

Tygodnik ekonomiczny

Pierwsze „skażone” dane

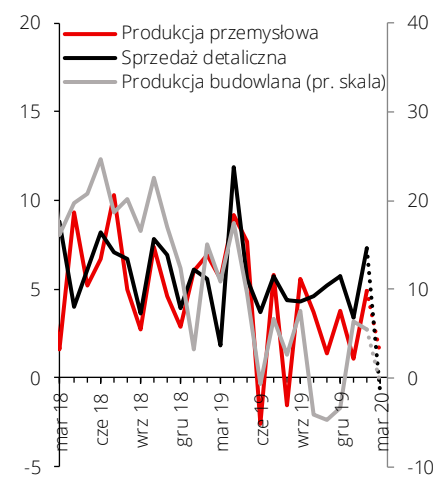
Kluczowe wydarzenia najbliższych dwóch tygodni

- Wchodzimy w okres, kiedy zacznie się pojawiać coraz więcej danych statystycznych ‘skażonych’ piętnem koronawirusa. Trzeba mieć jednak świadomość, że wyniki z marca wciąż nie w pełni będą oddawać skalę spadku aktywności – ograniczenia wprowadzono dopiero w połowie miesiąca. Marcowa inflacja, jak widzieliśmy w ostatnich dniach, nie odczuła jeszcze zbytnio związanych z tym zawirowań, co nie zmienia naszych oczekiwań jej szybkiego spadku w dalszej części roku.
- Po weekendzie w kraju pojawią się informacje m.in. o: płacach i zatrudnieniu (poniedziałek), produkcji w przemyśle (wtorek) i budownictwie (czwartek), sprzedaży detalicznej (środa), bezrobociu (piątek), podaży pieniądza (czwartek). Dane z rynku pracy raczej jeszcze nie pokażą istotnych zmian na gorsze, ale te o produkcji i sprzedaży zapewne tak. Najbardziej i najszybciej wprowadzonymi ograniczeniami zostały dotknięte usługi, ale na ten temat niewiele się niestety dowiemy z nadchodzących publikacji – efekt poznamy tak naprawdę w kwartalnych danych o PKB.
- RPP opublikuje minutes z posiedzenia, na którym niespodziewanie obcięto stopy po raz drugi z rzędu i rozszerzono program QE. Nie spodziewamy się tam znaleźć istotnych wskazówek nt. tego co dalej z polityką pieniężną.
- Za granicą uwagę przykują kolejne wskaźniki koniunktury i nastrojów, tym razem za kwiecień: wstępne PMI m.in. w USA, Australii i wielu krajach europejskich, niemieckie ZEW, Ifo, GfK, oraz tygodniowe informacje z amerykańskiego rynku pracy.
- Cały czas istotne dla nastrojów będą informacje o rozwoju epidemii w różnych krajach, tempie znoszenia obostrzeń i zakazów, czy szans na znalezienie terapii przeciwko wirusowi.

Wnioski rynkowe

- Podtrzymujemy pogląd, że w średnim terminie złoty może dalej tracić pod wpływem słabych perspektyw wzrostu gospodarczego, znacznego i zapewne rosnącego rozmiaru programu skupu obligacji oraz silnie ujemnych realnych stóp procentowych. To nie wyklucza jednak testowania przez EURPLN 4,50 i tymczasowego spadku do 4,45 w najbliższych dniach. Mogą się do tego przyczynić już zbyt negatywne pozycjonowanie oraz nieco przesadzone (wg nas) oczekiwania rynkowe na słabe odczyty danych zaplanowane na najbliższe dni.
- Rentowności obligacji na długim końcu krzywej powinny być stabilizowane przez skup obligacji przez NBP. Z kolei na krótkim końcu rentowności obligacji mogą naszym zdaniem spaść (m.in. w antycypacji dużego napływu płynności z tarczy PFR i obniżki rezerwy obowiązkowej), a IRS i FRA wzrosnąć (spychając spready asset swap do zera).

Wskaźniki realnej aktywności gospodarczej, %r/r



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 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

Wciąż czekamy na twarde dane o wpływie koronawirusa na polską gospodarkę. Instytucje analityczne rewidują prognozy PKB w dół.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy uważa, że gospodarka spadnie w tym roku o 3% zamiast wzrosnąć o 3,3% jako oczekiwał w styczniu. Z kolei w 2021 r. ma nastąpić odbicie o 5,8% zamiast o 2,4%. Rewizja w dół była wyraźniejsza w przypadku wzrostu gospodarek rozwiniętych niż rozwijających się. W tej pierwszej grupie obniżono też prognozy inflacji, średnio o 1,2pp w 2020 r. i 0,4pp w 2021 r. Prognozę PKB w 2020 r. dla Polski obniżono do -4,6% z +3,1%. Fundusz prognozuje polski deficyt general government w 2020 r. na 6,7% PKB (rewizja z 2,5%) a w 2021 r. na 3,5% (rewizja z 2,5%).

