

Tygodnik ekonomiczny

Szukanie lekarstwa

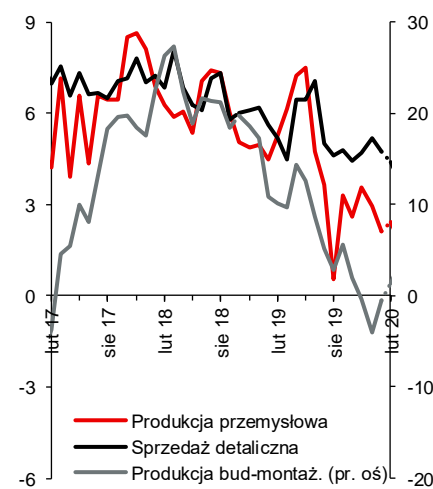
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Najbliższy tydzień będzie obfitował w publikacje danych statystycznych: w Polsce poznamy inflację bazową, płace i zatrudnienie, produkcję w przemyśle i budownictwie, sprzedaż detaliczną, PPI i bilans płatniczy. Za granicą m.in. niemiecki indeks ZEW, w USA sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa. To jednak – w obliczu wydarzeń związanych z ekspansją koronawirusa – będą raczej informacje drugo- a może nawet trzecioplanowe. Statystyki te pokażą nam obraz sytuacji w gospodarce tuż przed wybuchem epidemii. Dopiero dane z marca i kolejnych miesięcy pozwolą zacząć przybliżać ekonomiczne skutki ostatnich wydarzeń.
- Dla nastrojów rynkowych kluczowe będą nowe dane nt. tempa rozprzestrzeniania się epidemii w krajach rozwiniętych oraz nt. działań prewencyjnych i ratunkowych podejmowanych przez rządy i banki centralne.
- W kalendarzu na najbliższy tydzień banki centralne w USA, Japonii i Chinach mają zaplanowane posiedzenia. Warto pamiętać, że w ostatnich dniach część banków nie czekała na zaplanowane spotkania, podejmując decyzje w trybie awaryjnym (Fed, BoE, Norgesbank). Być może to jeszcze nie koniec takich niespodzianek. Rynek wycenia dalsze działania stymulujące, w tym obniżkę stóp przez Fed w najbliższym tygodniu o kolejne 50 pb (i o dalsze 50 pb w kwietniu). Wydaje się, że wśród decydentów panuje obecnie konsensus co do konieczności zapewnienia nielimitowanego wsparcia płynnościowego i pomocy dla przedsiębiorstw w kłopotach. Na razie nie pojawiły się jeszcze skoordynowane działania fiskalne, ale przewodnicząca KE już zapowiedziała przygotowanie działań w tym kierunku.
- Na dzisiaj wieczorem Moody's zaplanował przegląd polskiego ratingu. Nie można wykluczyć, że w związku z ogromną niepewnością dot. dalszego rozwoju sytuacji żaden komunikat nie zostanie opublikowany. A jeśli się pojawi, to naszym zdaniem nie przyniesie żadnych zmian w ocenie kredytowej.

Wnioski rynkowe

- W ostatnich dniach nastąpiła ogromna fala odpływu kapitału z rynków rozwijających się i nawet jeśli działania rządów i banków centralnych zdołają ten proces przyhamować, to naszym zdaniem trudno go będzie odwrócić zanim nie pojawią się bardziej optymistyczne wiadomości nt. ekspansji wirusa w krajach rozwiniętych.
- W sytuacji wysokiej awersji do ryzyka EURPLN będzie naszym zdaniem testował ważny poziom 4,40 i gdyby udało się go przełamać, może kierować się w stronę 4,50.
- Rentowności polskich obligacji przestały zachowywać się analogicznie do niemieckich i wydaje nam się, że spread między nimi może się nadal rozszerzać. Działania banków centralnych mogą to chwilowo odwrócić, ale ogólna zmiana trendu będzie raczej zależała od informacji nt. wirusa. Nastroje d.

Aktywność gospodarcza w Polsce, % r/r, 3M
śr. ruchoma, ceny stałe



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 Luźniński 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

Wobec rozszerzania się epidemii w Polsce rząd zamknął szkoły i instytucje kultury na dwa tygodnie, zakazał imprez masowych i zaczął szykować pakiet wsparcia dla firm i gospodarstw domowych. Odsunięto też na koniec roku wprowadzenie podatku cukrowego. Szef PFR Paweł Borys powiedział, że sytuacja może uzasadniać nowelizację budżetu i należy „przyjrzeć się regule wydatkowej”.

