

# Tygodnik ekonomiczny

## W oczekiwaniu na dobre wiadomości

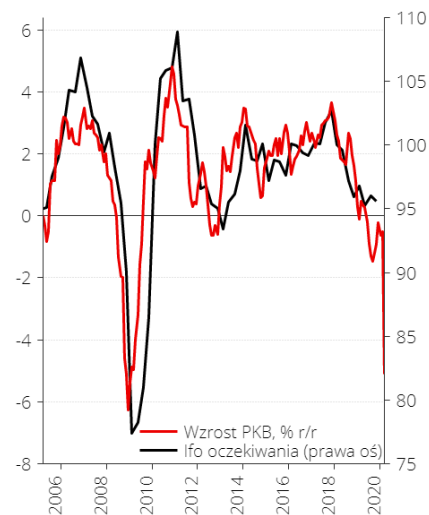
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Rozwój pandemii pozostanie kluczowym tematem dla gospodarki i rynków finansowych. Dla nastrojów bardzo ważne będą m.in. informacje o tempie wzrostu ofiar wirusa w różnych krajach. Rządy i banki centralne w większości krajów podjęły już zdecydowane działania ratunkowe, co daje nadzieję na – przynajmniej tymczasową – stabilizację nastrojów. Obserwowane będą pierwsze skrawki danych ekonomicznych, pozwalające ocenić skalę reakcji gospodarek na zamknięcie aktywności w wielu kluczowych obszarach życia. Opublikowany już niemiecki indeks Ifo za marzec wskazuje na bardzo głęboki spadek w niemieckim przemyśle, największy od kryzysu z lat 2008-2009 i spójny z głęboką recesją w tym kraju. W najbliższych dniach pojawią się m.in. wstępne PMI w Europie, które uzupełnią ten obraz m.in. o informacje z sektora usług i z innych krajów. Innych istotnych publikacji będzie niewiele, te sprzed marca mają w obecnej sytuacji ograniczoną wartość poznawczą.
- W kraju dane o podaży pieniądza za luty – raczej nikt nie zwróci na nie większej uwagi. W piątek wieczorem Fitch ma zaplanowany przegląd polskiego ratingu, ale podejrzewamy, że – podobnie jak Moody's – zrezygnuje z publikacji komunikatu. A jeśli coś opublikuje, to raczej pozostawi ocenę kredytową bez zmian.
- Do końca tygodnia rząd powinien podjąć decyzję co dalej z zamknięciem szkół i innych obszarów gospodarki. Kwarantanna zostanie zapewne przedłużona, pytanie tylko na jak długo.
- W kalendarzu posiedzenia banków centralnych w Czechach i na Węgrzech. Ten pierwszy obciął stopy o 50bp w trybie awaryjnym już w tym tygodniu, nie czekając na posiedzenie. Ten drugi zapowiedział powrót do skupienia aktywów i zapewne teraz formalnie to ogłosi.

### Wnioski rynkowe

- Po najszybszym osłabieniu złotego do euro od 2016 r. spodziewamy się chwili oddechu i stabilizacji EURPLN w okolicach 4.50. W dalszym horyzoncie bardziej prawdopodobne wydaje się, że złoty będzie się osłabiał niż umacniał.
- Oczekujemy, że rentowności polskich obligacji będą w najbliższych dniach oscylować w szerokich przedziałach, które obserwowaliśmy w mijającym tygodniu, ze zmiennością w ciągu dnia pozostającą na wysokich poziomach ze względu na bardzo niską płynność. Lokalny dług nie skorzystał ze wzrostów cen obligacji krajów peryferyjnych strefy euro, ale również pozostał odporny na wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Stawki IRS powinny pozostać nisko, wyceniając ryzyko dalszych obniżek stóp NBP.

### Niemcy: wzrost PKB a indeks Ifo



Źródło: Refinitiv Datastream, 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

W poprzednim tygodniu pojawiło się sporo dobrych danych makro z lutego, sugerujących, że polska gospodarka radziła sobie lepiej od oczekiwań na początku 2020 r. Ale to już nie ma wielkiego znaczenia w obliczu nagłego kryzysu, z którym mamy do czynienia teraz. Większość omawianych poniżej wskaźników prawdopodobnie wkrótce zacznie się pogarszać.

