

# Tygodnik ekonomiczny

## Przygotujcie się na złe dane

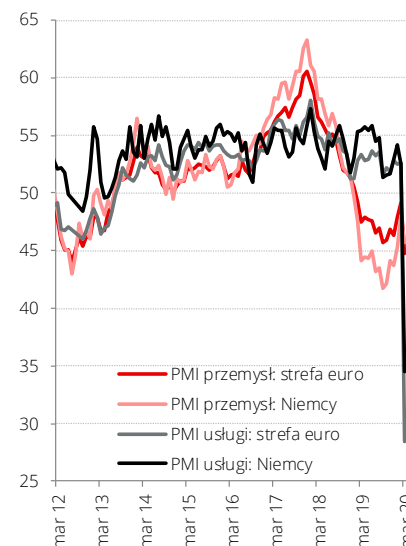
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Pojawiające się stopniowo w różnych krajach pierwsze dane statystyczne opisujące rzeczywistość ekonomiczną po wybuchu pandemii wyglądają bardzo ponuro: Wstępne marcowe odczyty PMI dla Europy zanurkowały, najbardziej w sektorze usług, sygnalizując głęboką recesję. W USA liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła w ciągu tygodnia o ponad 3 mln (ok. 1% całej populacji), najwięcej w historii; w Norwegii w ciągu dwóch tygodni liczba analogicznych wniosków podskoczyła o 350%, co odpowiada stopie bezrobocia powyżej 10% (najwyżej od Wielkiego Kryzysu w latach 30.).
- W kolejnych dniach takich statystyk poznamy więcej. W kalendarzu publikacji za granicą **kolejne wskaźniki koniunktury, m.in. ESI, finalne PMI (w tym z Chin), wstępne odczyty marcowej inflacji, a także dalsze wiadomości z rynków pracy:** w USA nowi bezrobotni w kolejnym tygodniu i marcowy raport o zatrudnieniu poza rolnictwem, w niektórych krajach europejskich stopa bezrobocia. Trudno się spodziewać dobrych wiadomości. Warto jednak zauważyć, że rynki w dużym stopniu już chyba zinternalizowały nadchodzącą mocną tąpnięcie w aktywności ekonomicznej (ale też bardzo zdecydowaną odpowiedź na to ze strony polityki gospodarczej) i np. nie zareagowały istotnie na publikację fatalnych danych z amerykańskiego rynku pracy w czwartek. To, co teraz mogłoby wywołać kolejną falę pesymizmu, to chyba nie tyle słabość w danych, co informacje sugerujące, że zastój w gospodarkach może się wyraźnie przedłużyć.
- W krajowym kalendarzu dwie ważne publikacje za marzec: **wstępna inflacja CPI (wtorek) i indeks PMI dla przemysłu (środa).** Nasza prognoza wskazuje na **spadek inflacji do 4,4% r/r** (z poziomu 4,7% r/r w lutym). Trzeba podkreślić, że niepewność dot. marcowego odczytu jest wyjątkowo duża. Ceny w wielu kategoriach poszły naszym zdaniem mocno w dół (firmy bronią się przed spadkiem obrotów promocjami w handlu online). Z drugiej strony, ceny towarów podstawowych (żywność, higiena) wzrosły, czasem nawet znacząco. Dodatkowo, część cen w ogóle trudno zmierzyć, np. usług fryzjerskich czy kosmetycznych, skoro nie są obecnie dostępne. Do tego dochodzi kwestia zmiany metodologii pomiaru – GUS musi bazować wyłącznie na ankietach online. To sprawia, że marcowy odczyt inflacji trzeba traktować z dużą rezerwą. **W przypadku PMI spodziewamy się wyraźnego spadku do 44,5pkt**, w podobnej skali jak w strefie euro.

