

# Tygodnik ekonomiczny

## Dobre dane plus łyżka dziegciu

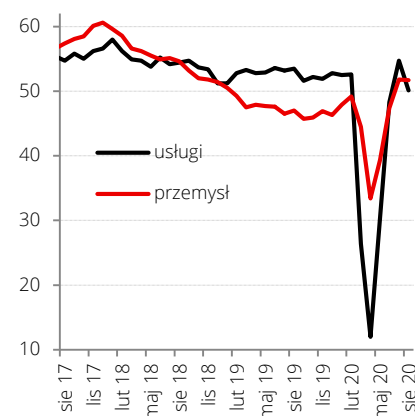
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Pierwsze „twarde” dane opisujące trzeci kwartał, tj. lipcowe odczyty płać, produkcji w przemyśle i sprzedaży detalicznej ułożyły się po naszej myśli, czyli przebiły oczekiwania rynkowe. Nie zabrakło też jednak danych, które schłodziły nasz zapał do rewidowania ścieżki wzrostu gospodarczego bardziej niż tego wymagał wstępny szacunek PKB w II kw. (z mniejszym spadkiem niż zakładaliśmy). Lipcowy spadek produkcji budowlanej był aż o 5 pkt. proc. głębszy niż oczekiwano. Do tego sierpniowe wskaźniki nastrojów wśród konsumentów i firm pokazały, że pojawiły się już wątpliwości co do dalszej poprawy sytuacji - koniunktura najwyraźniej nie wróci ot tak do poziomów sprzed pandemii. Podobna refleksja ujawniła się we wstępnych wskaźnikach PMI za sierpień dla strefy euro, choć dotyczyła tylko nastrojów w sektorze usług.
- Z najbliższych danych najciekawsze może okazać się bezrobocie wg BAEL (dane kwartalne) – ta miara gotowości do podjęcia pracy w I kw. nie zareagowała specjalnie na kryzys a odczyt za II kw. może odsłonić inny obraz niż wynikający z rejestrów bezrobotnych. Po podaży pieniądza M3 spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu. Zapowiedziane na piątek minutes z lipcowego posiedzenia RPP raczej nie ujawnią innego nastawienia wewnątrz Rady niż ujawniały ostatnie wypowiedzi jej członków: przeważa wola utrzymania stóp bez zmian w tym i przyszłym roku przy popieranej przez mniejszość alternatywie w postaci stopniowego podnoszenia stóp w przyszłym roku, ale docelowo nie wyżej niż do poziomu sprzed pandemii.
- Jeśli już patrzeć na bankierów centralnych to raczej tych, którzy wystąpią podczas sympozjum w Jackson Hole a w szczególności na Jerome’a Powella, który ma omówić nową strategię komunikacji Fed.

### Wnioski rynkowe

- EURPLN obecnie znajduje się wciąż w okolicy 200-dniowej średniej ruchomej mimo szeregu dobrych danych, co interpretujemy jako oznakę lekkiego wyprzedania. Według nas, w najbliższym czasie bilans ryzyk wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo wzrostów kursu (w szczególności w nadchodzącym tygodniu). Brak istotnych danych makroekonomicznych w nadchodzącym tygodniu oznacza, że krajowe rentowności podążać będą za rynkami bazowymi.

Wskaźniki PMI dla strefy euro



Źródło: Bloomberg, 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

Pierwsze „twarde” dane za III kw. przyniosły wiele pozytywnych niespodzianek. Jednak wskaźniki za sierpień oparte o badania ankietowe pokazały nawrót obaw konsumentów i wątpliwości w niektórych sektorach gospodarczych co do perspektyw żywienia.

