

# Tygodnik ekonomiczny

## Ograniczony wzrost

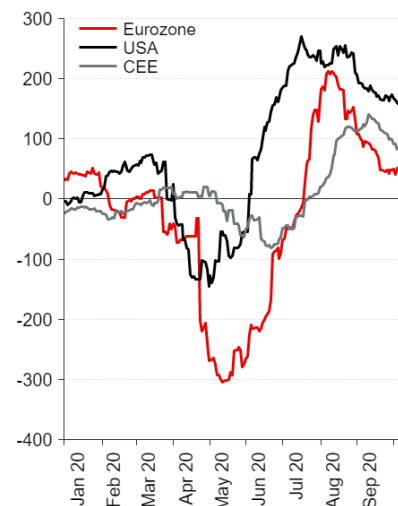
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Wchodzimy w tydzień wypełniony publikacjami krajowych statystyk. Poznamy m.in. wrześniowe dane o płacach i zatrudnieniu, produkcji w przemyśle i budownictwie, sprzedaży detalicznej, podaży pieniądza, bezrobociu. Oprócz tego GUS opublikuje zrewidowane kwartalne dane o PKB (po tym jak wcześniej skorygował roczne dane za 2019 r. z 4,1% do 4,5%). To wszystko ważne informacje, ale opisujące rzeczywistość sprzed mocnego wzrostu liczby nowych przypadków Covid-19. Dlatego naszym zdaniem dla nastrojów i dla oczekiwań dot. przyszłości gospodarki dużo istotniejsze będą wszelkie sygnały jak nowa fala zachorowań może się przełożyć na aktywność firm i konsumentów w kolejnych miesiącach. W tym pomocne będą m.in. publikowane przez GUS indeksy koniunktury dla sektora przedsiębiorstw i nastrojów konsumenckich, a za granicą wstępne indeksy PMI dla europejskiego przemysłu i usług.
- Na pierwszym planie na razie i tak pozostaną wg nas nie dane z gospodarki, ale informacje o rozwoju pandemii, sytuacji w służbie zdrowia i ryzyku dalszego zaostrzenia przepisów. Rząd rozszerzył właśnie skalę restrykcji, ale w sposób, który ma nie przynieść zbyt poważnych skutków ekonomicznych. To nie oznacza, że to w ogóle nie wpłynie na gospodarkę - nasz uproszczony szacunek bazujący na wydatkach kartowych klientów sugeruje, że samo rozszerzenie zakresu stref żółtych i czerwonych (utrzymane przez pełny kwartał) może odjąć od PKB w IV kw. ok. 1,2 pkt.proc. (wobec scenariusza gdy tych stref nie było), co nie bierze pod uwagę ostatniego zwiększenia zakresu restrykcji w odpowiednich strefach. Niemniej, gdyby liczba zachorowań i zgonów dalej rosła szybko, będzie się zwiększać ryzyko dalszych obostrzeń, które w większym stopniu mogą uderzyć w aktywność firm i konsumentów. Ryzyko powrotu do pełnych lockdownów na Zachodzie Europy rośnie, ale naszym zdaniem wciąż jest raczej umiarkowane (m.in. dlatego, że mimo mocnego wzrostu zachorowań liczba ofiar śmiertelnych rośnie dość powoli), natomiast w Europie Śr.-Wschodniej sytuacja jest zupełnie inna i niska wydolność służby zdrowia może nie pozostawić rządowi innego wyjścia niż daleko idące ograniczenia.

### Wnioski rynkowe:

- Na rynku walutowym coraz większą rolę zaczynają odgrywać czynniki lokalne, w szczególności rozwój pandemii i wynikające z niego ryzyko dla gospodarek. Nawet jeśli globalny nastrój nieco się uspokoi, to złoty może pozostać pod presją szybko rosnącej liczby ofiar Covid-19. Naszym zdaniem barierą trudną do pokonania dla EURPLN będzie 4,60-4,63.
- Rentowności obligacji spadły w ślad za rynkami bazowymi i dopiero koniec tygodnia przyniósł rozdzwięk: mimo dalszego umocnienia niemieckiego Bunda rentowność polskiej 10-latki odbiła lekko w górę. Rosnące ryzyko dla wzrostu (i w ślad za tym ryzyko dalszej ekspansji fiskalno-monetarnej i dalszego wzrostu nadpłynności sektora bankowego) wskazują, że rentowności długu mogą jeszcze testować nowe minima, o ile nastroje globalne nie zaczną się poprawiać.

