

Tygodnik ekonomiczny

Struktura PKB na koniec wakacji

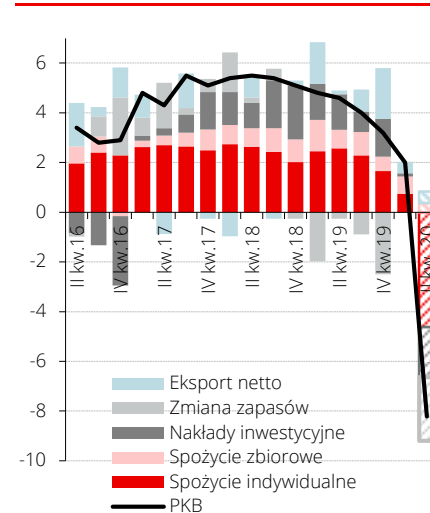
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Nowy tydzień zacznie się od publikacji **szczegółowych danych o PKB** za II kwartał: w poniedziałek o 10:00 dowiemy się w jakim stopniu za spadek PKB w Polsce (-8,2% r/r i -8,9% kw/kw po korekcie sezonowej) odpowiadały zmiany poszczególnych składowych popytu. Naszym zdaniem wszystkie główne komponenty PKB zanotowały w II kw. pogorszenie, a najmocniejsze dwucyfrowe spadki dotknęły inwestycje i obroty handlu zagranicznego.
- Dane o PKB dotyczą już jednak dość odległej historii i od tamtego czasu aktywność ekonomiczna zaczęła wyraźnie odbijać. Najciekawsze jest obecnie to, czy szybkie początkowo odbicie od dna utrzyma się dalszej części roku i z tej perspektywy ważny będzie publikowany we wtorek **PMI dla polskiego przemysłu**. Przewidujemy wzrost indeksu, ale bardzo niewielki, w ślad za poprawą innych dostępnych już wskaźników koniunktury (GUS, ESI), który będzie potwierdzać, że tempo ożywienia przygasa.
- Wstępne dane o sierpniowej inflacji (również wtorek) pokażą naszym zdaniem stabilizację na lipcowym poziomie 3,0% r/r. Nadal przewidujemy, że jeszcze przed końcem br. inflacja obniży się poniżej celu 2,5%, a na początku 2021 zbliży się przejściowo do 1%.
- Za granicą na początku tygodnia uwaga wciąż może być zwrócona na **banki centralne**. Na wirtualnym sympozjum w Jackson Hole szef Fed Jerome Powell zapowiedział zmianę strategii polityki pieniężnej w kierunku uśrednionego celu inflacyjnego i dyskusja nt zmian paradygmatów polityki pieniężnej i ewentualnych implikacji dla rynków i gospodarek może jeszcze trochę potrwać. Nasz bank centralny na razie pozostaje w trybie awaryjnym – ogłoszono właśnie, że do końca br. wszystkie posiedzenia RPP będą jednodniowe. Nie mamy pewności, czy oznacza to nadal brak konferencji prasowych po posiedzeniach.
- Kalendarz publikacji danych za granicą jest dość obszerny i zawiera m.in. indeksy PMI w przemyśle i usługach, dane o PKB w części krajów, dane inflacyjne, a na zakończenie tygodnia comiesięczny raport z rynku pracy USA.

Wnioski rynkowe

- Złoty nie zdołał skorzystać ani z dobrych danych makro w poprzednim tygodniu, ani z globalnego optymizmu i dalszych wzrostów na światowych giełdach, w związku z czym widzimy ryzyko osłabienia krajowej waluty w najbliższym czasie. Zmienność EURPLN jest ostatnio wyjątkowo niska, co też zdaje się zapowiadać większe wybicie (raczej w górę niż w dół).
- W sierpniu rentowności polskich obligacji i stawki IRS rosły, w ślad za rynkami bazowymi. Pewna przestrzeń do wzrostu jeszcze istnieje, szczególnie w przypadku kolejnych zaskoczeń wyższymi od prognoz danymi (w najbliższym tygodniu większy potencjał do wywołania reakcji rynkowej w przypadku odchylenia od prognoz ma chyba inflacja niż PKB). Informacje o wysokim deficycie fiskalnym w tym i przyszłym roku (odpowiednio 12% i 6% PKB) to nie powód do dużej wyprzedaży, bo wszędzie na świecie deficyty rosną, ale też wspiera raczej nieco wyższe rentowności.