**Sprzedaż detaliczna** wzrosła w lipcu o 3,0% r/r wobec -1,3% w czerwcu, zgodnie z naszymi prognozami (2,8%) oraz powyżej rynkowego konsensusu (-0,7% r/r). Sprzedaż detaliczna w ujęciu rocznym wyszła powyżej zera po raz pierwszy od lutego (przed wybuchem epidemii). Uważamy jednak, że niektóre czynniki podbijające sprzedaż mają charakter tymczasowy, ponadto niedługo zaczną pojawiać się symptomy odstawienia pomocy rządowej, więc spodziewamy się jedynie lekkiej poprawy sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach. **Produkcja budowlana** spadła znacznie bardziej od oczekiwań: o 10,9% r/r przy konsensusie -5,5%. O ile budownictwo mieszkaniowe wciąż pokazywało wysoką stopę wzrostu produkcji, to jednak wskaźnik projektów w toku spada na łeb, na szyję. Sierpniowe **wskaźniki koniunktury gospodarczej** znowu się poprawiły i to we wszystkich sektorach, ale niektóre indeksy oczekiwań pogorszyły się. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

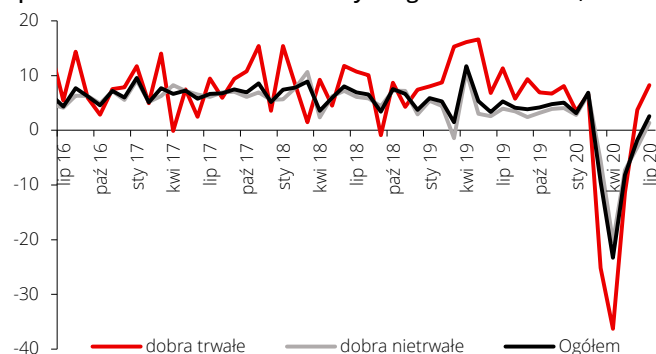
Lipcowa **produkcja przemysłowa** wzrosła o 1,1% r/r, słabiej od naszej optymistycznej prognozy (+3,7%), ale powyżej oczekiwań rynkowych na jej spadek (-1,2% r/r). Zeszłoroczny wynik został pobity także w ujęciu odsezonowanym (+0,2% r/r i +6,2% m/m). Spodziewamy się dalszej poprawy w przemyśle w kolejnych miesiącach. Będzie jednak coraz trudniej: sytuacja gospodarcza u głównych partnerów handlowych Polski poprawia się, ale pozostanie osłabiona, co przełoży się na niższy popyt na dobra zaopatrzeniowe. Ponadto, zwiększony popyt na trwałe dobra konsumpcyjne powinien zacząć się wyczerpywać. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

W lipcu **zatrudnienie** w sektorze przedsiębiorstw spadło o tylko 2,3% r/r wobec oczekiwań rynkowych na -3,0% r/r i naszej prognozy -3,1%. Zatrudnienie w skali miesiąca wzrosło o 66 tys. co jest najwyższym wynikiem w historii z wyłączeniem styczniów. **Plące** wzrosły o 3,8% r/r w lipcu, przyspieszając z 3,6% odnotowanych w czerwcu a nie zwalnając do 3,4% jak zakładał rynek. To obiecujące dane dla perspektyw konsumpcji prywatnej, jednak trzeba też wziąć pod uwagę, że w sierpniu pogorszyły się **nastroje konsumentów**, prawdopodobnie przez wzrost obostrzeń pandemicznych. Może to ograniczać siłę odbicia w konsumpcji w III kw. 2020. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Po lipcu **budżet centralny** zanotował deficyt 16,3 mld zł, czyli doszło do lekkiej poprawy wobec czerwca (17,1 mld zł). Dochody podatkowe są nieco lepsze od naszych oczekiwań, cieszą zwłaszcza dobre dochody z VAT (+9,5% r/r, pierwsza dodatnia dynamika od lutego), które mogą świadczyć o szybkim odbiciu szeroko pojętej działalności gospodarczej (w szczególności popytu konsumpcyjnego) i/ albo o wyczerpaniu możliwości przyspieszania zwrotów podatku.