W lutym inflacja CPI urosła do 4,7% r/r z 4,3% w styczniu (rewizja z 4,4%). Inflacja cen usług kontynuowała wzrost, w lutym do 6,5% r/r, podczas gdy łączna dynamika cen towarów przyspieszyła do 4,1% r/r w lutym z 2,4% w grudniu. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła wg naszego oszacowania 3,4% r/r w styczniu i 3,6% w lutym. Ewidentnie impuls inflacyjny na początku roku był silniejszy niż obejmował więcej kategorii niż oczekiwaliśmy. Jednak w kolejnych miesiącach to się powinno zmienić: epidemia zainicjowała obniżki cen wielu usług a dodatkową presję w dół na inflację wywrze gwałtowny spadek cen ropy. Oczekujemy więc spadku inflacji w kolejnych miesiącach. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

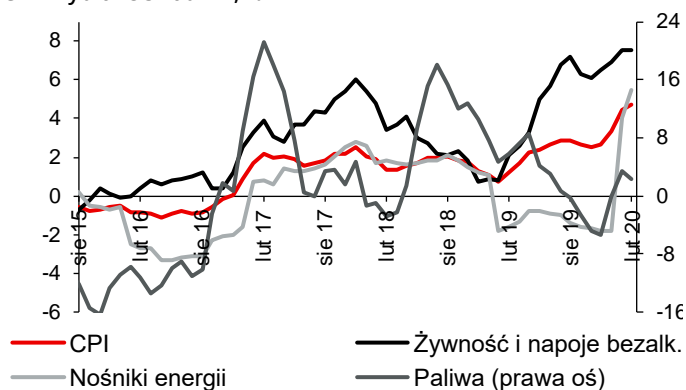
Marcowy Raport o inflacji NBP pokazał wyższą ścieżkę inflacji i niższą ścieżkę wzrostu PKB (CPI w 2020: 3,7% wobec 2,8% w listopadzie, PKB: 3,2% wobec 3,6% poprzednio). Obniżono oczekiwania co do konsumpcji prywatnej (przy czym nadal pozostanie ona mocna w związku ze wzrostem dochodów) oraz inwestycji (niższe nakłady samorządów, słaba dynamika popytu zewnętrznego, malejące wkłady wykorzystania środków unijnych), podniesiono prognozy eksportu netto (wyższa odporność polskiego eksportu, niższy import ze względu na słabszy popyt krajowy). W górę zrewidowano wszystkie główne elementy inflacji – inflację bazową, żywność i energię. NBP ocenia prawdopodobieństwo, że CPI znajdzie się poniżej celu na 24% na koniec 2020 r., 52% na koniec 2021 r. i 61% na koniec 2022 r. Wpływ koronawirusa na polską gospodarkę na razie ma swój wyraz w zwiększeniu zmienności na rynkach finansowych, niższej cenie surowców energetycznych i obniżeniu popytu zewnętrznego, w szczególności koniunktury w niemieckim przemyśle. Natomiast ewentualne zaostrzenie przebiegu epidemii to główny czynnik ryzyka dla wzrostu gospodarczego.

W styczniu polski **eksport** mierzony w euro wzrósł wg GUS o 0,5% r/r, kontynuując tendencję stopniowego hamowania widoczną od ponad dwóch lat. Import zwiększył się o 0,3% r/r, a saldo wymiany towarowej zanotowało nadwyżkę 200 mln €. Wyniki wskazują na gorsze tendencje w polskim handlu zagranicznym niż wynikały z naszych prognoz, bazujących m.in. na zachowaniu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu. Trzeba pamiętać, że to wciąż są dane sprzed wybuchu epidemii, która całkowicie zmieniła perspektywy gospodarcze na ten rok.

Popyt na pracę mierzony liczbą wakatów zmniejszył się w IV kw. 2019 r. o 9,9% r/r (czwarty kwartał z rzędu z ujemną dynamiką). Najwyraźniej firmy nadal dostosowywały popyt na pracę w dół wobec niepewności perspektyw gospodarczych i rosnących kosztów pracy oraz trudności ze znalezieniem nowych pracowników.