Rząd przedstawił **program ratunkowy** („Tarcza antykryzysowa”) ukierunkowany na wsparcie gospodarki i przeciwdziałanie skutkom koronawirusa. Całkowita wartość programu została oszacowana na 212 mld zł (ok. 9% PKB), w tym 67 mld zł stanowią faktyczne wydatki sektora finansów publicznych (ok. 3% PKB), 75 mld zł to narzędzia płynnościowe ze strony rządu a 70 mld zł wsparcie płynności przez NBP. Sugerujemy jednak nie przywiązywać się zbyt do sumy 212 mld zł, ma ona wymiar głównie medialny.

Plan opiera się na pięciu punktach: wsparcia dla rynku pracy, firm, służby zdrowia, systemu finansowego i planu inwestycyjnego. Wsparcie dla systemu finansowego to głównie działania NBP i KNF, w tym obniżka stopy referencyjnej (do 1,00% z 1,50%), rozpoczęcie programu skupu aktywów, obniżka stopy rezerw obowiązkowych, operacje repo, kredyty w stylu TLTRO, obniżka kapitałowego bufora systemowego i akceptowanie wskaźnika LCR poniżej wymaganego progu. Działania rządu oznaczają wyraźne zwiększenie deficytu, który naszym zdaniem może przekroczyć 100 mld zł. Więcej o pakiecie napisaliśmy [tutaj](#).

W lutym **produkcja przemysłowa** przyspieszyła do 4,9% r/r z 1,1% r/r w styczniu. Dane zaskoczyły wyraźnie na plus (konsensus wynosił ok. 2%) i stało się to już drugi miesiąc z rzędu. Wygląda na to, że polski przemysł na początku 2020 roku zaczynał sobie radzić coraz lepiej.

**Produkcja budowlano-montażowa** urosła w lutym o 5,6% r/r (5,8% r/r w ujęciu odsezonowanym), wyraźnie powyżej oczekiwań w okolicach 1% r/r. Najlepiej radziły sobie firmy budownictwa specjalistycznego (11,7% r/r) i inżynierskiego (9,9% r/r), podczas gdy budowa budynków rosła o 2% r/r. Nawet jeśli wsparciem dla sektora była dobra pogoda, to wygląda na to, że odbicie w inwestycjach infrastrukturalnych zaczęło się już na początku roku, wbrew naszym założeniom nt. stagnacji w tym sektorze.

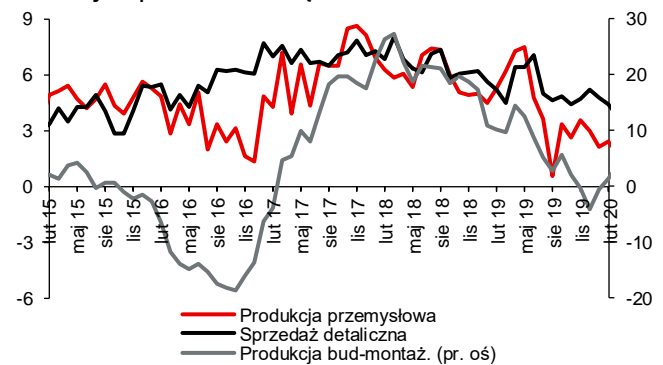
**Sprzedaż detaliczna** odbiła w lutym o 7,3% r/r z 3,4%. Poprawa widoczna była w niemal wszystkich kategoriach. Największy skok wystąpił w kategorii obejmującej farmaceutykę i kosmetyki (12,5% r/r z 2,9% w styczniu), co można uznać za efekt związany z koronawirusem. Dynamika sprzedaży dóbr trwałych wzrosła do 6,6% r/r z 3,5%, więc najwyraźniej konsumenci zaczęli wydawać więcej na inne niż tylko podstawowe towary na początku roku.

**Place** w lutym przyspieszyły do 7,7% r/r z 7,1% r/r w styczniu. Na szczegóły musimy poczekać do publikacji Biuletynu Statystycznego (24 marca), ale podejrzewamy, że przyspieszenie to częściowo zasługa podwyżek płac w PGG i częściowo neutralnego efektu dni roboczych (w styczniu był ujemny). Zatrudnienie rosło w tempie 1,1% r/r, jak przed miesiącem, ale miesięczny przyrost nowych miejsc pracy był najsłabszy od stycznia 2015 r.