### CESI: indeks zaskoczeń danymi ekonomicznymi



Źródło: Refinitiv Datastream

### 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

Inflacja wzrosła we wrześniu, podczas gdy sierpniowe saldo obrotów bieżących wykazało wysoką nadwyżkę. Głównym wydarzeniem tygodnia był jednak skokowy wzrost nowych przypadków COVID-19 i reakcja rządu, który wprowadził nowe ograniczenia.

**W odpowiedzi na szybki wzrost nowych przypadków, rząd zaostrzył restrykcje** przenosząc 152 powiaty (zamieszkiwanych przez niemal 50% populacji) do czerwonej strefy. Główne ograniczenia na tym obszarze to m.in. przejście szkół wyższych i średnich na zdalny tryb nauczania, ograniczenie liczby osób w placówkach handlowych do 5 osób na kasę, zakaz organizowania imprez okolicznościowych, zawieszenie działalności siłowni, basenów i aquaparków, usługi gastronomiczne jedynie w godzinach 6:00-21:00. Wg naszych szacunków opartych na płatnościach kartami, obecne proporcje żółtych i czerwonych stref (jeśli zostanie to utrzymane przez cały kwartał) mogą spowodować obniżenie dynamiki PKB w IV kw. o 1,2 pkt. proc. (w porównaniu do scenariusza bez stref). Faktyczny wpływ może być większy, bowiem szacunek ten nie uwzględnia faktu, że w niektórych rejonach ograniczenia zostały zaostrzone.

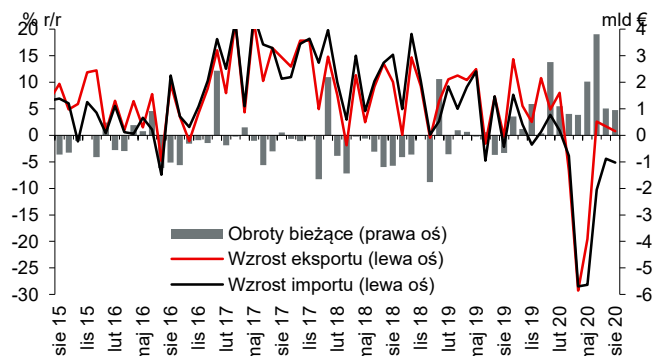
W sierpniu polskie **saldo obrotów bieżących** zamknęło się nadwyżką 947 mln €, zgodnie z oczekiwaniami rynku. Tak jak zakładaliśmy, obroty handlowe nieco osłabły: tempo wzrostu eksportu do 0,8% z 1,7% r/r, importu do -5,1% r/r z -4,4% r/r. We wrześniu nastąpić mogła pewna poprawa w handlu zagranicznym, ale kolejne miesiące mogą przynieść ponowne spowolnienie z powodu kolejnej fali i pewnych ograniczeń wprowadzanych w Europie. 12-miesięczne saldo obrotów bieżących podniosło się do 3% PKB i trend ten może trwać w najbliższej przyszłości.

We wrześniu **polaska inflacja** wyniosła 3,2% r/r wobec 2,9% r/r w sierpniu i zgodnie ze wstępnym odczytem. Za wzrost inflacji odpowiadały głównie komponenty bazowe. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 4,3% r/r, wyrównując swój lokalny szczyt z lipca (najwyższy odczyt od 2001). Inne miary inflacji bazowej dały niejednoznaczne sygnały. 15-procentowa średnia obciążona pozostała stabilna na 3,2%, CPI bez najbardziej zmiennych cen spadła do 3,2%, a po wyłączeniu cen administrowanych wzrosła do 2,3%. Ta ostatnia jest wyraźnie poniżej poprzednich, blisko swojego 18-miesięcznego minimum, co może sugerować, że za wzrost inflacji w największym stopniu odpowiadają nie ceny podlegające prawom rynku, ale ceny administrowane (np. za śmieci). Oczekujemy spadku inflacji CPI i bazowej w najbliższych miesiącach i kwartałach i utrzymywania się ich poniżej 2% przez większość 2021.