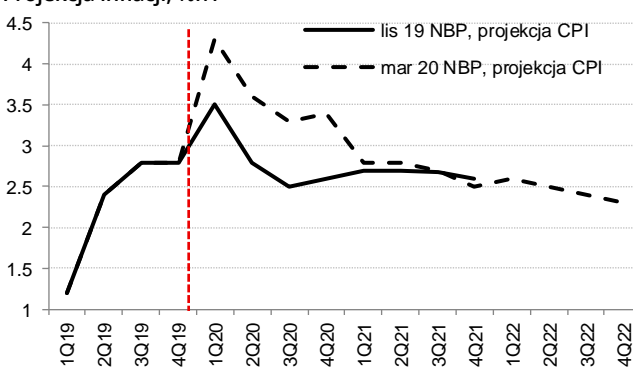
Członek **RPP** Cezary Kochalski uznał stabilizację stóp za właściwe podejście wobec obecnej niepewności. Łukasz Hardt, który jeszcze w styczniu głosował za podwyżką stóp, uważa, że obecnie najlepszą strategią jest ich stabilizacja, ewentualnie luzowanie polityki z użyciem niestandardowych narzędzi, gdyż epidemia koronawirusa obniży inflację i wzrost PKB (jego zdaniem w 2020 r. będzie niższy od 3%). Rafał Sura rozważył obniżkę stóp, jeśli lipcowa projekcja pokaże wzrost PKB poniżej 3%, podczas gdy obecna projekcja skłania do stabilizowania stóp. Jerzy Żyżyński uważa, że już w maju RPP może rozważyć obniżkę stóp o ile wzrost gospodarczy spadnie wyraźnie poniżej 3% a inflacja zacznie już się zmniejszać (poparłby wtedy cięcie o 50pb). Eryk Łon wyraził opinię, że koronawirus i nowa projekcja NBP są argumentami za szybką obniżką stóp, najlepiej o 50pb i wzmocnioną selektywnym skupem aktywów. Prezes Adam Glapiński oświadczył, że NBP i Komitet Stabilności Finansowej zrobią co w ich mocy, żeby zapewnić stabilność systemu. Naszym zdaniem, o ile prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w tym roku niewątpliwie wzrosło, to jednak skala pogorszenia aktywności gospodarczej i spadku prognoz inflacji musiałyby być naprawdę duże, żeby skłonić RPP do działania.

CPI i wybrane składniki, %r/r



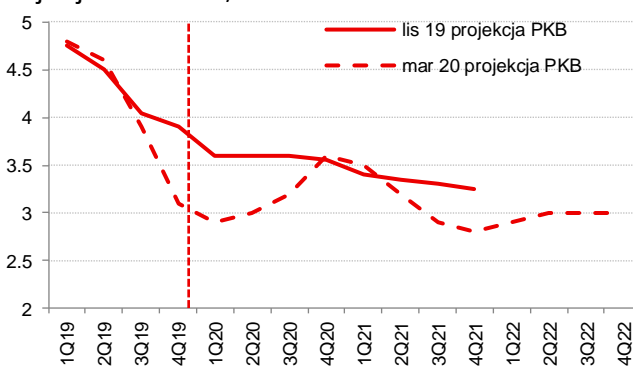
Źródło: GUS, NBP, Santander

Projekcja inflacji, %r/r



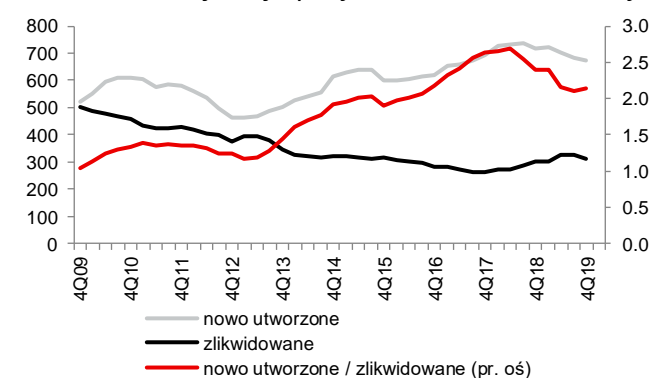
Źródło: NBP, Santander

Projekcja wzrostu PKB, %r/r



Źródło: NBP, Santander

Tworzenie i likwidacja miejsc pracy, 4kw. średnia ruchoma, w tys.



