

# Tygodnik ekonomiczny

## Co powie MFW?

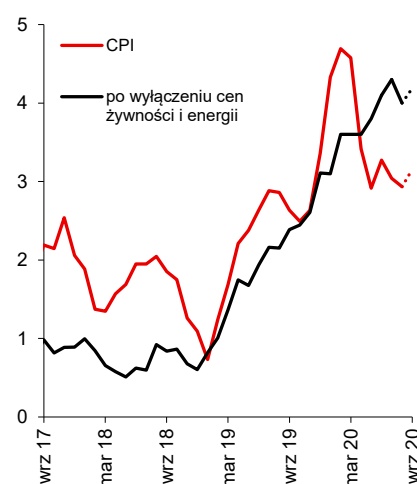
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Kalendarz publikacji danych na kolejny tydzień ponownie niezbyt rozbudowany. W kraju sierpniowe dane o bilansie płatniczym (środa) oraz wrześniowe o inflacji i inflacji bazowej (czwartek, piątek). Te pierwsze pokażą zapewne kolejny miesiąc wyraźnej nadwyżki w handlu zagranicznym, przy stabilizacji dynamiki eksportu. Te drugie – zgodnie ze wstępnym odczytem – przyspieszenie wzrostu cen, głównie po stronie inflacji bazowej.
- Za granicą trochę danych inflacyjnych (Czechy, USA, strefa euro), trochę danych z przemysłu (USA, strefa euro), niemiecki indeks ZEW.
- O ile w publikacjach nie pojawią się mocne niespodzianki, to dane makro nie będą raczej wyznacznikiem nastrojów po weekendzie. Uwaga inwestorów pozostanie skupiona na wyborach prezydenckich w USA, szansach na dodatkowy pakiet fiskalny w tym kraju, rozważaniach dot. polityki głównych banków centralnych, rozwoju pandemii i wpływie na perspektywy gospodarcze. Te wszystkie tematy mogą być dyskutowane podczas rozpoczynającego się po weekendzie dorocznego spotkania MFW/IIF (w wersji wirtualnej). Przy okazji MFW opublikuje nową edycję swojego raportu World Economic Outlook z prognozami dla gospodarki światowej.
- Na krajowym podwórku będziemy śledzić przede wszystkim dalszy rozwój pandemii, a w dalszej perspektywie sygnały na temat wpływu rozszerzania zakresu restrykcji wpływa na aktywność biznesową. Z naszych szacunków opartych na danych o płatnościach kartowych wynika, że wydatki konsumentów wyraźnie się obniżają w strefach objętych restrykcjami, co oznacza ryzyko dla prognoz wzrostu gospodarczego w IV kw. Z drugiej strony, to ryzyko mogłoby być częściowo neutralizowane poprawą perspektyw eksportu, jeśli ożywienie w przemyśle europejskim będzie kontynuowane.

### Wnioski rynkowe:

- Początek tygodnia może minąć pod znakiem dalszej stabilizacji EURPLN. Impulsu, który mógłby wytrącić złotego ze stagnacji, spodziewamy się raczej z zagranicy niż z informacji krajowych. Takim czynnikiem mógłby być np. dalszy wzrost rentowności amerykańskich Treasuries i umocnienie dolara w antycypacji kolejnego pakietu fiskalnego w USA, co mogłoby negatywnie wpłynąć na waluty EM.
- Na rynku obligacji krótki koniec nadal stabilnie blisko zera, przy wciąż ogromnej nadpłynności sektora bankowego. Na długim końcu z jednej strony ryzyko wzrostu rentowności w USA, z drugiej stabilność rentowności w strefie euro i pytanie co przeważa.. Zakładamy, że w ciągu tygodnia będziemy w trendzie bocznym.

CPI i inflacja bazowa, % r/r



Źródło: GUS, NBP, 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

Najważniejszym wydarzeniem zeszłego tygodnia była decyzja rządu, by rozszerzyć restrykcje epidemiczne na cały kraj. Jeśli zaś chodzi o dane, to pojawiły się tylko te mniej istotne dla rynków, np. rewizja rocznego PKB, wyniki firm czy raport NBP o rynku nieruchomości.