Wzrost PKB w Polsce, % 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
 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

Ostatni tydzień był dość obfity w informacje o gospodarce. Najważniejszą był rekordowo wysoki dług i deficyt finansów publicznych w 2020-21. Ponadto ciekawe były cząstkowe dane o inwestycjach, które sugerują załamanie w II kw.

Wskaźnik ESI dla Polski poprawił się wyraźnie w sierpniu. Wzrosły wszystkie podindeksy sektorowe, z wyjątkiem optymizmu konsumentów, na którym zaważyły obawy o wzrost bezrobocia i perspektywy gospodarki.

Projekt budżetu na 2021 r. przewiduje deficyt budżetu centralnego 83,2 mld zł wobec 109,3 mld zł zakładanych w nowelizacji w 2020 r. (więcej o nowelizacji napisaliśmy tutaj). Planowane dochody budżetu to 403,7 mld zł (+1,3% r/r), a wydatki 486 mld zł (-4,3% r/r). Saldo całego sektora publicznego ma wynieść -12% PKB w 2020 r. i -6% w 2021, a długu: 62,2% i 64,7% PKB. Bezprecedensowy jest też wzrost długu publicznego – w 2019 r. wyniósł on 45,9% PKB. W ciągu dwóch zaledwie lat wskaźnik ten może urosnąć o 20 punktów procentowych.

Prezydent Andrzej Duda podpisał ustawę wprowadzającą **podatek od cukru** w napojach i od alkoholu w małych butelkach. Podatki wejdą w życie 1 stycznia 2021 r. i szacujemy, że dodadzą 0,3 pp do inflacji.

W II kw. **wynik finansowy sektora przedsiębiorstw** w ujęciu brutto wyniósł 38,7 mld zł i był o 16,6% niższy niż rok wcześniej a w ujęciu netto o 19% (w I kw. było to odpowiednio -25,6% r/r i -28,6% r/r). Przychody firm spadły o 13,9% r/r a koszty o 13,8%. Przeciętna marża wyniosła 5,5% (wzrost z 3% w I kw. mniej więcej zgodny z wzorcem sezonowym pomimo pandemii) – co można porównać z 5,7% z II kw. 2019 i 5,4% z II kw. 2018. Pogorszenie rentowności firm w efekcie pandemii jest dość łagodne w porównaniu z tym co stało się podczas globalnego kryzysu finansowego, czy spowolnienia 2012-2013. W II kwartale inwestycje dużych firm obniżyły się realnie o 14% r/r (po wzroście o 4,3% r/r w I kw. 2020),

Po II kwartale br. jednostki **samorządu terytorialnego zanotowały nadwyżkę** budżetową 12 mld zł (wobec 13,5 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku). W samym drugim kwartale wydatki inwestycyjne wzrosły 2,1% r/r wobec 11,3% r/r w I kw. bieżącego roku. Samorzady miały zatem minimalnie dodatni wkład w stopę wzrostu inwestycji ogółem przy zapewne mocno ujemnym wkładzie sektora prywatnego. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach stopa wzrostu inwestycji samorządów utrzyma się na niskim poziomie lub nawet będzie ujemna, gdyż plany inwestycyjne samorządów na ten rok są niższe niż na poprzedni.

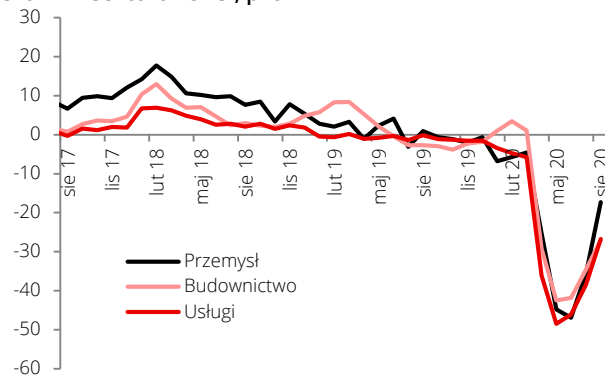
Stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała w lipcu na poziomie 6,1%, zgodnie z oczekiwaniami. Stopa bezrobocia wg BAEL pozostała bez zmian w II kw. 2020 r. na 3,1%. Analitycy GUS zwrócili przy tym uwagę, że spadek liczby pracujących odpowiadał wzrostowi liczby biernych zawodowo. Jak już wskazywaliśmy wcześniej, ze względu na ograniczenia związane z epidemią część osób, które utraciły pracę, nie spełniała formalnej definicji bycia bezrobotnym (aktywne poszukiwanie pracy i gotowość do jej podjęcia).