**MFW podniósł prognozy PKB dla Polski** do -3,6% z -4,6% w 2020 i do 4,6% z 4,2% w 2021. Dla światowej gospodarki, w porównaniu do czerwca, Fundusz oczekuje płytszej recesji w 2020 i wolniejszego wzrostu w 2021. Czynnikiem stojącym za rewizją w górę dynamiki aktywności gospodarczej w br. były lepsze odczyty PKB za II kw., szybsze od oczekiwań ożywienie po zniesieniu ograniczeń oraz lepsze od założeń wyniki w III kw.

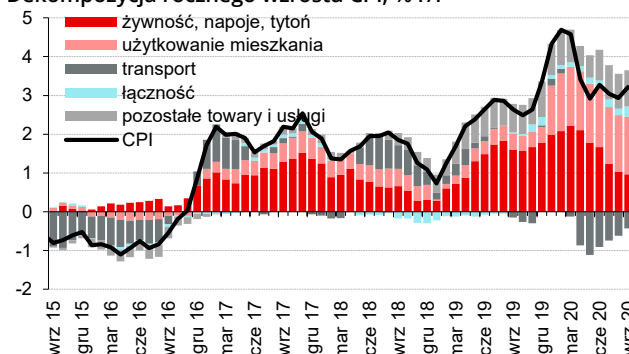
W ostatnich dniach pojawiły się wypowiedzi kilkoro członków RPP. **Eugeniusz Gatnar** powtórzył swoją opinię o konieczności rozważenia stopniowych podwyżek stóp w 2021, jeśli ożywienie gospodarcze będzie kontynuowane i nastroje konsumentów nie pogorszą się. Zdaniem **Eryka Łona**, pogorszenie nastrojów konsumentów w wyniku kolejnej fali przypadków koronawirusa mogłoby być powodem do obniżenia stóp nawet poniżej zera (choć szanse na realizację tego scenariusza są niskie). **Rafał Sura** powiedział natomiast, że polska polityka pieniężna nie wymaga żadnych dostosowań i stopy procentowe powinny pozostać na niskim poziomie przez dłuższy czas by wspierać odradzającą się gospodarkę.

### Dane nt bilansu płatniczego



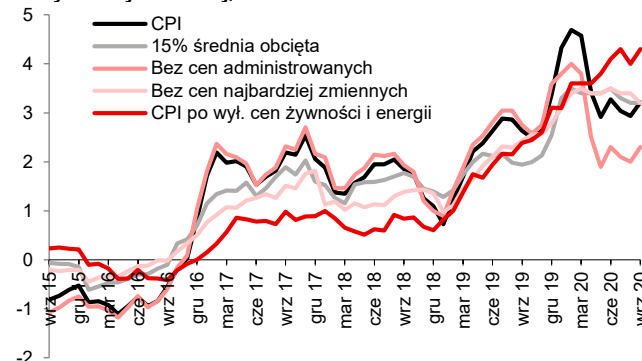
Źródło: NBP, Santander

### Dekompozycja rocznego wzrostu CPI, % r/r



Źródło: GUS, Santander

### Miary inflacji bazowej, % r/r



Źródło: NBP, Santander

### Prognozy MFW

#### PKB (%), w nawiasach prognozy z czerwca

	2020	2021
Polska	-3.6 (-4.6)	4.6 (4.2)
Świat	-4.4 (-5.2)	5.2 (5.4)
Strefa euro	-8.3 (-10.2)	5.2 (6.0)
USA	-4.3 (-8.0)	3.1 (4.5)
Chiny	1.9 (1.0)	8.2 (8.2)

Źródło: MFW, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Złoty osłabił się wyraźnie w stosunku do innych walut pod wpływem wyprzedzenia na światowych giełdach, mocniejszego dolara i wzrostu liczby nowych przypadków COVID-19 w Polsce i regionie CEE, co skłoniło rządy do wprowadzenia dodatkowych ograniczeń. W efekcie, EURPLN wzrósł powyżej 4,55, USDPLN do 3,90, GBPPLN do 5,03, a kurs CHFPLN do 4,26.