W marcu **nastroje konsumentów** nie zmieniły się istotnie, pozostając na 3-letnim minimum. Dotyczy to indeksu bieżącej sytuacji i oczekiwań. W szczegółach raportu widać dalszy spadek oczekiwań co do sytuacji finansowej i gospodarczej. Jednocześnie ocena bieżącej sytuacji finansowej gospodarstw domowych poprawiła się wobec lutego. Wskaźnik nastawienia wobec dużych zakupów i wskaźnik obaw o bezrobocie pozostały bez zmian. W badaniu nie widać paniki konsumentów, ale ankietę przeprowadzono w dniach 2-11 marca, jeszcze przed blokadą kraju.

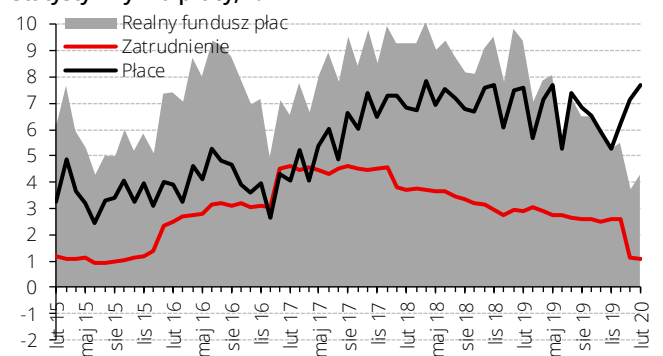
W marcu sektorowe **wskaźniki nastrojów w biznesie** pogorszyły się. W kilku przypadkach spadek był znaczący: w transporcie i magazynowaniu oraz w gastronomii i zakwaterowaniu – w obu sektorach nastroje są najgorsze od sześciu lat. Pogorszenie wskaźników wynikało głównie ze słabszej oceny przyszłych warunków prowadzenia działalności (z wyjątkiem budownictwa), podczas gdy oceny bieżącej sytuacji spadły w mniejszym stopniu (a w przypadku przemysłu nawet się poprawiła). Sektor finansowy oraz informacji i komunikacji wyglądają na dotychczas najmniej dotknięte skutkami epidemii. Zwracamy uwagę, że wskaźniki koniunktury GUS oparte są na ankietach zbieranych przez pierwsze 10 dni miesiąca, więc wyrażone przez przedsiębiorców opinie pochodzą sprzed ogłoszenia radykalnych działań przez rząd.

Produkcja i sprzedaż, 3-miesięczna średnia ruchoma, % r/r



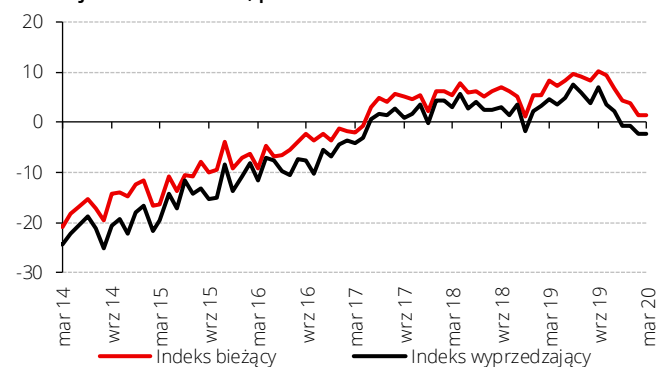
Źródło: GUS, Santander

Statystyki rynku pracy, % r/r



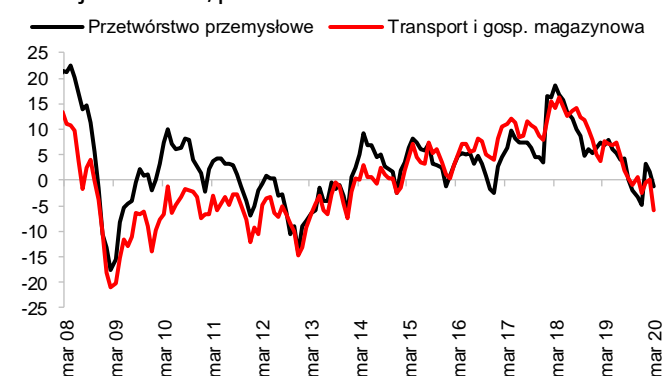
Źródło: GUS, Santander

Nastroje konsumentów, pkt.



Źródło: GUS, Santander

Nastroje w biznesie, pkt.