Liczba pracujących obniżyła się w lipcu o 5 tysięcy mimo, że przeciętne zatrudnienie wzrosło w rekordowej skali (+66 tys.). Jest to zgodne jest z naszymi przewidywaniami: firmy przywracają normalne wymiary czasu pracy, co wpływa na średnie zatrudnienie, ale jednocześnie podejmują decyzje co do optymalnej wielkości załogi, co wpływa na liczbę pracujących.

W lipcu dynamika **podaży pieniądza M3** spadła do 16,8% r/r po kilku miesiącach przyspieszania (z 9,4% r/r w lutym do 18,1% r/r w czerwcu). Depozyty ogółem spadły o 0,6% m/m – głównie za sprawą niemonetarnych instytucji finansowych, które zmniejszyły środki na rachunkach o ok. 7 mld zł czyli o 11,6% m/m. Po korekcie o efekty kursowe, dane o kredytach pokazały w lipcu wzrost o zaledwie 0,9% r/r wobec średnio 5% r/r jeszcze w I kw., przy czym wartość kredytów firm spadła o 3,2% r/r. Wygląda na to, że firmy spłacały zadłużenie wykorzystując środki pomocowe z PFR. Popyt na nowy kredyt zapewne pozostaje obniżony, ale dane z wcześniejszych miesięcy wskazywały, że produkcja kredytów dla firm osłabiła się mniej niż kredytów dla osób prywatnych.

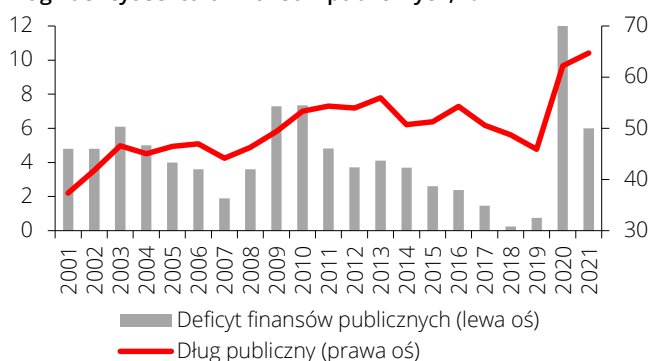
W maju za cięciem stóp NBP o 40 pb do 0,10% było sześcioro członków RPP: Adam Glapiński, Grażyna Ancyparowicz, Cezary Kochalski, Eryk Łon, Rafał Sura i Jerzy Żyżyński. Przypomnijmy, że marcowa obniżka stóp o 50 pb zyskała poparcie tej samej szóstki, a w kwietniu do grona zwolenników kolejnego cięcia w tej samej skali dołączył Jerzy Kropiwnicki.

Wskaźniki sektorowe ESI, pkt



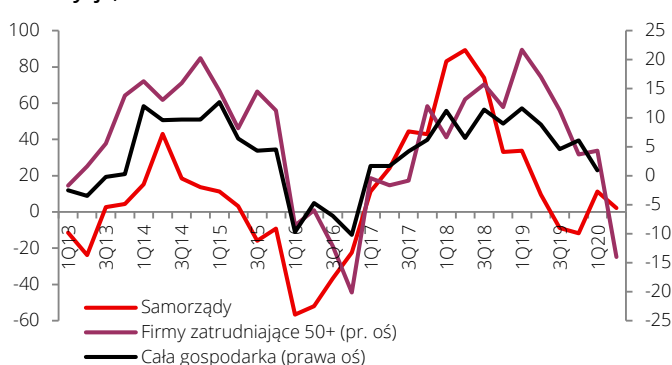
Źródło: Komisja Europejska, Santander

Dług i deficyt sektora finansów publicznych, % PKB



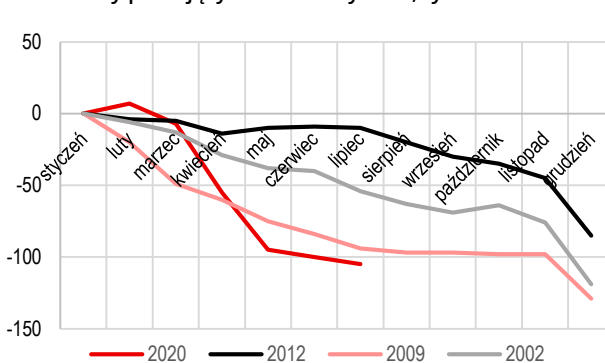
Źródło: GUS, Santander

Inwestycje, % r/r



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, Santander

Zmiana liczby pracujących wobec stycznia, tys.