Inne waluty regionu CEE również straciły wskutek wyżej wymienionych czynników. EURCZK wzrósł w tydzień o 1% do 27,3, EURHUF o 2,2% do 365, USDRUB o 1,7% do ok. 78,0, we wszystkich trzech przypadkach do nowych październikowych maksimów.

**Stopy procentowe** Wzrost popytu na bezpieczne aktywa przyczynił się do umocnienia krajowych obligacji i pchnął IRS w dół. Krzywa obligacyjna przesunęła się o 3-7 pb w dół, w tym rentowność 2-latki obniżyła się do niemal 0%, a 10-latki testowała sierpniowe minimum na 1,26%. Krzywa IRS przesunęła się w dół o 6-10 pb, w tym stawki 2- i 5-letnie osiągnęły nowe rekordowe minima. W rezultacie, spready asset swap rozszerzyły się nieco, ale pozostały w pasmach obserwowanych w ostatnich dwóch miesiącach. Rentowność niemieckiej 10-latki przebiła dolne ograniczenie przedziału -0,55/-0,50% i osiągnęła -0,63%, najniższy poziom od marca. 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy wzrósł o 6 pb do 190 pb, do ok. górnego ograniczenia przedziału, w którym porusza się od czerwca.

**Kluczowym czynnikiem** do obserwacji pozostanie dynamika nowych przypadków COVID-19, szczególnie w naszym regionie. W ostatnich dniach, Polska, Czechy i Rosja zanotowały rekordowe dzienne przyrosty nowych zarażeń.

Poznamy też porcję świeżych danych z Polski i zagranicy, które pokażą jak gospodarka radzi sobie z drugą falą pandemii. Wydaje się, że rynek pogodził się z faktem, że w najbliższych miesiącach tempo ożywienia będzie wolniejsze w wyniku wzrostu przypadków COVID-19 skutkującym kolejnymi ograniczeniami wprowadzanymi przez niektóre państwa.

W Polsce, poznamy dane o wrześnieowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. W obu przypadkach, nasze prognozy są poniżej konsensusu rynkowego.

Za granicą, inwestorzy będą wyczekiwać publikacji wstępnych PMI dla usług oraz przemysłu za październik. Rynek oczekuje lekkiego spadku w obu przypadkach.

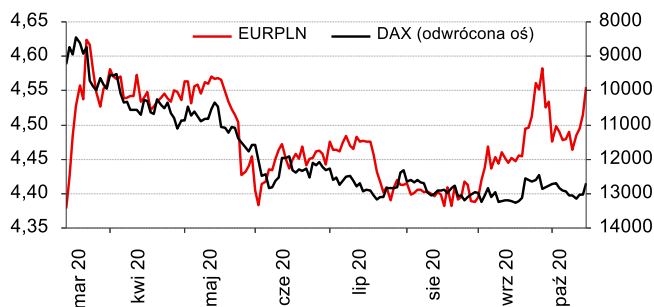
Na Węgrzech, bank centralny zdecyduje o stopach procentowych. Nie oczekujemy żadnej zmiany, ale warto pamiętać, że zaledwie kilka dni po ostatnim posiedzeniu bank podniósł stopę depozytową.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Uważamy, że na rynku walutowym uwaga może się przenieść na czynniki istotne dla poszczególnych krajów. Chociaż widzimy szansę na uspokojenie sytuacji na globalnym rynku, to rosnąca liczba nowych przypadków koronawirusa w Polsce i ryzyko wprowadzenia kolejnych obostrzeń może sprawić, że złoty pozostanie pod presją. Dodatkowo, nasze prognozy sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej są poniżej oczekiwań rynku i jeśli się sprawdzą, mogą nasilić obawy rynku o perspektywę gospodarczą, w szczególności zaledwie kilka dni po wprowadzeniu dodatkowych restrykcji. Może to wywierać dodatkową presję na złotego. Jednocześnie, nie sądzimy by EURPLN przebił strefę 4,60-4,63.