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Mijający tydzień zostanie zapamiętany jako jeden z najbardziej zmiennych. Rozpoczął się od ok. 30% spadków cen ropy po braku porozumienia OPEC+ w poprzedni weekend. Nie pomogło awaryjne cięcie stóp przez Fed tydzień wcześniej (ani przez BoE w tym tygodniu), akcje mocno spadały (15-20% t/t) a rynki przełączyły się w tryb paniki (wskaźnik VIX ok. 70). W czwartek EBC wbrew oczekiwaniom rynkowym (-10bp cięcia stopy depozytowej) nie zmienił stóp procentowych. W rezultacie powyższych zdarzeń waluty rynków wschodzących mocno taniały, a w szczególności te należące do eksporterów surowców jak np. rubel. W ujęciu tygodniowym indeks dolara zyskał 1,5%, EURPLN wzrósł o 1,6% do 4,36 (korekta niżej z ponad 4,38 po wyższej od oczekiwań lutowej inflacji 4,7% r/r). USDPLN oraz CHFPLN wzrosły odpowiednio do 3,90 oraz 4,14 (o 2,4% oraz 1,9%). GBPPLN jako jedyny obniżył się – o 1,1% na skutek słabnącego funta po decyzji BoE. Waluty regionu również taniały: EURHUF wzrósł o 0,7% do 337,7, EURCZK aż o 3,0% do 26,2 a USDRUB o 6,8% do 72,9.

Stopy procentowe w mijającym tygodniu były bardzo zmienne. W poniedziałek na otwarciu rynku były skonfrontowane z informacją o 30% niższej cenie ropy. W rezultacie rentowności na rynkach bazowych (oraz indeksy giełdowe) zapadły się: amerykańska 10L do 0,33% z 0,75% w poprzedni piątek, Bund do -0,91% z -0,73%. Polskie obligacje i IRS podążyły tą samą drogą a rentowność 10L obligacji spadła do 1,35% z 1,65%. Warto podkreślić, że w poniedziałek 10L PL-DE spread jeszcze się wciążył (zanotował nawet wielodniowe minimum na poziomie 222pb). W kolejnych dniach rentowności lekko wzrastały. Natomiast w czwartek (wzmożenie spadków na giełdach, EBC nieobcinający stóp) rentowności na rynkach bazowych wzrosły nawet powyżej poziomów z poprzedniego piątku – 10L UST do 0,88% a Bund do -0,63%. Polskie rentowności 10L również wzrastały, ale co istotne, *poszerzały* się względem rynków bazowych (i IRS). W czwartek na bardzo nie płynnym rynku spread wzrósł do 277pb, o 55pb. W piątek lutowa inflacja zaskoczyła rynek (i nas) w górę 4,7% r/r vs 4,4% i w rezultacie rentowności jeszcze bardziej wzrosły a 10L zamknął się po 2,15%.

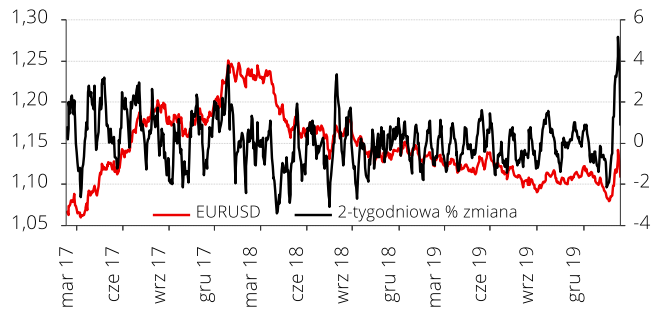
Kluczowe wydarzenia Istotne banki centralne decydują o stopach: Fed w środę (w cenach 50bp cięcia), Boj w czwartek (większe zakupy ETF, ale raczej bez cięcia stóp) oraz PBOC (1Y LPR do 3,95% z 4,05%). W USA szereg danych m.in. sprzedaż detaliczna oraz indeksy dla przetwórstwa lokalnych Fed. W Polsce inflacja bazowa w poniedziałek (oczekujemy 3,6% r/r w lutym po 3,4% w styczniu), dane z rynku pracy w środę a później m.in. sprzedaż detaliczna (detale w kalendarzu).

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN wzrastał w mijającym tygodniu, jednak w szerszej perspektywie wciąż znajduje się w horyzontalnym trendzie bocznym 4,25-4,40, a rachunek obrotów bieżących jest zrównoważony. Przyszłotygodniowe spotkania 3 istotnych banków centralnych (Fed, Boj, PBOC) i oczekiwane dalsze luzowanie pieniężne w teorii powinny wspierać aktywa ryzykowne, w tym waluty EM. Jednakże gwałtowność czwartkowej wyprzedaży złotego oraz poszerzenie się 10L PL-DE spreadu sugeruje, że obecny ruch może mieć mocniejszą dynamikę niż poprzednie. W przyszłym tygodniu oczekujemy przynajmniej potęgowania przez EURPLN poziomu 4,40, a także liczymy się z tym, że jeśli zostanie on przełamany, to kurs podąży szybko w kierunku 4,50 po tym jak niezabezpieczeni inwestorzy dłużni będą likwidować swoje pozycje. Ponadto, umocnienie CHF (CHFPLN już na poziomie 4,15) i wzrastające koszty obsługi kredytów mieszkaniowych mogą dać jeszcze jedną przyczynę aby spekulować w kierunku słabego złotego, szczególnie jeśli któryś z banków centralnych poluzuje mniej niż oczekiwania. Oczekujemy osłabienia złotego.