Agencja S&P utrzymała rating Polski na A- z perspektywą stabilną. Agencja widzi w br. recesję 2% a w 2021 r. odbicie PKB o 4,8%. Deficyt fiskalny może wzrosnąć się do 6,1% w br. i spaść do 3,1% PKB w przyszłym co agencja postanowiła tolerować. Jej zdaniem skup aktywów przez NBP zapewni finansowanie budżetu. Wg nas wynik fiskalny 2020 r. w dużym stopniu zależeć będzie od sposobu potraktowania działań pomocowych opartych o PFR – jeśli będą wliczone już w br. to deficyt może być ok. 10%.

Rząd przedstawił **plan wychodzenia z gospodarczej i społecznej kwarantanny** w czterech krokach wprowadzanych prawdopodobnie co 1-2 tygodnie. Pierwszy krok ma znaczenie rekreacyjne (wstęp do lasów i parków), a termin wprowadzenia zmian istotnych dla gospodarki pozostaje nieznany.

Polska **inflacja CPI** spadła w marcu do 4,6% r/r z 4,7% r/r wobec naszej prognozy i konsensusu 4,4% r/r. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała w marcu na 3,6% r/r. Inflacja nie spadła w kategoriach gdzie koronawirus mógł wywierać presję w dół a jednocześnie wystąpił wzrost cen tam, gdzie epidemia mogła wywierać presję w górę. Wyniki powinny być interpretowane z ostrożnością, gdyż mierzenie inflacji w okresie zamkniętej gospodarki jest trudne i narażone na wiele błędów i zakłóceń. Sądymy, że znaczne spowolnienie skutkujące załamaniem popytu wykreuje silnie deflacyjne środowisko. W efekcie, inflacja powinna wyraźnie spowalniać w kolejnych miesiącach. Jak można wyczytać z ostatniego komunikatu RPP, większość jej członków zdaje się mieć podobne zdanie. Więcej na ten temat w [Komentarzu ekonomicznym](#).

W lutym saldo na **rachunku obrotów bieżących** wyniosło +659 mln € (oczekiwaliśmy +902 mln €) To drugi przypadek dodatniego salda w lutym od 2004 r. (odkąd są porównywalne dane). Towarowy bilans handlowy pokazał +525 mln € i od pół roku pozostaje dodatni. W lutym wciąż dobrze wyglądał eksport (+5,7% r/r, wobec średniej dynamiki w 2019 r. 6,4%, choć nieco mniej niż prognozowaliśmy), m.in. dzięki produkcji baterii i silników do aut hybrydowych. Był to też kolejny miesiąc słabości importu (+0,5% r/r), tym razem za sprawą zakłóceń w dostawach z Chin (części do komputerów, RTV i aut). Saldo usług pozostało silnie dodatnie przy dość dobrej dynamice po stronie zarówno eksportu (8,2% r/r) jak i importu (7,8% r/r). 12M skumulowany wynik na rachunku obrotów bieżących urosł w lutym do 0,8% PKB z 0,5%. Kolejny odczyt objęciem już okres poważnych zaburzeń w handlu zagranicznym wywołanych epidemią – naszym zdaniem w początkowej fazie jej wpływ na sam bilans handlowy może okazać się pozytywny, choć zapewne zobaczymy duży spadek obrotów.