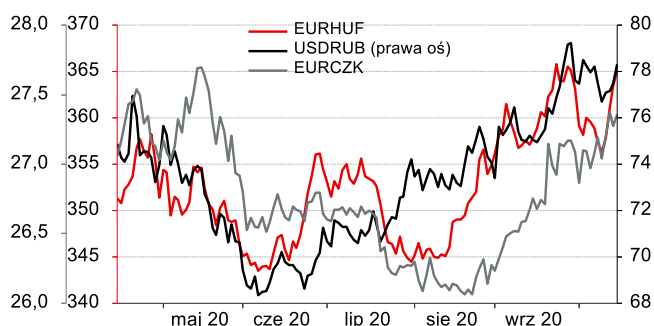
**Stopy procentowe** Rentowność krajowej 10-latki testowała dolne ograniczenie przedziału 1,26-1,40%, w którym porusza się od sierpnia, ale na razie bez powodzenia. Rosnące ryzyka dla wzrostu (i w ślad za tym ryzyko dalszej ekspansji fiskalno-monetarnej i dalszego wzrostu nadpłynności sektora bankowego) wskazują, że rentowności długu mogą jeszcze testować nowe minima, o ile nastroje globalne nie złączą się poprawiać. Jeśli nastrój na świecie się ustabilizuje, to rentowność Bundu może przestać spadać, co może przełożyć się na wyższe rentowności w Polsce.

### EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



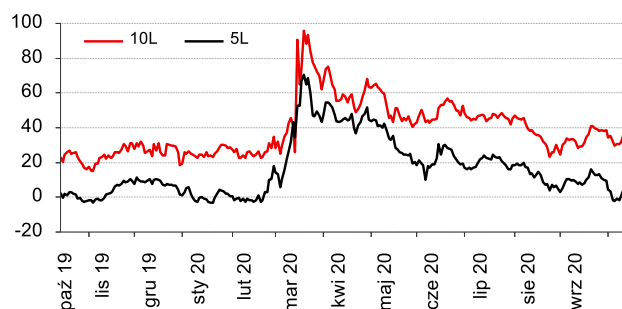
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK, USDRUB i EURHUF



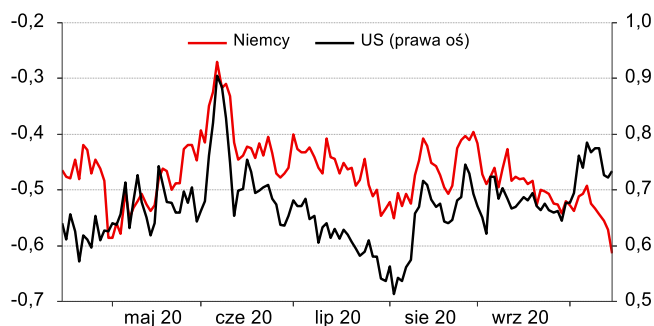
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Polskie spready asset swap (pb)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec i USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (19 października)</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	-1.1	-1.0	-1.5
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	IX	% r/r	4.3	4.8	4.1
<b>WTOREK (20 października)</b>							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	3.7	3.1	1.5
10:00	PL	PPI	IX	% r/r	-1.5	-1.4	-1.2
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0.6	-	0.6
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IX	% m/m	2.5	-	-5.1
<b>ŚRODA (21 października)</b>							
10:00	PL	Produkcja budowlana	IX	% r/r	-11.2	-15.0	-12.1
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IX	% r/r	2.6	0.3	0.5
<b>CZWARTEK (22 października)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	IX	% r/r	16.2	15.6	16.2
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	825	-	898
16:00	US	Sprzedaż domów	IX	% m/m	3.3	-	2.4
<b>PIĄTEK (23 października)</b>							
09:30	DE	Wstępny PMI przemysł	X	pkt	55.3	-	56.4
09:30	DE	Wstępny PMI usługi	X	pkt	49.8	-	50.6
10:00	EZ	Wstępny PMI przemysł	X	pkt	53.0	-	53.7
10:00	EZ	Wstępny PMI usługi	X	pkt	47.0	-	48.0
10:00	PL	Stopa bezrobocia	IX	%	6.1	6.1	6.1

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