

# Tygodnik ekonomiczny

## Czerwony październik

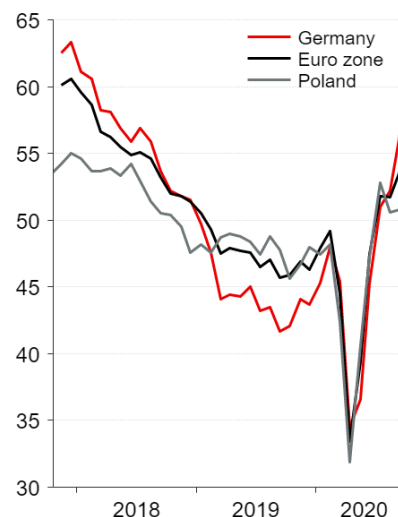
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Kończymy październik cali na czerwono. Rząd właśnie rozszerzył zakres restrykcji, m.in. obejmując cały kraj zasadami obowiązującymi w strefach czerwonych, wprowadzając zakaz działalności stacjonarnej dla gastronomii, zamykając sanatoria i wzywając seniorów do pozostania w domach. Premier po raz pierwszy chyba otwarcie powiedział, że jeśli rozwój pandemii nie wyhamuje, to trzeba będzie się zdecydować na bardziej drastyczne kroki i „głęboki lockdown”.
- Oceniamy, że gdyby ogłoszone dzisiaj dodatkowe obostrzenia utrzymały się cały kwartał, prognozę PKB na IV kw. należałoby skorygować w dół o kolejne ok. -1 pkt. proc. (sama gastronomia ma ok 1% udziału w wartości dodanej brutto, a jednocześnie prawie dwukrotnie większy udział w zatrudnieniu).
- Na razie tym, co odróżnia obecną fazę pandemii od tej wiosennej są perspektywy handlu zagranicznego. Przemysł europejski, a w szczególności niemiecki, jest nadal w fazie ożywienia, a kraje EU są dalekie od decyzji o zamykaniu granic, co powinno sprzyjać polskim producentom i łagodzić skalę spadku PKB w IV kw.
- Nie będzie niespodzianką jeśli napiszę, że informacje o rozwoju pandemii będą nadal na pierwszym planie w kolejnym tygodniu. Tym bardziej, że publikacji krajowych danych prawie nie ma – dopiero w piątek pojawi się wstępny szacunek październikowej inflacji (spodziewamy się lekkiego spadku do 3,1% r/r)..

### Wnioski rynkowe:

- Kurs PLN będzie z jednej strony pod negatywnym wpływem rosnącej liczby infekcji Covid-19, z drugiej potencjalnie pozytywnych nastrojów globalnych w oczekiwaniu na wynik wyborów w USA i nowy pakiet stymulacyjny. Nie wykluczamy testowania (i lekkiego przebiecia) przez EURPLN poziomu 4,60.
- Rentowności obligacji na krótkim końcu niezmiennie nisko pod wpływem strukturalnej nadpłynności, na długim końcu krzywej mogą jeszcze zejść w dół na fali obaw o perspektywy wzrostu, ale pod koniec tygodnia odbić lekko pod wpływem rosnących rentowności na rynkach bazowych.

### Indeksy PMI w przemyśle



Source: Refinitiv Datastream

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

Wrześniowe dane o aktywności gospodarczej przebiły oczekiwania, dając powód do rewizji w górę szacunków PKB za III kw. Z drugiej strony rosnące statystyki zakażeń rodzą obawy o kondycję gospodarki w IV kw. Nowe **wskaźniki koniunktury** wyłapały już zmianę na gorsze, ale głównie w zakresie oczekiwań i na o wiele mniejszą skalę niż pierwotne załamanie na wiosnę.

**Produkcja przemysłowa** odbiła we wrześniu do 5,9% r/r z 1,5% r/r w sierpniu, powyżej prognoz (my: 3,1%, rynek: 3,7%). Liczby odsezonowane pokazały wzrost o 3,0% m/m i 3,6% r/r. Szczególnie dobrze radziły sobie niektóre branże eksportowe. Odbicie w przemyśle było mocniejsze od oczekiwań, ale w kolejnych miesiącach prawdopodobne jest spowolnienie w związku z nasileniem epidemii i rozszerzeniem zakresu restrykcji. Naszym zdaniem jednak sektor ucierpi mniej niż podczas Wielkiego Zamknięcia w kwietniu. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

Wrześniowa **sprzedaż detaliczna** przyspieszyła do 2,5% r/r z 0,5% r/r w sierpniu (nasza prognoza: 0,3%, rynek: 2,4%). W większości kategorii wynik przekroczył nasze oczekiwania, ale też potwierdziło się nasze założenie, że bodziec w postaci zakumulowanego popytu wyczerpuje się. W kolejnych miesiącach sprzedaż ucierpi pod wpływem szerszego zakresu restrykcji epidemicznych, co naszym zdaniem cofnie roczną stopę wzrostu ponownie poniżej zera.