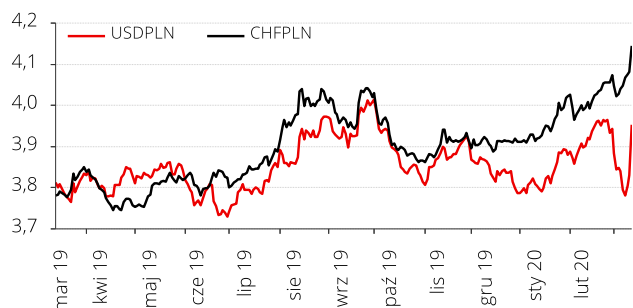
Stopa procentowa Przepięta polskich obligacji podniosła rentowności do poziomów widzianych ostatnio w połowie lutego – przed spadkami wywołanymi obawami o koronawirusa. Szczególnie trzeba przyznać – niepewność co do długości i głębokości spowolnienia zarówno gospodarki globalnej jak i polskiej jest bardzo wysoka. Można jednak wyciągać wnioski z zachowania cen aktywów w krajach gdzie liczba zachorowań jest wyższa niż w Polsce – włoskie oraz hiszpańskie 10L spready do Bundu poszerzyły się i uważamy, że racjonalne jest oczekiwać dalszego poszerzenia w Polsce. Przykładowo stabilny Bund oraz poszerzenie spreadu do 300pb implikuje rentowność 10L obligacji na poziomie 2,25% i to jest nasz scenariusz bazowy na przyszły tydzień. Mamy mniej przekonania na krótkim końcu krzywej, tam jednak być może warto płacić FRA 21x24 po 1,20% gdyż oczekujemy iż NBP prawdopodobnie nie zmieni stóp procentowych.

EURUSD i jego 2-tygodniowa % zmiana



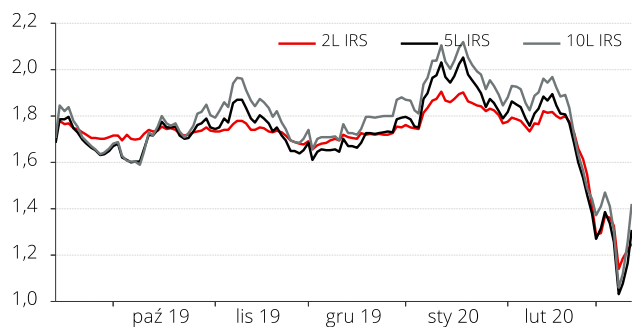
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spread 5Y IRS-6M WIBOR



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (16 marca)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	II	% r/r	3,4	3,4	3,1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	I	mln €	2880	3043	990
14:00	PL	Bilans handlowy	I	mln €	859	973	224
14:00	PL	Eksport	I	mln €	19656	19640	17220
14:00	PL	Import	I	mln €	18740	18667	16996
WTOREK (17 marca)							
11:00	DE	ZEW	III	pkt	-25,0		-15,7
13:30	US	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,2		0,3
14:15	US	Produkcja przemysłowa SA	II	% m/m	0,4		-0,3
ŚRODA (18 marca)							
10:00	PL	Zatrudnienie	II	% r/r	1,1	1,0	1,1
10:00	PL	Płace	II	% r/r	7,1	7,1	7,1
11:00	EZ	HICP	II	% r/r	1,2		1,2
13:30	US	Rozpoczęcie budowy domów	II	% m/m	-4,3		-3,6
19:00	US	Decyzja FOMC	18/03/2020		0,8		1,3
CZWARTEK (19 marca)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	II	% r/r	2,1	2,4	1,1
10:00	PL	PPI	II	% r/r	0,3	0,3	0,8
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	14/03/2020	tys.	220,0		211,0
13:30	US	Indeks Philly Fed	III		10,0		36,7
PIĄTEK (20 marca)							
10:00	PL	Produkcja budowlana	II	% r/r	0,9	0,9	6,5
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	II	% r/r	4,5	4,1	3,4
15:00	US	Sprzedaż domów	II	% m/m	1,1		-1,3

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