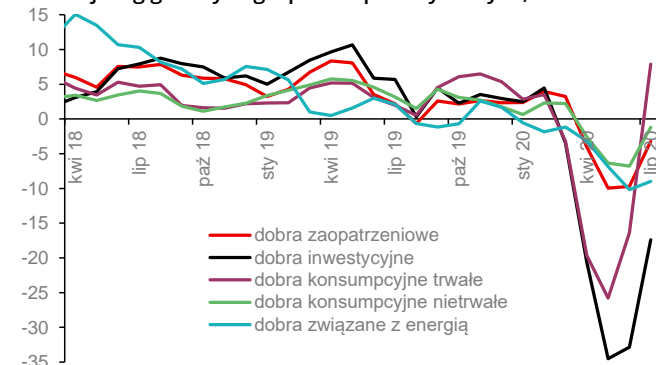
Rząd uzgodnił propozycję **nowelizacji budżetu na 2020 r.** – podwyższył limit deficytu do 109,3 mld zł (4,9% PKB) z dotychczasowego zera. Wpływy budżetowe zostały zaplanowane na poziomie 398,7 mld zł (36,7 mld zł mniej niż pierwotnie), co jest mniej więcej zgodne z naszymi prognozami. Wydatki zostały z kolei zaplanowane na 508 mld zł, czyli o 72,7 mld zł więcej niż w pierwotnej wersji. Warto zauważyć, że do lipca wydatki budżetowe wzrosły tylko o 18,5 mld zł r/r, co oznacza, że w okresie sierpień-grudzień rząd chce wydać 256 mld zł wobec 181 mld zł w analogicznym okresie 2019 r. (wzrost o 75 mld zł). Trudno stwierdzić, na co rząd chce przeznaczyć te środki, skoro dotychczas wydatki związane z epidemią (ok. 130 mld zł) były realizowane niemal w całości poza budżetem centralnym, a pakiet antykrzysowy został już w znacznej części wykorzystany. Albo więc rząd chce mieć dużą „zakładkę” na wypadek konieczności uruchomienia drugiego pakietu, albo planuje przesunięcie wydatków z 2021 r. na ten rok, by w przyszłych latach łatwiej dojść do lepszych wskaźników fiskalnych.

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych i główne składniki, %r/r



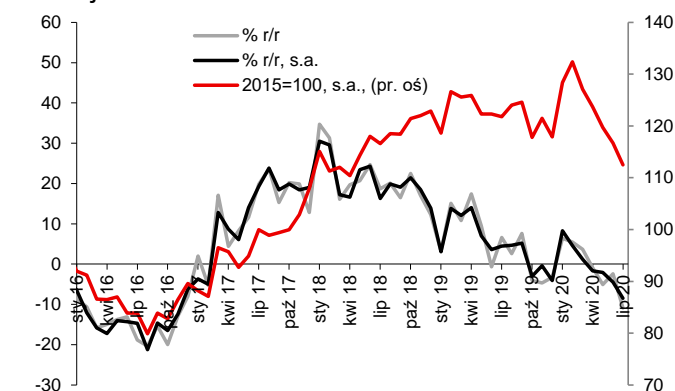
Źródło: GUS, Santander

Produkcja wg głównych grupowań przemysłowych, % r/r



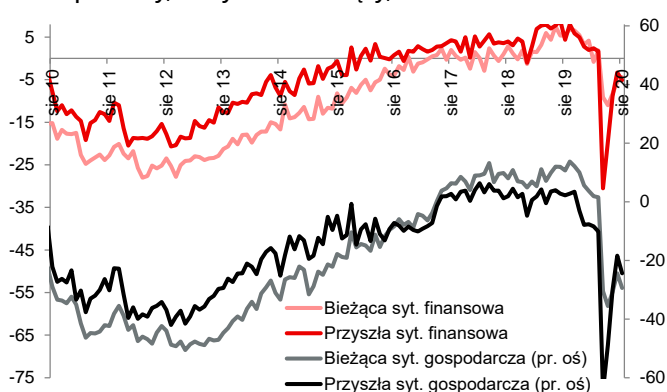
Źródło: GUS, Santander

Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Santander

Bilans płatniczy, sumy za 12 miesięcy, mld €



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** EURPLN tylko nieznacznie się obniżył w mijającym tygodniu – o 0,2% t/t do 43,9. W międzyczasie kurs spadł do 4,375 (w środę, po dobrych danych z polskiego rynku pracy) oraz wzniósł się do 4,412 (w nocy z środy na czwartek po minutes z amerykańskiego Fed). Na koniec tygodnia kurs się uspokoił i zamknął na 200-dniowej średniej ruchomej. EURUSD spadł o 0,3% t/t a EURCHF o 0,1% t/t i tym samym CHFPLN obniżył się nieznacznie 0,1% do 4,08 a USDPLN nawet odrobinę wzrósł – o 0,1% do 3,716. Dzięki wzrostowi GBPUSD, kurs GBPPLN wzrósł o 1% do 4,905. Jeśli chodzi o pozostałe waluty regionu – jedynie kurs EURCZK również uległ obniżeniu o 0,2% do 26,04 i obecnie także znajduje się na poziomie 200-dniowej średniej ruchomej. EURHUF oraz USDRUB znacznie wzrosły o ok 1,25% do 350,7 oraz 74,3.