### Wnioski rynkowe

- Na rynkach finansowych, zgodnie z naszą intuicją sprzed tygodnia, nastąpiło uspokojenie m.in. dzięki interwencyjnym działaniom banków centralnych i rządów. W najbliższych dniach ta atmosfera może się utrzymać, chociaż nie można wykluczyć kolejnych fal awersji do ryzyka, np. w przypadku pojawienia się bardziej negatywnych informacji o rozwoju epidemii. EURPLN nawet jeśli jeszcze trochę spadnie w krótkim okresie, to może ponownie wzrosnąć zanim pojawi się bardziej trwała tendencja aprecjacji złotego.
- Rentowności obligacji są trzymane nisko dzięki zakupom banków centralnych. Nadchodzące duże podaże SPW mogą mieć w efekcie ograniczony wpływ na rynek. Tym bardziej, że BGK zawarł umowę z MF, w ramach której może obejmować emisje obligacji bez przetargu. Wraz z programem odkupu obligacji z rynku wtórnego przez NBP daje to możliwość sfinansowania dużego wzrostu potrzeb pożyczkowych bez większych problemów.

### PMI w przemyśle i usługach



Źródło: IHS Markit, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: 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 mijającym tygodniu rząd doprecyzowywał pakiet pomocowy. Przybyło danych pokazujących, że gospodarka dobrze rokowała w przeddzień epidemii (wzrost nowych zamówień, ambitne plany inwestycyjne w niektórych sektorach). Usłyszeliśmy też od kolejnych członków RPP na czym teraz powinna się skupić polityka monetarna.

Rząd przyjął **projekt ustawy dotyczący tarczy antykrzysowej** z pewnymi zmianami, z których najważniejsza to finansowanie przez państwo składek ZUS dla mikrofirm i jednoosobowej działalności gospodarczej. Koszt tego rozwiązania oszacowano na ok. 14 mld zł i tym samym rozmiar całego pakietu (wliczając dodatkowe gwarancje i instrumenty płynnościowe) to teraz raczej 10% PKB a nie, jak poprzednio szacowano, 9%. Parlament ma niebawem przyjąć ustawę.

W lutym dynamika r/r **nowych zamówień** jeszcze się podniosła, z 5,5% do 6,9%, w tym do 15,6% w przypadku zamówień zagranicznych (to jeden z lepszych odczytów ostatnich dwóch lat). Dane o wartości kosztorysowej **rozpoczętych inwestycji** pokazały w IV kw. 2019 r. bardzo silny wzrost (50,5% r/r) choć skoncentrowany w znacznym stopniu w sektorze transportu i magazynowania, i przy pewnej poprawie w przetwórstwie przemysłowym. Epidemia może pokrzyżować plany inwestycyjne i zapowiadana przez te dane poprawa w dynamice inwestycji może nie dojść do skutku.

W IV kw. 2019 r. **przedsiębiorstwa niefinansowe** zatrudniające 50 i więcej osób zanotowały wzrost przychodów o 3,5% r/r i kosztów o 2,6% r/r, co przełożyło się na poprawę rentowności w ujęciu r/r (choć była ona niższa niż w pozostałych kwartałach 2019 r i wzrost wyniku finansowego brutto. Dane GUS o inwestycjach przedsiębiorstw wskazały na mocne spowolnienie: do 3,6% r/r z 11,3% r/r w III kw., a w przetwórstwie przemysłowym inwestycje spowolniły do 5,8% r/r z 12,7% r/r w III kw. Nakłady na maszyny i urządzenia techniczne obniżyły się o 4,8% r/r wobec wzrostu o 12,6% r/r. Tymczasem obejmujące całą gospodarkę dane Eurostatu dla tej kategorii pokazały przyspieszenie, co oznacza że albo doszło do znacznego wzrostu inwestycji w maszyny w małych firmach (mniej prawdopodobne) albo do wyraźnego wzrostu rządowych wydatków w tej kategorii (bardziej prawdopodobne).

Wśród szczegółowych wyników **badania koniunktury** przeprowadzonego w pierwszej dekadzie marca warto odnotować, że w tym czasie branże transportowa i hotelarsko-gastronomiczna już odczuwały wyraźny spadek popytu, pozostałe (takie jak przemysł, budownictwo, handel) jeszcze nie. We wszystkich branżach gwałtownie pogorszyła się ocena przyszłego popytu, skali aktywności, sytuacji finansowej, obniżył się wskaźnik przewidywanego zatrudnienia.

