznacznie a zatrudnienie nadal było dostosowywane w dół (choć indeks zatrudnienia wrócił już do trendu sprzed kryzysu). Składnik PMI opisujący czas dostaw (który w tym wyjątkowym kryzysie może dawać mylne sygnały) dodał do wyniku 0,6 pkt, ale i bez niego lipcowe odbicie byłoby solidne. Lipcowy raport PMI zdaje się potwierdzać, że realizuje się V-kształtne odbicie aktywności w polskim przemyśle.

Dopełniając pozytywny obraz, dane z najważniejszych partnerów gospodarczych dla polskiego przemysłu okazały się silniejsze od oczekiwań. Finalne odczyty przemysłowych wskaźników PMI za lipiec w strefie euro i Niemczech okazały się wyższe od wstępnych szacunków o odpowiednio 0,7 pp (51,8 pkt) oraz 1,0 pp (51,0 pkt), choć te wstępne szacunki w momencie swojej publikacji już były wyższe od oczekiwań. Czerwcową dynamikę zamówień w niemieckich fabrykach (-11,3% r/r) była o ponad 6 pkt. proc. wyższa niż oczekiwano. Pozytywnie zaskoczyły też niemiecki eksport i produkcja przemysłowa, wykazując jeszcze szybsze tempo odbicia w ujęciu m/m niż w maju – eksport urósł o 14,9% wobec 8,9% poprzednio a produkcja o 8,9% (poprzednio 7,4%).

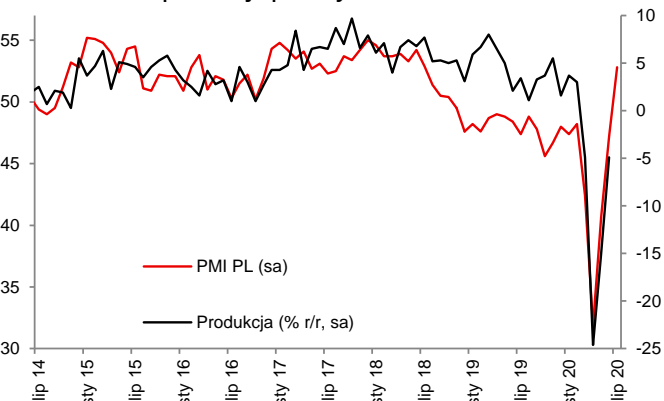
**Wynik sektora general government** wyniósł w I kw. 2020 r. -14,7 mld zł, wobec +14,4 mld zł w I kw. 2019 r. Z danych nt. wykonania budżetu widać, że pogorszenie salda GG w niewielkim stopniu wynikało ze wzrostu deficytu budżetu centralnego (-9,4 mld zł w I kw. br. wobec -4,5 mld zł w I kw. 2019 r.). To najgorszy wynik dla I kw. odkąd są dostępne porównywalne dane (1999 r.). Według nas deficyt sektora GG za cały rok może rozrosnąć się wyraźnie ponad 200 mld zł.

## Nowe wykryte przypadki Covid-19 w Polsce



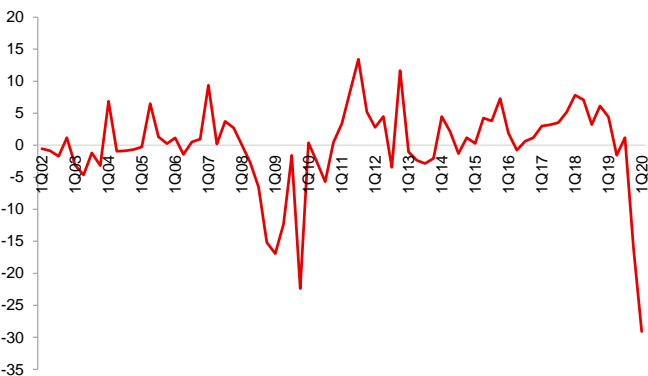
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Santander

## Wskaźnik PMI a produkcja przemysłowa w Polsce



Źródło: GUS, Bloomberg, Santander

## Wynik sektora general government, zmiana r/r w mld zł



Źródło: Eurostat, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Mijający tydzień zawierał w sobie pierwsze dni tradingowe sierpnia. EURPLN, obecnie na 4,413, prawie nie uległ zmianie tydzień do tygodnia. Jednak w międzyczasie spadł i krótko utrzymał się poniżej 4,40 (ok 0,6% niżej). EURUSD wciąż wzrastał jednak i spowodowało to spadki USDPLN – obecnie po 3,729, 0,5% niżej. Zmienność zrealizowana EURPLN była bardzo niska (ok. 4% po annualizacji) co nie powinno dziwić w kontekście ubogiego kalendarza publikacji makroekonomicznych.