**Rząd zaktualizował listę powiatów z restrykcjami.** Będzie ona obowiązywała od soboty 10 października. Zaostrzono niektóre ograniczenia: w powiatach czerwonych restauracje mogą działać tylko w godzinach 6:00-22:00; w powiatach żółtych liczba gości na imprezach rodzinnych została ograniczona do 75 z 100, a maski należy nosić we wszystkich miejscach publicznych. Lista czerwona objęła 38 powiatów odpowiadających za 9,1% populacji Polski i 7,3% dochodów z PIT. Na listę żółtą wciągnięto natomiast wszystkie pozostałe powiaty. Nasze szacunki wskazują, że obecność powiatu na liście restrykcyjnej ma istotny statystycznie ujemny wpływ na wydatki konsumpcyjne, zwłaszcza, jeśli jest to strefa czerwona. Na tej podstawie szacujemy, że wpływ nowych restrykcji na wzrost PKB w IV kw. to ok. -1 punkt procentowy, przy założeniu, że zostałyby utrzymane przez cały kwartał (aby uzyskać wpływ tygodniowy należy podzielić przez 13).

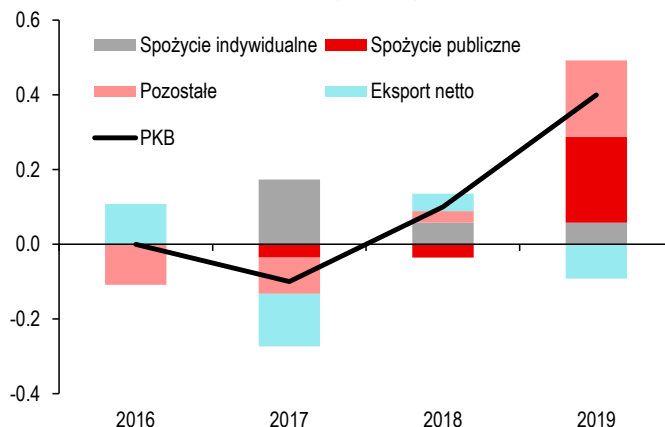
GUS opublikował **zrewidowane dane o rocznym PKB** w latach 2016-2019. Największa rewizja dotyczyła 2019 r. a wzrost PKB poszedł w górę do 4,5% z 4,1%. 2018 podniesiono do 5,4% z 5,3% a 2017 poszedł w dół do 4,8% z 4,9%. Wyższe szacunki za 2019 r. to głównie efekt wyższej konsumpcji publicznej (6,2% zamiast 4,9%) i prywatnej (4,0% wobec 3,9%). Wkład eksportu netto nieco się pogorszył, zgodnie z niedawnymi danymi o bilansie płatniczym. Szczegółowe dane kwartalne, zostaną opublikowane 22 października.

**W pierwszej połowie 2020 r. wyniki finansowe dużych firm ucierpiały mocniej niż wyniki MŚP.** O ile spadek przychodów był podobny w poszczególnych klasach firm (-5,6% r/r w firmach zatrudniających 10-49 osób, -5,2% r/r w firmach 50-249 i 250+), to mniejsze firmy mocniej ścinały swoje koszty. W związku z tym wyniki finansowe brutto firm z sektora 10-49 poprawiły się o 1,9% r/r, firm 50-249 poprawiły się o 4,1% r/r a wyniki największych firm spadły o 28,2% r/r. Warto jednak pamiętać, że rządowa pomoc była skierowana przede wszystkim do mniejszych firm. O ile średnio mniejsze firmy poprawiły swoje wyniki, to straty zanotowane przez te firmy MŚP, które nie zanotowały zysków, były o 30,2% r/r większe w sektorze 10-49 i o 33,7% większe w sektorze 50-249. Oznacza to, że znacznie wzrosła zmienność wyników uzyskiwana przez poszczególne firmy. Ponadto, małe firmy mocniej redukowały inwestycje: nakłady w firmach 10-49 spadły o 14,1% r/r, w 50-249 o 9,8% and w 250+ o 5,1% r/r.

**Według NBP rynek nieruchomości** był pod wyraźnym wpływem restrykcji epidemicznych w II kw. 2020: liczba nowych kontraktów na budowę mieszkań spadła o połowę a ceny rynku pierwotnego w największych miastach spadła. Z drugiej strony, ceny rynku wtórnego wciąż rosły. O ile sprzedaż nowych mieszkań mocno spadła, to sprzedaż kredytów hipotecznych była dość stabilna, co oznacza, że sprzedaż mieszkań za gotówkę załamała się.