**Stopy procentowe** Inflacja bazowa za lipiec zaskoczyła w górę i wzrosła do najwyższego poziomu od lat, 4,3% r/r. W rezultacie tego odczytu oraz późniejszych dobrych danych z rynku pracy, kontrakty FRA zaczęły wyceniać niewielkie prawdopodobieństwo podwyżek stóp w horyzoncie 2 lat (FRA 21x24 wzrósł do 0,33% względem 3M WIBORu na poziomie 0,23%), a IRS znacząco wzrosły np. 5L do 0,66% a 10L do 1,02% (rentowności obligacji również wzrosły ale w mniejszym stopniu). Zachowanie polskich rentowności kontrastowało z tym na rynkach bazowych, gdzie rentowności zmniejszały się po tym jak część danych była gorsza od oczekiwań (spadki w indeksach Empire oraz Philly Fed oraz wzrost ilości podań o bezrobocie w USA, przykładowo). W rezultacie spread do Bundu poszerzył się o 12pb do 184pb.

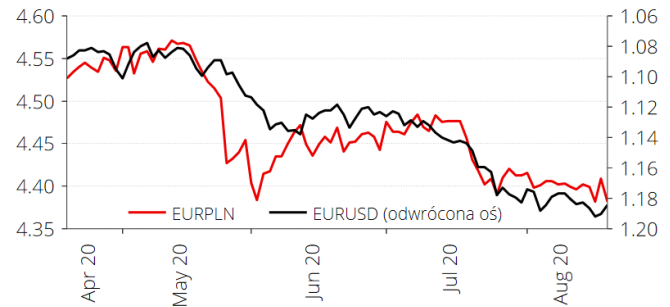
**Kluczowym wydarzeniem** nadchodzącego tygodnia za granicą najprawdopodobniej będzie konferencja w Jackson Hole, która rozpoczyna się w czwartek i potrwa 2 dni. W czwartek też będzie przemawiał szef Fed Jerome Powell. W Polsce, w piątek minutes, a wcześniej w tygodniu dane o podaży pieniądza M3 (poniedziałek) oraz stopie bezrobocia (wtorek). W strefie euro w czwartek poznamy indeksy ESI. W Niemczech, ostateczny odczyt PKB za II kw. oraz indeks Ifo (wtorek), sprzedaż detaliczna (czwartek). W USA nastroje konsumentów i sprzedaż nowych domów (wtorek), dobra trwałego użytku (środa), drugi odczyt PKB za II kw. oraz niezakończona sprzedaż domów (czwartek). Węgierski bank centralny decyduje o stopach procentowych we wtorek.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** EURPLN obecnie znajduje się w okolicy 200-dniowej średniej ruchomej. Mocniejsze od oczekiwań dane z rynku pracy nie zdołały jednak obniżyć kursu trwale niżej, co interpretujemy jako oznakę lekkiego wyprzedania. Według nas, w najbliższym czasie bilans ryzyk wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo wzrostów kursu (w szczególności w nadchodzącym tygodniu). Kurs USDPLN ma szansę wzrosnąć nawet jeszcze więcej niż EURPLN, dzięki prawdopodobnemu umacnianiu się dolara przed konferencją w Jackson Hole (tylko jeśli szef Fed Powell spełni gołębie oczekiwania rynków osłabianie dolara może powrócić). Wzrost EURPLN jeśli się wydarzy nie powinien być bardzo duży – wg nas ogranicza go od góry 50-dniowa średnia ruchoma na poziomie 4,435.