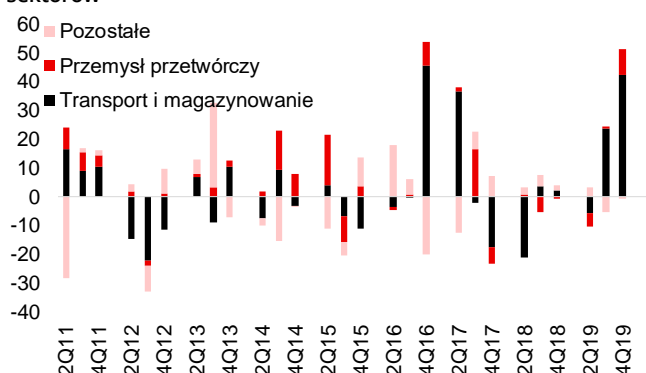
Kilku członków **RPP** wyraziło ostatnio opinię dokąd dalej ma iść polityka pieniężna. Eryk Łon jest za dalszymi obniżkami i rozszerzeniem wachlarza działań niekonwencjonalnych o pożyczki dla MŚP i skup akcji. Jerzy Kropiwnicki powiedział, że warto rozważyć by bank centralny miał możliwość skupu obligacji na rynku pierwotnym jeśli doszłoby do ogłoszenia stanu nadzwyczajnego. Łukasz Hardt i Cezary Kochalski są zdania, że inflacja zesza na dalszy plan a należy skoncentrować się na wsparciu gospodarki. Ten pierwszy zaznaczył, że RPP nie powinna sygnalizować dalszych obniżek stóp. Tymczasem Kamil Zubelewicz jest zdania, że bank centralny powinien się teraz skupić na chronieniu krajowej walut.

Wartość nowych zamówień w przemyśle, %r/r, 3M śr. ruchoma



Źródło: GUS, Santander

Wartość kosztorysowa nowych inwestycji, % r/r, wkłady wybranych sektorów



Źródło: GUS, Santander

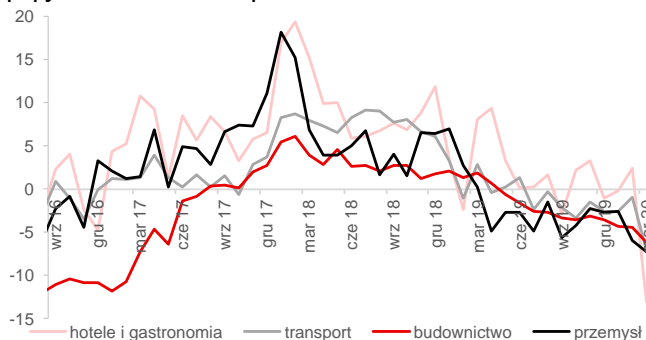
Dynamiki w kwartałach implikowane z danych skumulowanych; dane za I kw. nie są podawane

Wyniki przedsiębiorstw, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Badanie koniunktury: wskaźniki nowych zamówień/bieżącego popytu, odsezonowane, pkt.



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

Nastroje na rynkach uległy w mijającym tygodniu polepszeniu. Indeksy giełdowe po tym jak zniżowały o ok 30-35% od połowy lutego oraz 25% tylko w samym marcu, odbiły się od dna o ok 25%, głównie na skutek informacji o amerykańskim pakiecie fiskalnym o wielkości 2 mld USD. W rezultacie spadł indeks dolara, VIX oraz zmienności implikowane, a aktywa ryzykowne lekko zyskały.

**Rynek FX** Złoty zakończył tydzień niewielką zmianą (EURPLN 4,54) w międzyczasie dotykając poziomów 4,63 oraz 4,49. USDPLN obniżył się o ok. 2% na skutek słabnącego dolara, a CHFPLN o 1%, gdyż nawet EURCHF odbił w górę powyżej 1,06. Podobnie jak złoty, EURCZK był stabilny, oscylował w okolicy 27,3. CNB obciął stopy o 75bp (więcej niż zakładał konsensus – 50bp) jednak nie podał żadnych szczegółów nt. programu wspierania płynności, który zamierza wkrótce uruchomić. W rezultacie wynik posiedzenia nie był zbyt głośny. EURHUF wzrósł o 1,4% (NBH utrzymał stopy na niezmiennym poziomie, jednak obiecał wspierać płynność oraz obligacje rządowe). USDRUB obniżył się o 2,5% do 77,7, przede wszystkim na skutek taniejącego dolara.