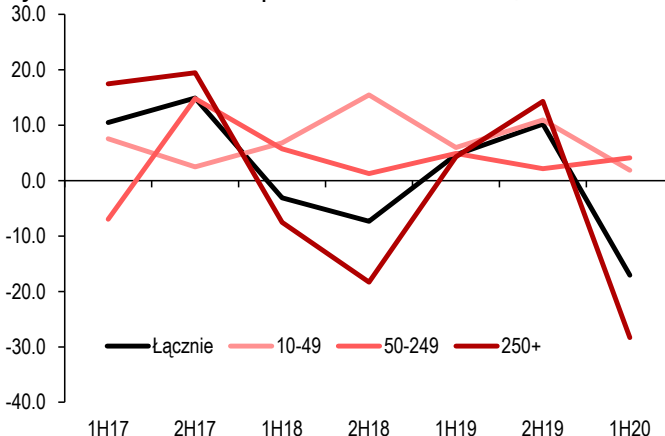
**Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych**, zgodnie z oczekiwaniami. Ogólne nastawienie banku centralnego nie uległo znaczącej zmianie. RPP odnotowała dynamiczne odbicie aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach, ale równocześnie podkreśliła ryzyka dla wzrostu w kolejnych okresach, wskazując, że tempo odbicia może spowolnić m.in. ze względu na wysoką niepewność dot. skutków pandemii. RPP powtórzyła zdanie o tym, że brak wyraźnego i „trwalszego” osłabienia złotego może ograniczyć tempo ożywienia. Ostatni fragment oficjalnego komunikatu prasowego został nieco skrócony, ale ogólny przekaz nie uległ zmianie: nie ma podstaw by zakładać zmiany stóp procentowe w najbliższej przyszłości. Uważamy, że stopy procentowe zostaną utrzymane bez zmian prawdopodobnie do końca kadencji obecnej Rady (czyli do początku 2022 r.).

Rewizja rocznych danych o PKB, punkty procentowe



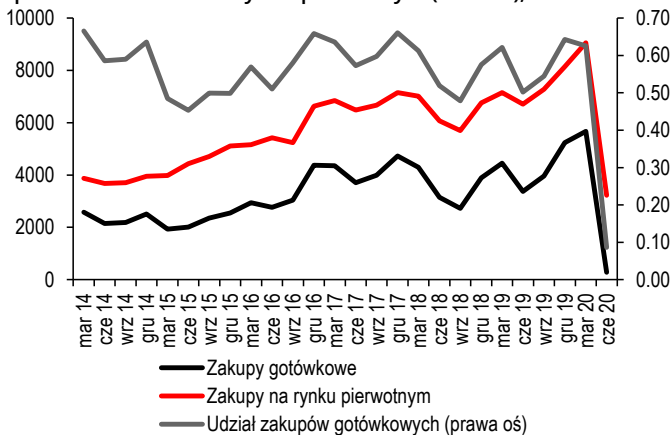
Źródło: GUS, Santander

Wyniki finansowe firm w podziale na zatrudnienie, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym (7 miast), mln zł



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Ostatni tydzień był wyjątkowo spokojny na rynku EURPLN. EURPLN rozpoczął tydzień po 4,50 a następnie stopniowo obniżał się prawie każdego dnia do zamknięcia po 4,47, lub 0,6% niżej. Tygodniowa zmienność zrealizowana spadła do 3%. Umocnienie się walut rynków wschodzących (z wyjątkiem liry) było wspierane poprzez wzrastające rynki akcji oraz słabnącego dolara, którego indeks spadł o 0,5% w tydzień. To dlatego USDPLN obniżył się o 1,2% do 3,80. CHFPLN niżej o 0,4% do 4,16, a GBPPLN o 1,0% do 4,92. W regionie CEE EURHUF zakończył tydzień 0,4% niżej po 357,0 (dane makro były mieszane). EURCZK nie uległ zmianie – wciąż po 27,15. Zauważalnie wzrosła rubel (1,2% względem koszyka i 1,5% względem USD) na skutek drożejącej ropy (ropa Brent wzrosła w tydzień o 11%).