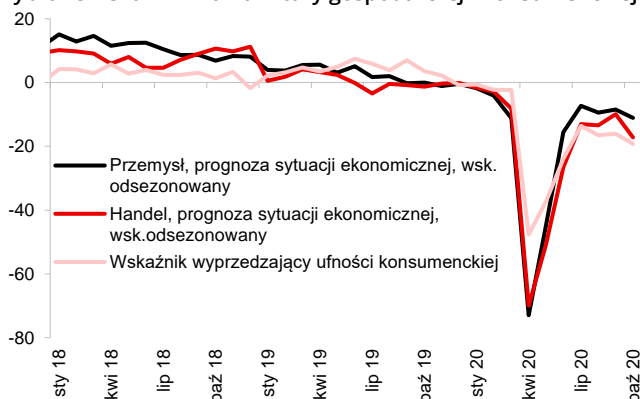
**Produkcja budowlana** obniżyła się we wrześniu o 9,8% r/r, mniej niż oczekiwano (my: -15%, rynek: -11,2% r/r). Uważamy jednak, że przez najbliższe kwartały aktywność tego sektora pozostanie obniżona i odbicie będzie wolniejsze niż w przetwórstwie. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

We wrześniu w Polsce **zatrudnienie** w sektorze przedsiębiorstw spadło o 1,2% r/r wobec -1,5% poprzednio, nieco bardziej niż oczekiwano. Z drugiej strony liczba pracujących wzrosła m/m (o 17 tys.) po raz pierwszy od wybuchu pandemii. Popyt na pracę okazał się na tyle silny, że zapobiegł wzrostowi bezrobocia pomimo zakończenia wypłat zasiłku solidarnościowego (co latem zniechęcało do rejestrowania się jako bezrobotny). **Płace** zaskoczyły pozytywnie i wzrosły o 5,6% r/r z 4,1% poprzednio, przy oczekiwaniach rynkowych 4,3% i naszej prognozie 4,8%. Poprawa wystąpiła szeroko wśród sektorów. W efekcie fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zaczął ponownie wzrastać w ujęciu realnym, o 1,2% r/r (pierwszy dodatni odczyt od kwietnia). Wydaje nam się, że wrześniowe dane były ostatnim pozytywnym zaskoczeniem z rynku pracy na jakiś czas, gdyż aktywność w IV kw. będzie osłabiona przez pandemię i nowe związane z nią restrykcje.

GUS opublikował **zrewidowane kwartalne dane o PKB**. Wzrost został lekko zrewidowany w dół, do 1,9% r/r z 2,0% r/r w I kw. br. i do -8,4% r/r z -8,2% r/r w II kw. Obniżono szacunki konsumpcji publicznej i zapasów, w górę natomiast poszły szacunki eksportu netto.

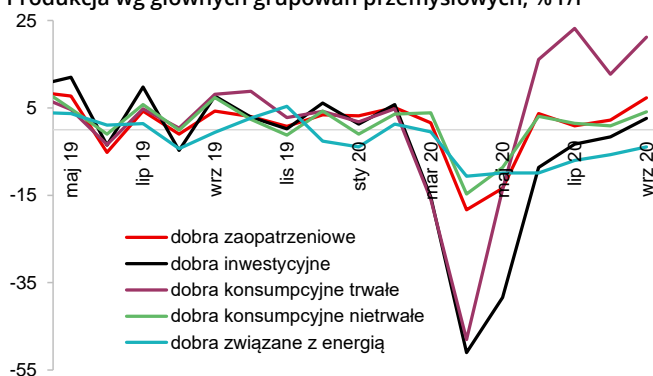
**Podaż pieniądza M3** wzrosła we wrześniu o 17% r/r, co oznacza przyspieszenie z 16,2% r/r. Po stronie depozytów, rosnących o 14,8% r/r, zwraca uwagę przyrost środków przedsiębiorstw o 6,8 mld zł w miesiąc, co może mieć związek z wypłatami pomocy z Tarczy Finansowej dla dużych firm. Dynamika kredytu ogółem skorygowana o wpływ wahań kursowych stała się ujemna (-0,2% r/r wobec średnio 5% r/r w I kw.) za sprawą pogłębiania się spadku w kredycie firm (do -5,3% r/r z -3,9% poprzednio) i stopniowego hamowania wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych (do 3,3% r/r z 3,9%).