W regionie, zarówno forint jak i korona osłabiły się względem euro – odpowiednio o 0,7% i 0,2%. Dane makroekonomiczne na Węgrzech w większości były lepsze od oczekiwań (PMI przemysł po 50,8, produkcja przemysłowa) z wyjątkiem sprzedaży detalicznej. W Czechach, bank centralny nie zmienił stóp procentowych a dane były relatywnie słabe (PMI przemysł po 47,0, sprzedaż detaliczna). USDRUB spadł 0,75% a do przyczyn należy zaliczyć droższą ropę (Brent +4%) oraz znaczącą poprawę w PMI usługowych (do 58,5, ponad 8pp powyżej konsensusu).

**Stopy procentowe** Rentowności polskich obligacji nie uległy istotnym zmianom nawet po lepszym od oczekiwań PMI w przemyśle (wzrost o 5,6pp do 52,8). Rentowność 10L zamyka tydzień po 1,29%, a w międzyczasie była w przedziale 1,26-1,31%. Krótki koniec krzywej obligacyjnej nie uległ zmianie (2L po 0,10%) jednak 1L IRS oraz FRA (np. 9x12) obniżyły się o ok 2-3pb możliwe, że w relacji do obniżającego się stopniowo 3 miesięcznego WIBOR.

Ministerstwo Finansów na przetargu zamiany sprzedało obligacje 6 serii za 3,54 mld zł. Te serie to OK0423, PS0425, WZ0525, WZ1129, DS1030. Odkupiło obligacje 4 serii za 3,48 mld zł. Te serie to DS1020, WZ0121, PS0421, OK0521. Ponadto Ministerstwo poinformowało, że na koniec lipca na rachunkach złotych i walutowych znajdowało się 127 mld zł.

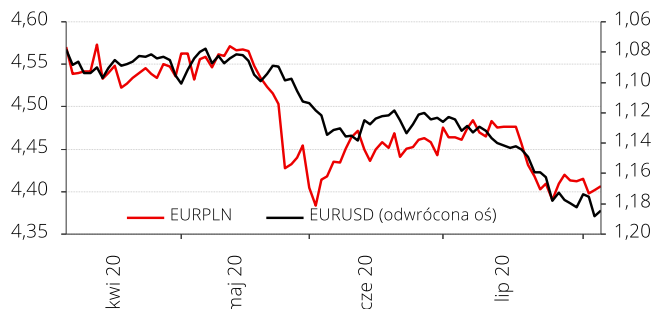
**Kluczowym wydarzeniem** tego tygodnia mogą piątkowe dane o PKB za II kw. gdzie oczekujemy spadku o 11,7% r/r (vs rynek -9,0% r/r) oraz ostateczny odczyt lipcowej inflacji (3,1% r/r). W czwartek poznamy dane o rachunku obrotów bieżących. Za granicą, w Niemczech we wtorek poznamy sierpniowy odczyt ZEW oraz inflację w czwartek. W strefie euro w środę produkcja przemysłowa, a w piątek PKB za II kw. W USA w środę lipcowa inflacja, a w piątek m.in. sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** W nadchodzącym tygodniu spodziewamy się niewielkiej wakacyjnej aktywności inwestorów, co powinno pomóc kursowi EURPLN pozostać w wąskim paśmie 4,40-4,44. Są przesłanki by oczekiwać lekkiego ruchu w górę. Po pierwsze, wydaje się, że okres słabości dolara dobiega końca po tym jak stracił on w lipcu ok. 5% i teraz amerykańska waluta mogłaby trochę zyskać. Jeśli tak by się stało, to wtedy złoty i inne waluty z rynków wschodzących mogłyby się osłabić. Po drugie, analiza sezonowości wskazuje, że sierpień jest miesiącem kiedy EURPLN zazwyczaj rośnie. Biorąc pod uwagę dużą niepewność w publikowanych danych (bilans płatniczy, PKB, CPI) tylko w przypadku bardzo znacznych odchyleń danych od konsensusu złoty może istotnie zareagować.