**Stopy procentowe** Krajowe IRS wzrosły o 5pb na długim końcu krzywej (10L do 1,02%), a rentowności obligacji obniżyły się (10L do 1,30%). Niskie rentowności na krótkim końcu krzywej utrzymały się (2L obligacja prawie na zero, 2L IRS po 0,24%). Rentowności niemieckiego Bunda nie zmieniły się (-0,54%) i tym samym spread zawężał się do 184pb. Wzrosła jedynie rentowności UST – o 6pb – gdy rynki oczekiwały informacji na temat pakietu fiskalnego w USA. Na aukcji zamiany **Ministerstwo Finansów** sprzedało obligacje 5 serii (OK0423, PS0425, WZ1126, WZ1129, DS1030) za 3,83 mld zł a odkupiło obligacje 5 serii (DS1020, WZ0121, PS0421, OK0521, PS0721) za 3,77 mld zł. Po przetargu zamiany Ministerstwo ogłosiło, że potrzeby pożyczkowe na 2020 rok (według znowelizowanej ustawy budżetowej) zostały sfinansowane w 99%, a na 2021 rok już w 9%. **BGK** sprzedał 5-letnie obligacje (FPC0725) za 3,3 mld zł (2,8 mld zł na pierwotnej aukcji, przy popycie 9,4 mld zł, oraz 0,5 mld zł na aukcji dodatkowej). W sumie bank sprzedał już papierów za około 85 mld zł

**Kluczowe wydarzenia:** w Polsce sierpniowy rachunek obrotów bieżących (środa) oraz wrześniowa inflacja i inflacja bazowa (czwartek/piątek). W Europie indeksy ZEW (wtorek), produkcja przemysłowa w strefie euro (środa), czeska inflacja (poniedziałek). W USA inflacja (wtorek), PPI (środa), a także sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa oraz nastroje konsumentów (piątek).

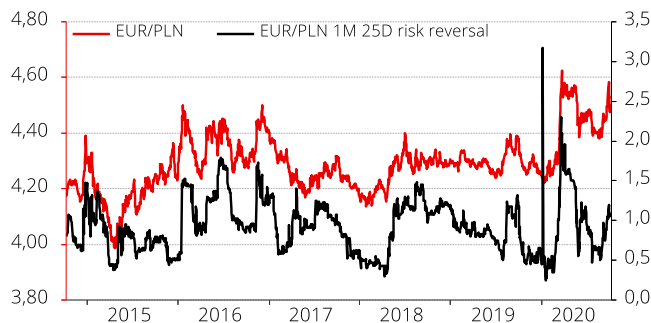
### Wpływ na rynek

**Rynek FX** jako że kluczowe dane w Polsce zaplanowane są pod koniec tygodnia, EURPLN może na początku tygodnia kontynuować trend boczny przy niskiej zmienności, o ile nie będzie zaskoczeń z rynków zagranicznych. Tego jednak nie można wykluczyć i chcemy podkreślić ryzyko wzrostu rentowności w USA wskutek oczekiwań co do uruchomienia pakietu fiskalnego po wyborach prezydenckich w listopadzie. Wyższe rentowności USA osłabiłyby waluty rynków wschodzących, a EURPLN mógłby powrócić powyżej 4,50.

Inne waluty regionu CEE również mogą być zależne od rentowności w USA. Węgierska sierpniowa produkcja przemysłowa wznieciła nadzieje na odbicie i może nastąpić korekta EURHUF niżej. USDRUB już do tej pory zachowywał się w miarę dobrze, jeśli ceny ropy utrzymają się lub wzrosną to rubel jeszcze może się umocnić. Oczekujemy, że EURCZK wzrośnie, gdyż dane makroekonomiczne zaskakują ostatnio w dół.