Wybrane wskaźniki koniunktury gospodarczej i konsumenckiej



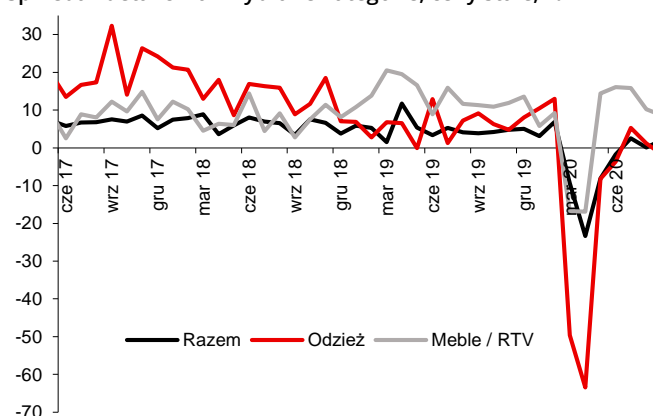
Źródło: GUS, Santander

Produkcja wg głównych grupowań przemysłowych, % r/r



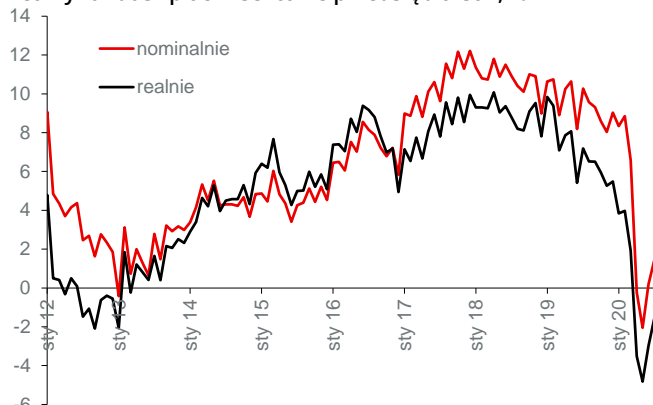
Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż detaliczna i wybrane kategorie, ceny stałe, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Realny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Złoty kontynuował deprecjację z poprzedniego tygodnia, wprawdzie w wolniejszym tempie, jednak szybko przystającą liczbą nowych zakażeń Covid-19 (w piątek ponad 13 tys.) nie pomagając polskiej walucie. EURPLN zakończył tydzień w okolicy 4,58 lub 0,7% wyżej t/t. Słabnący dolar spowodował, że USDPLN nie uległ zmianie po 3,88, podczas gdy CHFPLN oraz GBPPLN wzrosły odpowiednio o 0,8% do 4,275 oraz 1,2% do 5,07. EURPLN radził sobie gorzej niż pozostałe waluty regionu CEE: EURHUF utrzymał się na tym samym poziomie 364,3 po tym jak węgierski bank centralny pozostawił stopy procentowe bez zmian. Podobnie, EURCZK jedynie lekko się obniżył i to pomimo tego, że premier Babis wprowadził w tym tygodniu nowe obostrzenia na szkoły i sklepy. Rubel umocnił się ok 1% do koszyka oraz 1,3% do dolara, wykazując pierwsze objawy wyprzedzenia.

**Stopy procentowe:** ceny polskich obligacji wzrastały, a w szczególności pod koniec tygodnia. Przykładowo rentowność 10L spadła do 1,25%, ok 3 pb niżej t/t, co kontrastowało z zachowaniem rentowności na rynkach bazowych, które wzrastały – Bund o 5pb do -0,57%, UST 10L nawet o 11 pb do 0,86% - na skutek wyceniania przez rynki coraz wyższego prawdopodobieństwa uruchomienia pakietu fiskalnego w USA. Krótki koniec polskiej krzywej (zarówno obligacyjny jak i IRS) był raczej stabilny, z ledwo zauważalnymi zmianami w ujęciu t/t. Podobnie kontrakty FRA - pozostały ok 8 pb poniżej 3M Wibor ze względu na utrzymujące się zlecenia klientowskie (forward IRS). **Ministerstwo Finansów** na przetargu zamiany sprzedało obligacje 5 serii (OK0423, PS0425, WZ1126, WZ1129, DS1030) za 4,56 mld zł, a odkupiło za 4,49 mld zł (DS1021, WZ0121, PS0421, OK0521, PS0721). Po przetargu stopień prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2021 r. wyniósł 11%.