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

Globalny nastrój był w mijającym tygodniu wciąż niestabilny. Indeksy giełdowe i ceny surowców podejmowały próby zatrzymania spadków, a dolar jeszcze zyskał do euro pod wpływem nowego programu skupu obligacji przez EBC oraz braku oznak poprawy sytuacji we Włoszech w związku z epidemią koronawirusa. Główne banki centralne obcięły stopy – Fed do zera, Bank Anglii do 0,1% – i być może działania te zaczynają przynosić pożądane efekty. Na koniec bieżącego tygodnia, nastrój na rynku jest dość stabilny. W Polsce, rząd przedstawił plan wsparcia dla gospodarki walczącej z koronawirusem, a RPP obniżyła stopy ogłaszając jeszcze dodatkowe działania płynnościowe.

**Rynek FX** Złoty mocno stracił w mijającym tygodniu. EURPLN wzrósł do 4,60 (najwyżej od kwietnia 2009), USDPLN do 4,30 (najwyżej od sierpnia 2001), a CHFPLN do 4,37 (wyżej w swojej historii był tylko raz, 15 stycznia 2015 kiedy bank Szwajcarii przestał bronić EURCHF przed spadkiem poniżej 1,20. Inne waluty CEE też straciły. Rublowi ciążyła taniejąca ropa, a EURHUF ustanowił nowe rekordowe maksimum na ok. 360.

**Stopy procentowe** Polskie IRS i rentowności były bardzo zmienne. Na początku tygodnia, stawki spadły po obniżce stóp NBP o 50 pb, ale w kolejnych dniach nastąpiła korekta. Tygodniowy zakres wahań był bardzo szeroki: rentowność 10-letniej obligacji poruszała się w pasmie 1,80-2,20%, 5-letniej 1,55-1,80%, a 2-letniej 1,20-1,40%. Tymczasem krzywa IRS obniżyła się o 40-50 pb. Spowodowało to znaczne rozszerzenie się spreadów asset swap: 10-letni wzrósł powyżej 100 pb, najwyżej od przełomu 2011/2012.

NBP przeprowadził pierwszą aukcję skupu obligacji. Bank centralny ogłosił, że zakupi obligacje trzech serii za łączną kwotę 10 mld zł. Banki komercyjne sprzedały obligacje za 2,7 mld zł.

**Kluczowe wydarzenia** Koronawirus pozostanie zapewne kluczowy dla rynku, szczególnie sytuacja we Włoszech.

Spośród danych, poznamy wstępne PMI za marzec, ale w naszej ocenie dużo z recesyjnego scenariusza dla świata zostało już wycenione. Słabe odczyty mogą jednak wywrzeć presję na państwa i banki centralne by dostarczyły więcej wsparcia dla gospodarki.

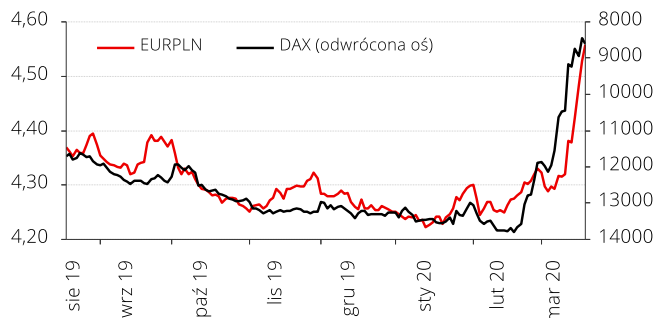
### Wpływ na rynek

Stabilizacja lub wręcz lekkie polepszenie nastrojów na globalnych rynkach obserwowane pod koniec tego tygodnia po wielu środkach podjętych przez banki centralne daje nadzieję, że sytuacja być może uspokoi się przynajmniej na kilka dni.

**Rynek FX** EURPLN rośnie już przez dwa tygodnie i było to najszybsze osłabianie złotego względem euro od wczesnego 2016 r. Pod koniec tygodnia polska waluta skorzystała z lepszych nastrojów na rynkach globalnych a EURPLN cofnął się w okolice 4,50. Zakładamy, że kurs może się ustabilizować w tych okolicach na kilka dni gdyż indeksy giełdowe wyglądają na mocno wyprzedane i być może spróbują odrobić część strat. Ryzykiem dla tego scenariusza pozostaje sytuacja we Włoszech – wzrastające obawy o rozprzestrzenianie się wirusa mogą zepchnąć kurs EURUSD niżej, co z kolei może uderzyć w złotego.