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Mijający tydzień był na polskim rynku walutowym bardzo spokojny. EURPLN wahał się w wąskim przedziale 4,38-4,42, a USDPLN spadł do 3,69 tylko dzięki wzrostowi EURUSD.

Inne waluty regionu radziły sobie słabiej niż złoty. EURCZK oraz EURHUF wzrosły do nowych sierpniowych maksimów na odpowiednio 26,32 i 356,7. Bank centralny Węgier nie zmienił stóp, ale zapowiedział, że zwiększy zakupy obligacji na rynku co nieco osłabiło forinta. USDRUB rósł w pierwszej części tygodnia i osiągnął 76,0, najwyższy poziom od maja. Wzrost EURUSD po wystąpieniu Jerome Powella pomógł rublowi odrobić wcześniejsze straty.

Stopy procentowe Rentowności polskich obligacji, a szczególnie stawki IRS podążały w górę za trendem wyznaczonym przez rynki bazowe. Rentowności Bunda i Treasuries rosły pod wpływem dobrego nastroju panującego na globalnym rynku oraz realizacji zysków po gołęmbim wystąpieniu szefa Fed. W efekcie, rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji wzrosły o 7-10 pb, a analogiczne IRS o 10-20 pb. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy spadł w trakcie tygodnia do 175 pb, ale ostatecznie odbił powyżej 180 pb.

Kluczowym wydarzeniem najbliższego tygodnia mogą okazać się dane z USA: miesięczny raport z rynku pracy i indeks ISM. Ostatni odczyt pokazał pewną normalizację tempa kreacji nowych miejsc pracy, ale ISM dla przemysłu wzrósł powyżej poziomu sprzed pandemii. Rynek giełdowy nadal wycenia scenariusz V-kształtnej odbicia gospodarczego i nawet jeśli najbliższe odczyty, zgodnie z konsensusem, będą nieco słabsze w ujęciu miesięcznym, to raczej nie powinno to spowodować istotnego pogorszenia nastrojów.

W Polsce poznamy szczegółowe dane o PKB w II kw. i wstępny CPI za sierpień. Jeśli chodzi o wpływ na rynek, to ważniejszy może być przypadek kiedy inflacja zaskoczy w górę, podczas gdy odchyły PKB od wstępnego szacunku powinny być raczej neutralne.

Wpływ na rynek

Rynek FX Złotemu nie udało się kontynuować impulsu aprecjacyjnego mimo pozytywnych niespodzianek w danych (w poprzednim tygodniu) i dalszego wzrostu indeksów giełdowych. Fakt, że złoty nie korzysta z generalnego optymizmu sugeruje według nas, że wkrótce rozpocząć się może realizacja zysków z dotychczasowej aprecjacji.

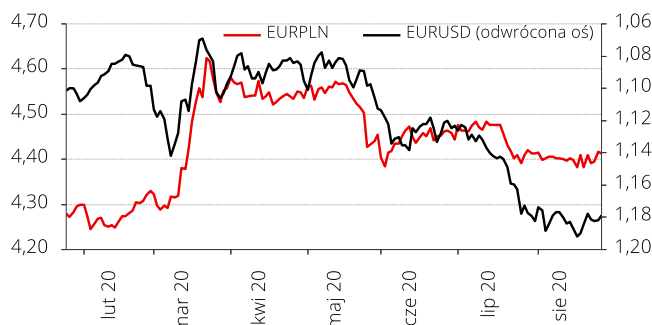
Warto także zwrócić uwagę na znaczny spadek zmienności jaki miał miejsce w ostatnich tygodniach. Jest to zjawisko cykliczne i okresy niskiej zmienności przeplatają się z podwyższonymi wahaniami, które nie są zbyt korzystne dla walut z rynków wschodzących, również złotego. Zmienność przedstawiona jako 1-miesięczny 25-delta risk reversal jest blisko poziomów, które historycznie poprzedzały wzrost EURPLN.

Stopa procentowa Krajowe IRS i rentowności rosną z sierpniem. Krzywa IRS jest już 10-33 pb wyżej niż na początku miesiąca, a rentowności 5- i 10-letnich obligacji o 10 pb (przy stabilnej 2-latce).

Jednocześnie, w sierpniu 10-letni spread do Bunda nie zmienił się istotnie i wahał się wokół 180 pb. Oznacza to naszym zdaniem, że rentowności polskich obligacji mogą się wzrosnąć i trend ten mógłby zacząć się odwracać po jak spread do Bunda rozszerzyłby się o ok. 10 pb. Według nas, 1,45% dla 10-letniej krajowej obligacji to pierwszy przystanek, gdzie rynek może szukać równowagi. W osiągnięciu tego poziomu pomóc mogą dane inflacyjne, jeśli zaskoczą na w górę.