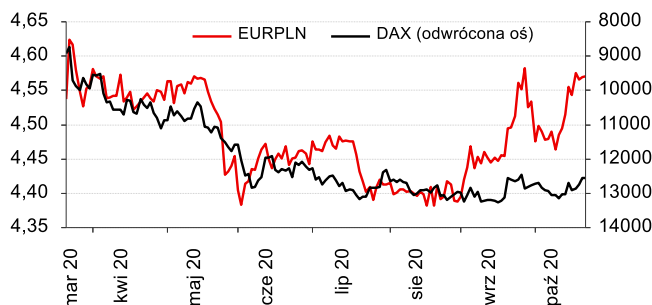
**Kluczowym czynnikiem** wpływającym na rynek może pozostać ilość zakażeń Covid-19 w rejonie CEE, a w szczególności w Polsce. Minister Zdrowia zapowiedział, że w nadchodzącym tygodniu można się spodziewać ok 15-20 tys. zakażeń dziennie. Nadchodzący tydzień, w przeciwieństwie do mijającego będzie ubogi w dane makroekonomiczne – w piątek poznamy październikową inflację. Za granicą, EBC decyduje o stopach w czwartek, w Niemczech poznamy IFO (poniedziałek), a także inflację i PKB (czwartek). W strefie euro indeksy ESI (czwartek), inflacja oraz PKB (piątek) będą dla rynków istotne. W USA poznamy dane o sprzedaży domów (poniedziałek), dobrach trwałego użytku, nastrojach konsumentów (wtorek), PKB (czwartek), indeks nastrojów Uniwersytetu Michigan (piątek).

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Uważamy, że siła złotego może się zmieniać w zależności od zarówno wysokiej i wzrastającej ilości zakażeń Covid-19 co w naturalny sposób osłabia polską walutę (jednak w coraz wolniejszym tempie ostatnio). Z drugiej strony, wzbierające nadzieje rynków w wygraną Demokracji w nadchodzących wyborach prezydenckich w USA i związany z tym wysoce prawdopodobny impuls fiskalny zwiększałoby apetyt na ryzyko. W nadchodzącym tygodniu oczekujemy, że EURPLN będzie testował 4,60 – poziom, którego nie udało się przełamać we wrześniu, a powyżej którego kurs znalazł się w marcu, jednak tylko na krótko. Według nas, EURPLN wzrośnie powyżej 4,60 i tam się utrzyma.

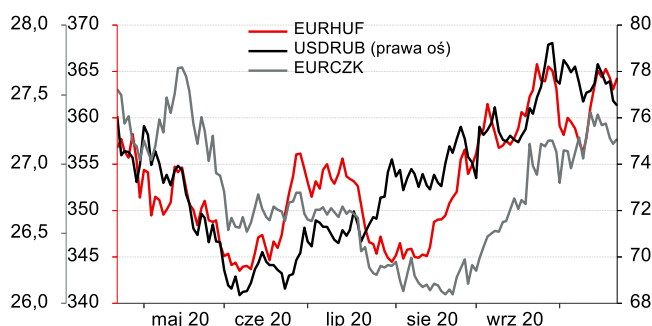
**Stopy procentowe** Rentowność polskich 10L przełamała dolną granicę przedziału 1,26-1,40%, w którym poruszała się od połowy 2020 r. Spadki rentowności od początku października mogą być funkcją istotnej płynności w sektorze bankowym (175,1 mld zł w piątek) a także oczekiwanego wpływu Covid-19 na perspektywy wzrostu. Biorąc pod uwagę siłę trendu spadkowego oczekujemy spadków rentowności do 1,20% w nadchodzącym tygodniu, a następnie odbicia w okolicy 1,25-1,30% na koniec tygodnia na skutek wzrastających rentowności na rynkach bazowych. W środę 28-go odbędzie się kolejna aukcja obligacji BGK, zaoferowane zostaną serie FPC0630 oraz FPC0733 a także być może jedna nowa seria.

### EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



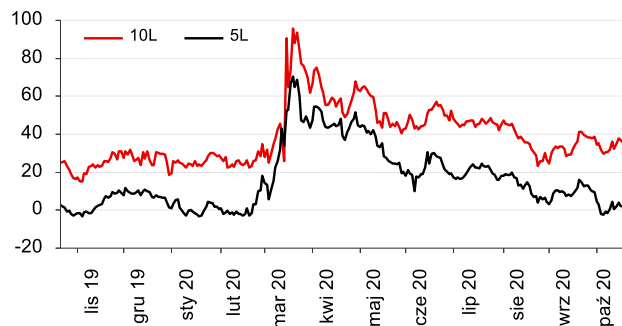
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURCZK, USDRUB i EURHUF



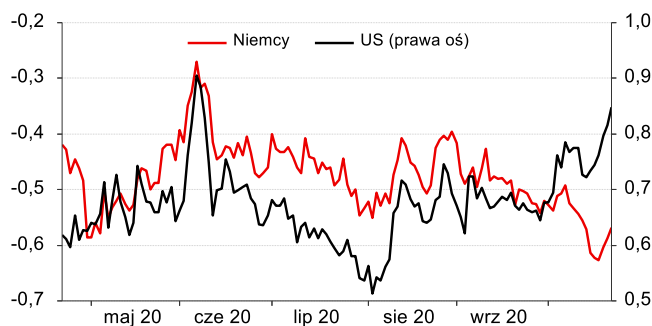
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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<br>W-WA                          | KRAJ      | WSKAŹNIK                     | OKRES      | PROGNOZA     |            | OSTATNIA<br>WARTOŚĆ |
|---------------------------------------|-----------|------------------------------|------------|--------------|------------|---------------------|
|                                       |           |                              |            | RYNEK        | SANTANDER  |                     |
| <b>PONIEDZIAŁEK (26 października)</b> |           |                              |            |              |            |                     |
| 10:00                                 | DE        | Ifo                          | X          | pkt          | 93,0       | 93,4                |
| 15:00                                 | US        | Sprzedaż nowych domów        | IX         | % m/m        | -0,1       | 4,8                 |
| <b>WTOREK (27 października)</b>       |           |                              |            |              |            |                     |
|                                       | DE        | Sprzedaż detaliczna          | IX         | % m/m        | -0,8       | 1,8                 |
| 13:30                                 | US        | Zamówienia dóbr trwałych     | IX         | % m/m        | 0,5        | 0,5                 |
| 15:00                                 | US        | Conference Board Konsumentów | X          | pkt          | 101,9      | 101,8               |
| <b>CZWARTEK (29 października)</b>     |           |                              |            |              |            |                     |
| 11:00                                 | EZ        | ESI                          | X          | pkt          | 89,6       | 91,1                |
| 13:30                                 | US        | PKB                          | III kw.    | % k/k        | 31,9       | -31,4               |
| 13:45                                 | EZ        | Decyzja EBC                  | 29.10.2020 | %            | 0,0        | 0,0                 |
| 14:00                                 | DE        | Inflacja HICP                | X          | % m/m        | -0,2       | -0,4                |
| 14:30                                 | US        | Liczba nowych bezrobotnych   |            | tys.         | 870,0      | 787,0               |
| 15:00                                 | US        | Niezakończona sprzedaż domów | IX         | % m/m        | 3,5        | 8,8                 |
| <b>PIĄTEK (30 października)</b>       |           |                              |            |              |            |                     |
| 08:00                                 | DE        | PKB WDA                      | III kw.    | % r/r        | -4,3       | -11,3               |
| 09:00                                 | CZ        | PKB SA                       | III kw.    | % r/r        | -6,6       | -10,9               |
| <b>10:00</b>                          | <b>PL</b> | <b>Inflacja</b>              | <b>X</b>   | <b>% r/r</b> | <b>3,2</b> | <b>3,1</b>          |
| 11:00                                 | EZ        | HICP wstępny szacunek        | X          | % r/r        | -0,4       | -0,3                |
| 11:00                                 | EZ        | PKB SA                       | III kw.    | % r/r        | -7,4       | -14,7               |
| 11:00                                 | EZ        | Stopa bezrobocia             | IX         | %            | 8,3        | 8,1                 |
| 13:30                                 | US        | Wydatki osobiste             | IX         | % m/m        | 1,0        | 1,0                 |
| 13:30                                 | US        | Dochody osobiste             | IX         | % m/m        | 0,3        | -2,7                |
| 13:30                                 | US        | Indeks cen PCE SA            | IX         | % m/m        | 0,2        | 0,3                 |
| 15:00                                 | US        | Indeks Michigan              | X          | pkt          | 81,2       | 81,2                |

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. 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 obowiązują 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