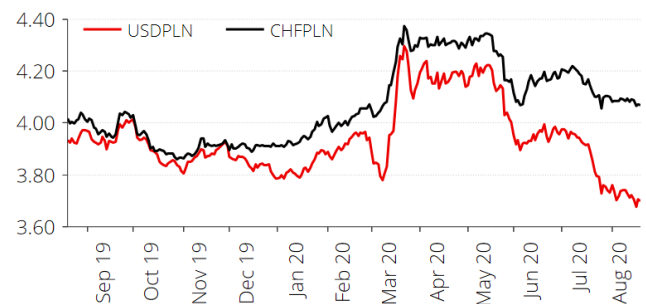
**Stopa procentowa** Brak istotnych danych makroekonomicznych w nadchodzącym tygodniu oznacza, że krajowe rentowności podążać będą za rynkami bazowymi. Na krótkim końcu fakt, że rentowności 2L obligacji tymczasowo wzrosły (z 0,13% do 0,16% i z powrotem) może oznaczać, że pierwotny popyt na krótkoterminowe obligacje z sektora bankowego uległ nasyceniu i dalsze spadki rentowności są mało prawdopodobne (rozmiar aukcji 7-dniowych bonów NBP ustabilizował się około 170 mld zł). Nie oczekujemy zmian stóp przez następne 2 lata więc obecny poziom FRA 21x24 wydaje nam się zbyt wysoki. Jednak ew. powrót w okolice 3M WIBORu może zająć dłużej niż tydzień. Na długim końcu krzywej – tak długo jak rentowności na rynkach bazowych pozostają stabilne – nie ma istotnych przyczyn by oczekiwać istotnych zmian rentowności. Piątkowe minutes mogą rzucić trochę światła na to jak RPP widzi zachowanie inflacji w kontekście pandemii.

### EURPLN i EURUSD



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



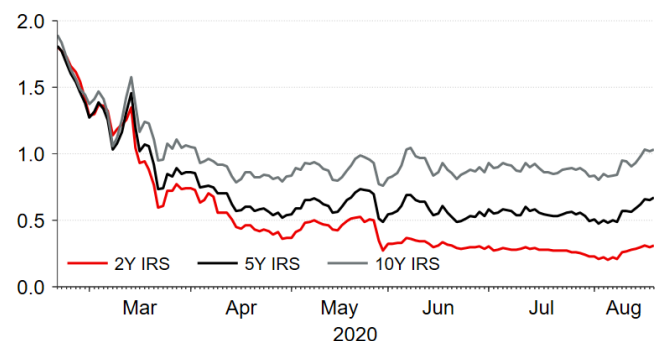
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spread rentowności Polska-Niemcy



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	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (24 sierpnia)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	VII	% r/r	18,5	18,6	18,1
<b>WTOREK (25 sierpnia)</b>							
08:00	DE	PKB WDA	II kw.	% r/r	-11,7		-11,7
10:00	DE	Ifo	VIII	pkt	92,4		90,5
10:00	PL	Stopa bezrobocia	VII	%	6,1	6,1	6,1
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	25.08.2020	%	0,6		0,6
16:00	US	Conference Board Konsumenci	VIII	pkt	93,0		92,6
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	VII	% m/m	-0,1		13,8
<b>ŚRODA (26 sierpnia)</b>							
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	VII	% m/m	4,0		7,6
<b>CZWARTEK (27 sierpnia)</b>							
	DE	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,5		-2,0
14:30	US	PKB	II kw.	% k/k	-32,5		-32,9
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	22.08.2020	tys.	920,0		1106,0
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	VII	% m/m	5,5		16,6
<b>PIĄTEK (28 sierpnia)</b>							
11:00	EZ	ESI	VIII	pkt	85,0		82,3
14:00	PL	Opis dyskusji na posiedzeniu RPP	14.07.2020				
14:30	US	Wydatki osobiste	VII	% m/m	1,5		5,6
14:30	US	Dochody osobiste	VII	% m/m	-0,3		-1,1
14:30	US	Indeks cen PCE SA	VII	% m/m	0,4		0,4
16:00	US	Indeks Michigan	VIII	pkt	72,8		72,8

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

\*szacunek po danych o inflacji CPI

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. i 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