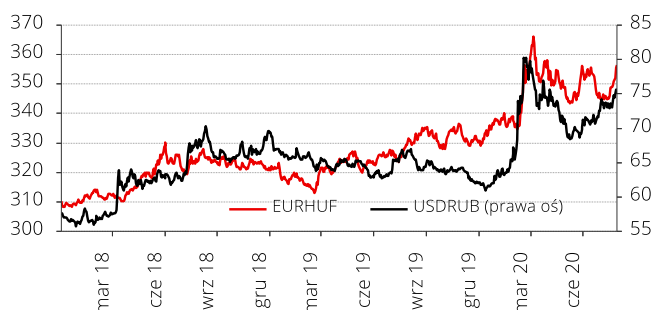
W przypadku Bunda, rentowność nie zdołała zamknąć luki spadkowej z pierwszej połowy czerwca na ok. -0,36% i może to być wspierające dla niemieckich obligacji przyczyniając się na rozszerzenia spreadu.

EURPLN i EURUSD



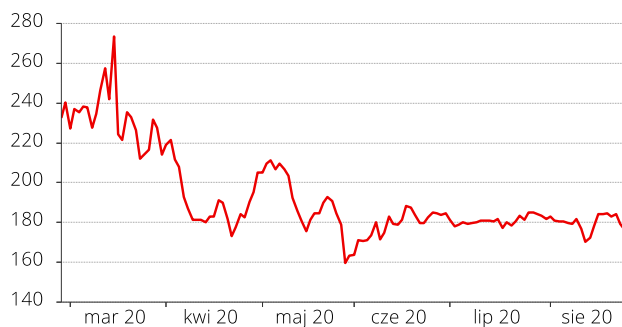
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDRUB i EURHUF



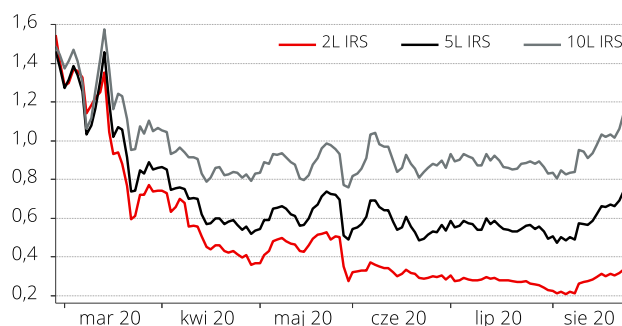
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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	
PONIEDZIAŁEK (31 sierpnia)							
10:00	PL	PKB	II kw.	% r/r	-8,2	-8,2	2,0
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	II kw.	% r/r	-10,0	-8,0	1,2
10:00	PL	Inwestycje	II kw.	% r/r	-12,0	-12,0	0,9
14:00	DE	Inflacja HICP	VIII	% m/m	0,0	-	-0,5
WTOREK (1 września)							
09:00	CZ	PKB SA	II kw.	% r/r	-10,7	-	-10,7
09:00	PL	PMI przemysł	VIII	pkt	52,9	53,0	52,8
09:00	HU	PKB	II kw.	% r/r	-13,6	-	-13,6
09:55	DE	PMI przemysł	VIII	pkt	53,0	-	53,0
10:00	EZ	PMI przemysł	VIII	pkt	51,7	-	51,7
10:00	PL	Wstępna inflacja	VIII	% r/r	3,0	3,0	3,0
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	VIII	% r/r	0,2	-	0,4
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	VII	%	8,0	-	7,8
16:00	US	ISM przemysł	VIII	pkt	54,3	-	54,2
ŚRODA (2 września)							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	0,5	-	-2,0
14:15	US	Raport ADP	VIII	tys.	900,0	-	167,0
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	VII	% m/m	-	-	11,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	3,8	-	6,2
CZWARTEK (3 września)							
03:45	CN	PMI usługi	VIII	pkt	54,0	-	54,1
09:55	DE	PMI usługi	VIII	pkt	50,8	-	55,6
10:00	EZ	PMI usługi	VIII	pkt	50,1	-	54,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% m/m	1,0	-	5,7
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	1 000	-	1 006
16:00	US	ISM usługi	VIII	pkt	57,2	-	58,1
PIĄTEK (4 września)							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	6,0	-	27,9
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	VII	% r/r	-9,5	-	-12,2
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	VIII	tys.	1 518	-	1 763
14:30	US	Stopa bezrobocia	VIII	%	9,9	-	10,2

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. 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