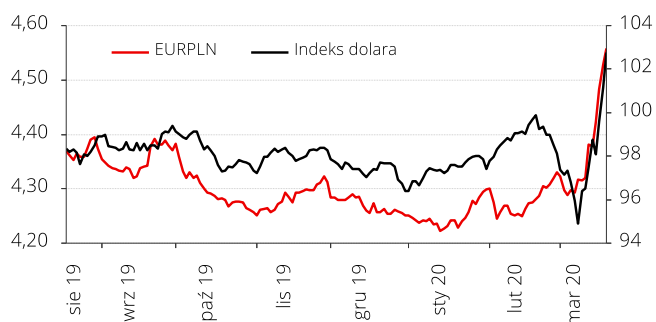
**Stopa procentowa** Oczekujemy, że rentowność polskich obligacji będą oscylować w ramach szerokich zakresów, które obserwowaliśmy w mijającym tygodniu, ze zmiennością w ciągu dnia pozostającą na wysokich poziomach ze względu na bardzo niską płynność. Lokalny dług nie skorzystał ze wzrostów cen obligacji krajów peryferyjnych strefy euro, ale również pozostał odporny na wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Póki co, aktywność banku centralnego na rynku długu nie przyniosła widocznych pozytywnych rezultatów i jest tylko kwestią czasu kiedy wyższe emisje długu zostaną uruchomione by sfinansować deficyt. Tym samym oczekujemy, że rentowności raczej pozostaną w pobliżu górnych zakresów przedziałów wahań, podczas gdy rentowności IRS powinny pozostać nisko.

### EURUSD i niemiecki indeks giełdowy DAX



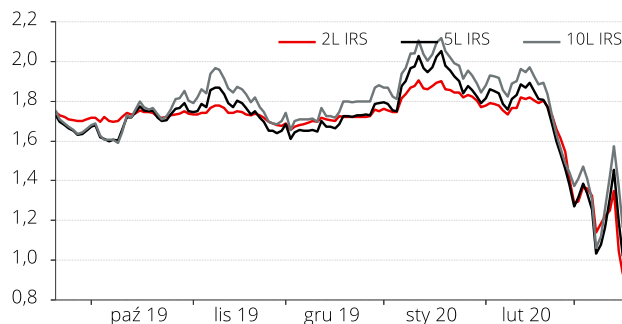
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i indeks dolara



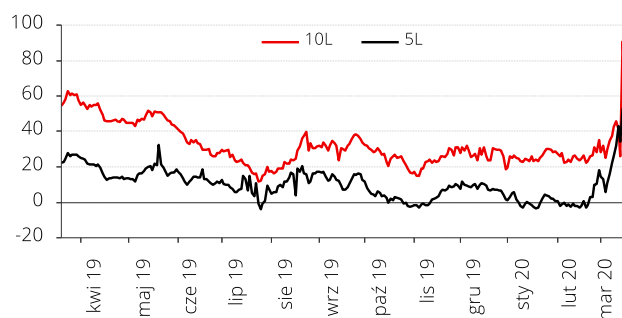
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
<b>PONIEDZIAŁEK (23 marca)</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	II	% r/r	8.7	9.1	9.2
<b>WTOREK (24 marca)</b>							
9:30	DE	Wstępny PMI – przetwórstwo	III	pkt	40.0	-	48.0
9:30	DE	Wstępny PMI – usługi	III	pkt	43.5	-	52.5
10:00	EZ	Wstępny PMI – przetwórstwo	III	pkt	40.0	-	49.2
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	III	pkt	40.0	-	52.6
14:00	HU	Decyzja banku centralnego		%	0.90	-	0.90
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	II	% m/m	-1.8	-	7.9
<b>ŚRODA (25 marca)</b>							
10:00	DE	Ifo	Mar	pkt	-	-	87.7
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	II	% m/m	-1.0	-	-0.2
<b>CZWARTEK (26 marca)</b>							
13:00	CZ	Decyzja banku centralnego		%	-	-	1.25
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg	tys.	750	-	281
13:30	US	PKB trzeci szacunek	IV kw.	% r/r	2.1	-	2.1
<b>PIĄTEK (27 marca)</b>							
13:30	US	Dochody osobiste	II	% m/m	0.4	-	0.6
13:30	US	Wydatki osobiste	II	% m/m	0.3	-	0.2
15:00	US	Michigan	III	% m/m	93.3	-	95.9
	PL	Przegląd ratingu Fitch					

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