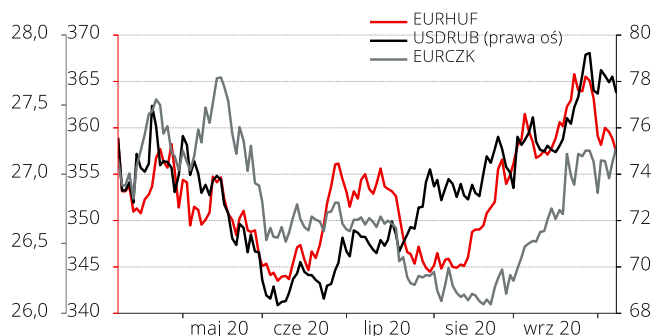
**Stopy procentowe** w Polsce na krótkim końcu krzywej mogą utrzymać się na niezmiennym poziomie przez kolejny tydzień – nie zmieni się sytuacja płynnościowa w sektorze bankowym, a po posiedzeniu RPP nie zmieniły się istotnie rynkowe wyceny stóp (oczekujemy, że NBP utrzyma stopy bez zmian do wczesnego 2022 r.). Lokalne czynniki istotne dla długiego końca pojawią się dopiero w piątek, jednak ponieważ różnica rentowności USA-Niemcy zwiększa się (i jest najwyższej od marca 2020), ciekawie będzie obserwować czy polskie rentowności podążą za wzrastającymi amerykańskimi czy też za stabilnymi niemieckimi. Oczekujemy stabilnych stóp procentowych 10L w nadchodzącym tygodniu.

### EURPLN i zmienność implikowana ze strategii risk reversal



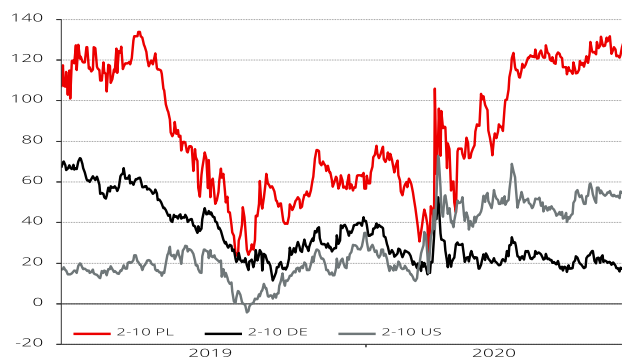
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK, USDRUB i EURHUF



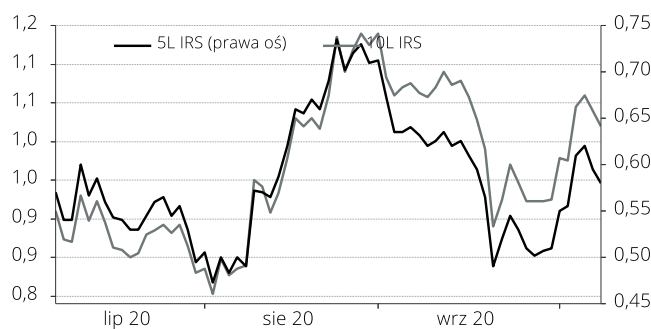
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Nachylenie krzywych obligacyjnych



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 (12 października)</b>						
09:00	CZ	Inflacja	IX	% r/r	3.5	- 3.3
<b>WTOREK (13 października)</b>						
08:00	DE	Inflacja HICP	IX	% m/m	-0.4	- -0.4
11:00	DE	ZEW	X	pkt	-63.0	- -66.2
14:30	US	Inflacja	IX	% m/m	0.2	- 0.4
<b>ŚRODA (14 października)</b>						
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	VIII	% m/m	0.2	- 4.1
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Saldo obrotów bieżących</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>1020</b>	<b>1440 1590</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Bilans handlowy</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>921</b>	<b>649 969</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Eksport</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>18078</b>	<b>17803 19637</b>
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Import</b>	<b>VIII</b>	<b>mln €</b>	<b>17338</b>	<b>17154 18668</b>
<b>CZWARTEK (15 października)</b>						
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2 2.9</b>
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	10.10.2020	tys.	820.0	- 840.0
14:30	US	Indeks Philly Fed	X		14.5	- 15.0
<b>PIĄTEK (16 października)</b>						
11:00	EZ	HICP	IX	% r/r	-0.3	- -0.3
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja bazowa</b>	<b>IX</b>	<b>% r/r</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2 4.0</b>
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0.7	- 0.6
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IX	% m/m	0.6	- 0.4
16:00	US	Indeks Michigan	X	pkt	80.0	- 80.4

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