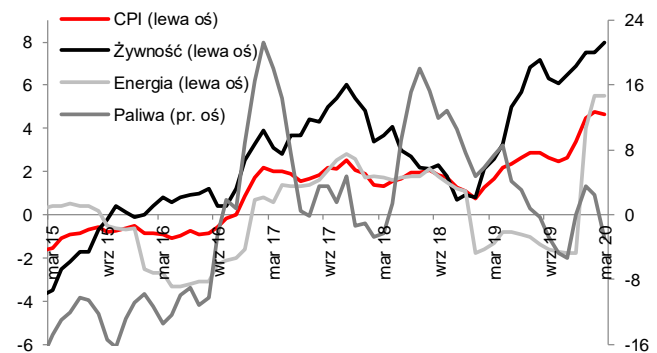
Ostatnie opinie członków **RPP**: Cezary Kochalski - jest jeszcze przestrzeń do obniżek stóp, ale coraz mniejsza, niestandardowe działania należy utrzymać tak długo, jak są potrzebne; Eryk Łon - NBP mógłby udzielać kredytów bezpośrednio przedsiębiorstwom, szczególnie MŚP; Jerzy Żyżyński dopuszcza dalsze cięcie stóp, ale nie do zera, chciałby szybkiego przywrócenia głównej stopy do 1,50% po pandemii, rozważa możliwość skupu przez NBP obligacji korporacyjnych i akcji na rynku wtórnym; Grażyna Ancyparowicz obawia się deflacji w 2021 r., nie wyklucza dalszych cięć stóp – nawet poniżej zera, choć nie w postaci różnicowania stawek dla banków (tiering), jej zdaniem na pewno RPP do końca roku nie będzie się wycofywać ze swoich działań antykryzysowych a normalizacja polityki spadnie już na kolejną Radę; Jerzy Kropiwnicki Przeciwno dalszym obniżkom stóp, jest za rozważeniem skupu przez NBP obligacji z rynku pierwotnego, obawia się, że epidemia podbije inflację a Rada odpowie na to zbyt szybkimi podwyżkami.

Prognozy wzrostu gospodarczego wg MFW

	2020	2021
Świat	-3,0(-6,3)	5,8(2,4)
Gospodarki rozwinięte	-6,1(-7,7)	4,5(2,9)
USA	-5,9(-7,9)	4,7(3,0)
Strefa euro	-7,5(-8,8)	4,7(3,3)
Niemcy	-7,0(-8,1)	5,2(3,8)
Francja	-7,2(-8,5)	4,5(3,2)
Włochy	-9,1(-9,6)	4,8(4,1)
Hiszpania	-8,0(-9,6)	4,3(2,7)
Japonia	-5,2(-5,9)	3,0(2,5)
Wlk. Brytania	-6,5(-7,9)	4,0(2,5)
Gospodarki rozwijające się	-1,0(-5,4)	6,6(2,0)
Rozwijająca się Europa	-5,2(-7,8)	4,2(1,7)
Polska	-4,6(-7,7)	4,2(1,5)
Obroty światowego handlu	-11(-13,9)	8,4(4,7)

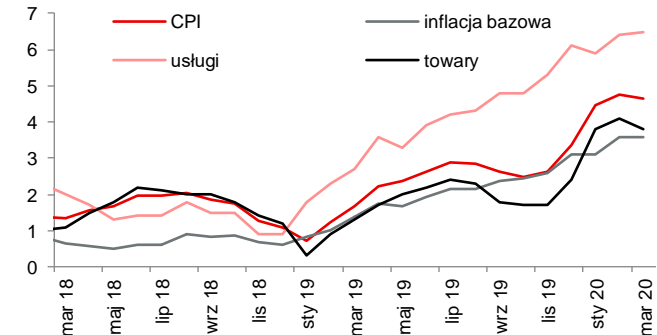
W nawiasach różnica wobec prognoz ze stycznia 2020 a dla Polski wobec października 2019
Źródło: MFW, Santander

CPI i wybrane składniki, %r/r



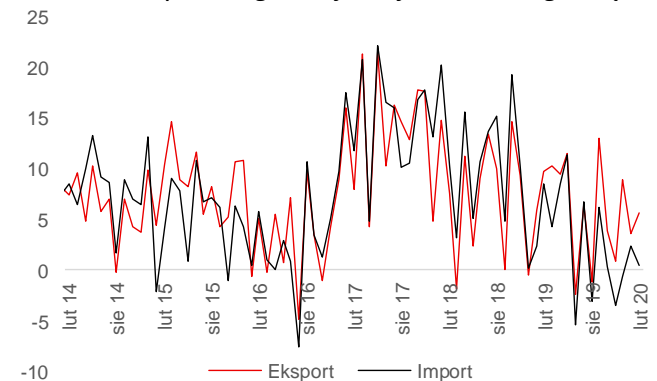
Źródło: GUS, Santander

CPI i wybrane składniki, %r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Dane z bilansu płatniczego nt. wymiany towarów z zagranicą, %r/r