**Stopy procentowe** Polskie swapy oraz rentowności obligacji spadały w mijającym tygodniu, np. 10L do 1,75%. Spready zarówno do swapów jak i Bundów zawężyły się o 10bp do 75pb oraz 220pb. Spadki rentowności miały wiele przyczyn: rentowności na rynkach bazowych również spadały (Bund -10pb do -0,42%), rynki FRA wyceniały coraz większe cięcia (9x12 obecnie pełne 50bp) oraz, co nie mniej istotne, NBP kupował obligacje rządowe. W 3 dotychczasowych aukcjach w sumie 19 mld zł obligacji (2,7+5,6+10,7). Ostatnia aukcja była w zasadzie skoncentrowana na seriach DS0726 oraz DS1029. Ministerstwo Finansów opublikowało informacje o podpisaniu umowy z BGK, w ramach której 2 w/w serie BGK może nabywać od MF poza aukcją. Zgadujemy, że kolejnym krokiem byłyby odsprzedaż przez BGK zakupionych obligacji do NBP. W ten sposób ominięte zostałyby prawne bariery zabraniające NBP bezpośrednio kupować dług rządowy od MF.

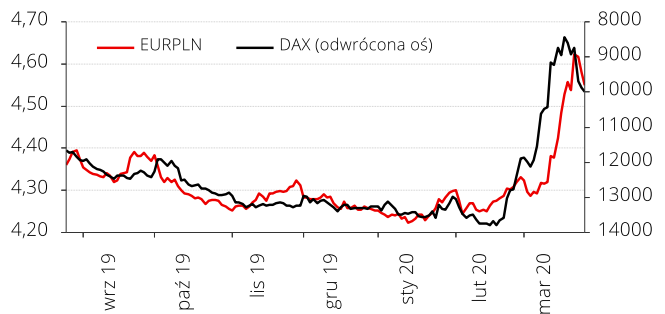
**Kluczowe wydarzenia** Niepewność co do marcowych danych, które będą opublikowane w nadchodzącym tygodniu jest ogromna. W normalnych warunkach rynkowych rynki najbardziej by się koncentrowały na piątkowych danych o zatrudnieniu w USA (NFP), jednak nie będziemy zaskoczeni jeśli mimo tego, że liczba znacząco się obniży, rynki – podobnie jak w przypadku danych o nowych bezrobotnych w tym tygodniu – nie zareagują w znaczącym stopniu. W Polsce, marcowa inflacja we wtorek, oczekujemy 4,4% r/r oraz głównych składników poruszających się w przeciwnych kierunkach (droższa żywność vs taniejąca energia, odzież, usługi).

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Oczekujemy, że w najbliższych dniach nastroje lekko się poprawią a zmienność opadnie. Dla EURPLN mogłoby to oznaczać spadki do istotnego technicznego poziomu 4,50 lub nawet poniżej. Zmienności implikowane 1M po tym jak obniżyły się z 12% do 9% mogłyby zejść jeszcze niżej w kierunku 8%. Podkreślamy, że ewentualne umocnienie byłoby jedynie przejściowe. W średnim okresie spodziewamy się osłabienia złotego na skutek spowalniającej gospodarki w Polsce oraz za granicą.