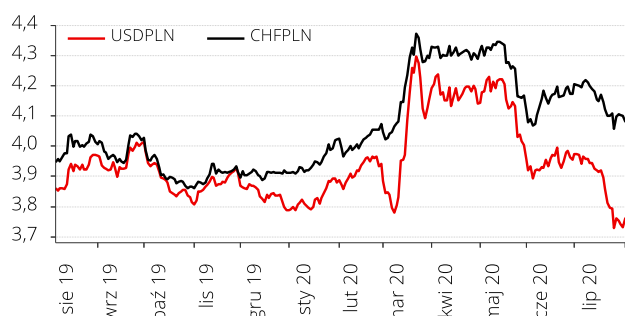
**Stopa procentowa** Krótki koniec krzywej obligacyjnej pozostanie zapewne stabilny, wygląda bowiem na to, że rentowność 2-latką znalazła przynajmniej chwilowy poziom równowagi (na 0,10%). Krótkie stawki IRS i FRA mogą tymczasem kontynuować powolny ruch w dół. Na długim końcu, obligacje będą zależeć głównie od rynków bazowych (ze spreadem do Bunda stabilnym na ok. 180 pb). PFR poinformował, że następna emisja obligacji PFR odbędzie się 13 sierpnia (przyszły czwartek, a nie, jak to zwyczajowo miało miejsce czyli w piątek). PFR zaofertuje obligacje 7L oraz 10L na łączną kwotę 3-5 mld zł. PFR w sumie do tej pory PFR wyemitował obligacji za 62 mld zł, a według lipcowych zapowiedzi łączne emisje w ramach programu mają wynieść 85-90 mld zł.

### EURPLN i EURUSD



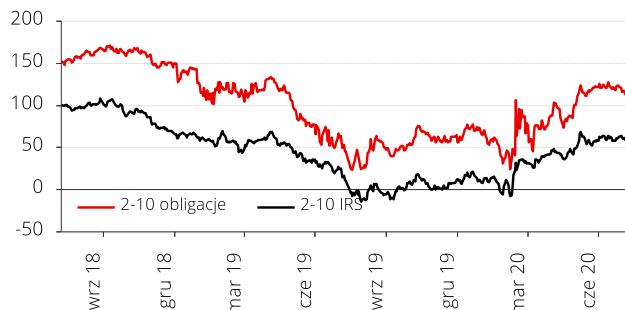
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



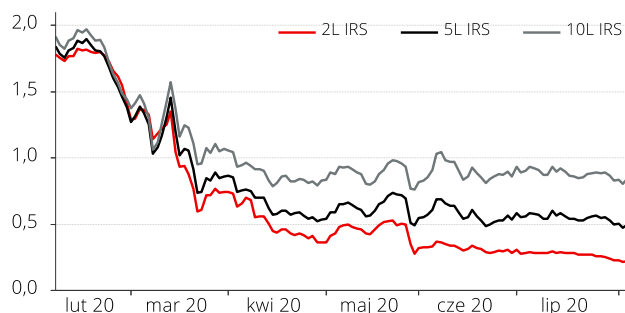
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Nachylenie polskich krzywych



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 (11 sierpnia)</b>							
09:00	HU	Inflacja	VII	% r/r	3,4	-	2,9
11:00	DE	ZEW	VIII	pkt	-69,5	-	-80,9
<b>ŚRODA (12 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VI	% m/m	12,0	-	12,4
14:30	US	Inflacja	VII	% m/m	0,3	-	0,6
<b>CZWARTEK (13 sierpnia)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	VII	% m/m	0,0	-	-0,5
09:00	CZ	Inflacja	VII	% r/r	3,1	-	3,3
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>VI</b>	<b>mln €</b>	<b>2 074</b>	<b>1 766</b>	<b>2 455</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Bilans handlowy</b>	<b>VI</b>	<b>mln €</b>	<b>1 148</b>	<b>1 059</b>	<b>1 250</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>VI</b>	<b>mln €</b>	<b>17 691</b>	<b>18 099</b>	<b>15 700</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>VI</b>	<b>mln €</b>	<b>16 474</b>	<b>17 040</b>	<b>14 450</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	1 400	-	1 186
<b>PIĄTEK (14 sierpnia)</b>							
09:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	-10,7	-	2,2
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>VII</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>II kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>2,0</b>
11:00	EZ	PKB SA	II kw.	% r/r	-15,0	-	-15,0
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	1,7	-	7,5
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	VII	% m/m	2,7	-	5,4
16:00	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	71,0	-	72,5

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