Źródło: NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Ostatnie 2 tygodnie na rynkach, włącznie z Wielkanocą, były na większości rynków globalnych spokojne: akcje wzrastały, VIX spadł o 10pp, większość walut rynków wschodzących, w tym złoty, się umocniły w korekcie, a rentowności na rynkach bazowych pozostały stabilne lub lekko niżkowały. Wysoką zmienność obserwowano na rynku ropy po tym jak rynek próbował oszacować wpływ nowego porozumienia OPEC+ na ceny (Brent spadł o 20% w 2 tygodnie). Kurs EURPLN obniżył się o 0,9% przez 2 tygodnie, a zmienność na początku krzywej spadała (1M o 1,5pp do 7,8%) po tym jak kurs dobrze zachowywał się w przedziale 4,50-4,60. Zmienności na długim końcu 1Y nie zmieniły się wiele po 5,8% jednak poziom początkowy też nie był wysoki. Tylko USDPLN obniżył się więcej tj. o 1,2%. CHFPLN spadł tylko o 0,5% po tym jak globalny kapitał wciąż szuka schronienia w Szwajcarii a GBPPLN nawet lekko wzrósł. EURHUF spadł o 4,3% po tym jak NBH stał się bardziej jastrzębi, EURCZK obniżył się o 2,2% a koszyk rubla o 3,5% co jest znacznym spadkiem biorąc pod uwagę słabość cen ropy.

Stopy procentowe Polska krzywa IRS obniżyła się w 2 tygodnie o 15-20pb a rentowności obligacji o ok 30pb wzdłuż całej krzywej. Spadki miały wiele przyczyn działających w tym samym kierunku: kolejna obniżka stóp o 50pb przez NBP (do obecnych 0,50%), wzrost oczekiwań na dalsze spowolnienie gospodarcze (FRA wyceniają kolejne 40pb cięć do końca 2020 r.), całkiem spore zakupy obligacji przez NBP (PLN 53mld póki co), które zniechęcają inwestorów do płacenia stóp procentowych na długim końcu krzywej i w końcu oczekiwane zwiększenie płynności w systemie bankowym na skutek obniżonych rezerw obowiązkowych (zwolnione PLN40mld z końcem kwietnia) oraz dopiero co uruchomionej Tarczy Finansowej (dodatkowe PLN 30mld, szacujemy). Przy stabilnej krzywej niemieckiej 10L spread do niej zawężił się do nieco powyżej 180pb.

Kluczowe wydarzenia w nadchodzącym tygodniu to kwietniowe wstępne PMI w Japonii, Australii, strefie euro, Niemczech, Francji, Wlk. Brytanii oraz USA, w drugiej połowie tygodnia. W Niemczech publikują ZEW (wtorek) oraz Ifo (piątek). W Polsce wiele publikacji od danych o zatrudnieniu w poniedziałek, produkcji przemysłowej oraz PPI we wtorek po sprzedaż detaliczną w środę, produkcja budowlana oraz podaź pieniądza M3 w czwartek oraz stopę bezrobocia w piątek. W USA sprzedaż domów istniejących (wtorek) oraz nowych (czwartek), zamówienia na dobra trwałe oraz indeks Uniwersytetu Michigan (piątek).

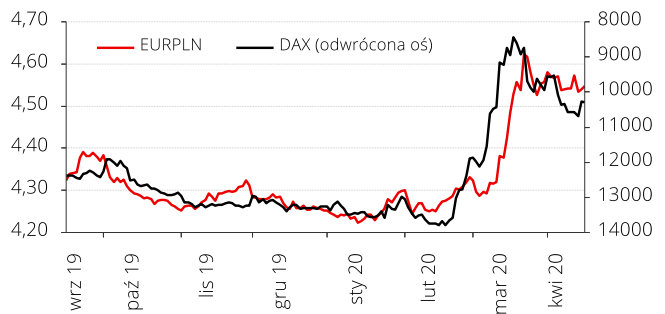
Wpływ na rynek

Nastrój na świecie ustabilizował się i wygląda na to, że z fazy gwałtownych wyprzedzaży i panicznego poszukiwania płynności przeszedł w fazę poszukiwania atrakcyjnych aktywów i oceniania wprowadzonych fiskalnych i monetarnych pakietów pomocowych.

Rynek FX Podtrzymujemy nasz pogląd, że w średnim terminie złoty może dalej tracić pod wpływem słabych perspektyw wzrostu gospodarczego, znacznego i zapewne rosnącego rozmiaru programu skupu obligacji oraz silnie ujemnych realnych stóp procentowych z inflacją pozostającą powyżej 4,5%. Jeszcze w przyszłym tygodniu nie wykluczamy jednak testowania przez EURPLN 4,50 i tymczasowego spadku do 4,45. Mogą się do tego przyczynić już zbyt negatywne pozycjonowanie oraz przesadzone (wg nas) oczekiwania na słabe odczyty danych zaplanowane na najbliższe dni.