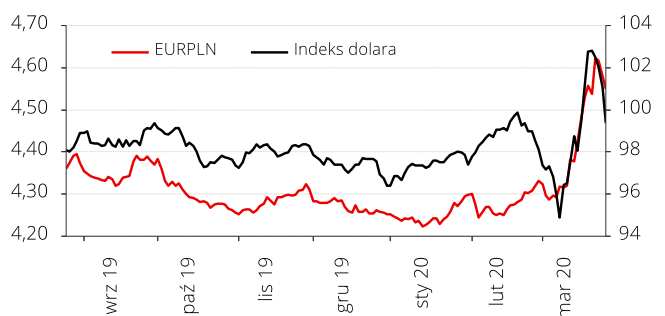
**Stopa procentowa** Oczekujemy, że w nadchodzącym tygodniu rentowności POLGB będą podążać za rynkami bazowymi. W braku istotnych zaskoczeń zarówno wtorkową inflacją jak i czwartkową aukcją, oczekivalibyśmy zawężenia spreadów (zarówno vs IRS jak i Bundów) na skutek popraw nastrojów w pierwszej połowie tygodnia. Aukcję MF zaplanowano na czwartek, a szczegóły podaży zostaną podane we wtorek. Odnosnie inflacji, oczekujemy asymetrycznej reakcji rynku w przypadku znacznych odchyleń od oczekiwań: w przypadku zaskoczenia w górę (powiedzmy 5%+) inflacja może być uznana za przejściową, podczas gdy mocne zaskoczenie w dół (np. niskie 4%) mogłoby umocnić oczekiwania obniżek stóp NBP i przyczynić się do silnego umocnienia na rynku stopy.

### EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



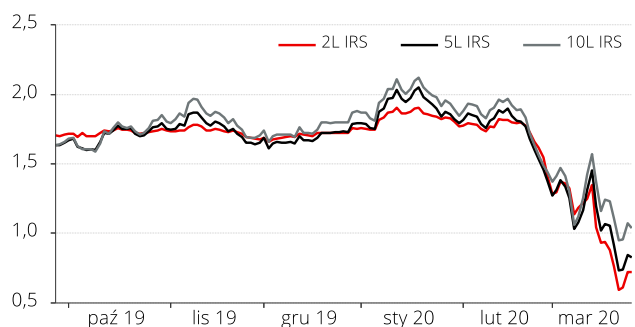
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i indeks dolara



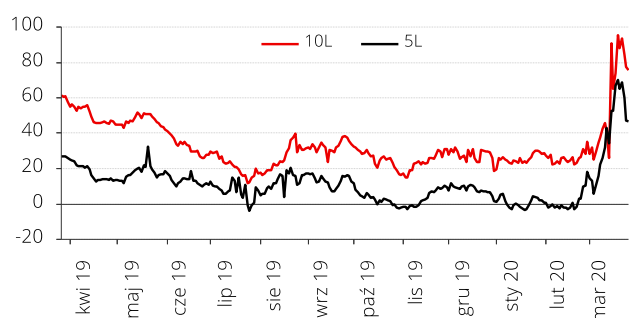
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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 (30 marca)</b>						
	DE	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,2	1,0
11:00	EZ	ESI	III	pkt	93,1	103,5
14:00	DE	Inflacja HICP	III	% m/m	0,1	0,6
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	II	% m/m	-1,8	5,2
<b>WTOREK (31 marca)</b>						
09:00	CZ	PKB SA	IV kw.	% r/r	1,8	1,8
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>III</b>	<b>% r/r</b>	<b>0,0</b>	<b>4,4</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	III	% r/r	0,8	1,2
16:00	US	Conference Board Konsumenci	III	pkt	115,0	130,7
<b>ŚRODA (1 kwietnia)</b>						
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI przemysł</b>	<b>III</b>	<b>pkt</b>	<b>0,0</b>	<b>44,5</b>
09:55	DE	PMI przemysł	III	pkt	45,5	45,7
10:00	EZ	PMI przemysł	III	pkt	44,6	44,8
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	II	%	7,4	7,4
14:15	US	Raport ADP	III	tys.	-100,0	182,8
16:00	US	ISM przemysł	III	pkt	46,0	50,1
<b>CZWARTEK (2 kwietnia)</b>						
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	28/03/2020	tys.	1700,0	3283,0
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	II	% m/m	0,0	1,2
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	II	% m/m	-0,3	-0,5
<b>PIĄTEK (3 kwietnia)</b>						
03:45	CN	PMI usługi	III	pkt	39,5	26,5
09:55	DE	PMI usługi	III	pkt	34,3	34,5
10:00	EZ	PMI usługi	III	pkt	28,2	28,4
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	II	% m/m	0,2	0,6
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	III	tys.	-61,0	273,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	III	%	3,8	3,5
16:00	US	ISM usługi	III	pkt	48,0	57,3

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 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