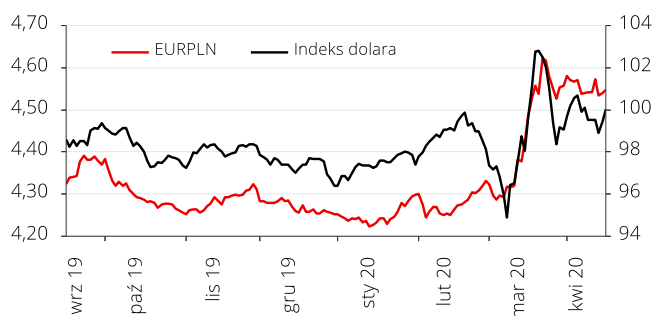
Stopa procentowa Biorąc pod uwagę wycenianą już skalę obniżek stóp i perspektywę wzrostu płynności w najbliższych tygodniach wahania na krótkim końcu krzywej i zmiany spreadów asset swap mogą być ciekawe – rentowności obligacji mogą spaść, a IRS i FRA wzrosnąć (spychając spready asset swap do zera). Długi koniec może pozostać stabilny dzięki trwającemu programowi skupu obligacji przez NBP, który skutecznie ogranicza potencjał do wzrostu rentowności. Naszym zdaniem spadek 10-letniego IRS jest już przesadzony i spodziewamy się odbicia, być może nawet do 1.0% (+ 27 pb).

EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



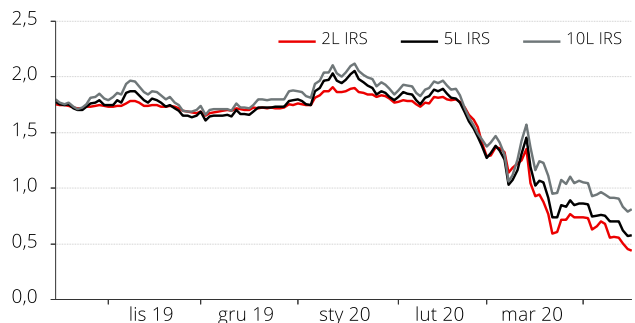
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURPLN i indeks dolara



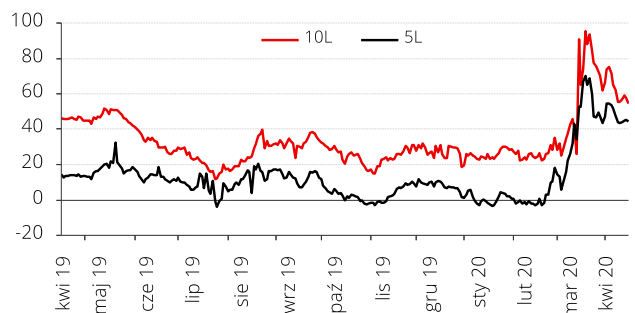
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS CET	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OST. WARTOŚĆ
					RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (20 kwietnia)							
08:00	DE	PPI	III	% r/r	-0,8	-	-0,4
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	6,6	7,0	7,7
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	III	% r/r	0,8	0,8	1,1
WTOREK (21 kwietnia)							
11:00	DE	Indeks ZEW-oczekiwania	IV		-41,0	-	-49,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	III	% r/r	-4,5	1,4	4,8
10:00	PL	PPI	III	% r/r	-0,5	-0,9	0,1
16:00	US	Sprzedaż domów	III	mln	5,35		5,77
ŚRODA (22 kwietnia)							
16:00	EZ	Nastroje konsumentów	IV	pkt	-19,8	-	-11,6
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, ceny stałe	III	% r/r	-1,8	-0,8	9,6
13:00	US	Wnioski o kredyt hipoteczny	IV	%	-	-	7,3
CZWARTEK (23 kwietnia)							
10:00	EZ	Wstępny PMI-przemysł	IV	pkt	38,5	-	44,5
09:30	DE	Wstępny PMI-przemysł	IV	pkt	-	-	45,4
08:00	DE	GfK nastroje konsumentów	V	pkt	-1,8	-	2,7
14:00	PL	Minutes z kwietniowego posiedzenia RPP					
10:00	PL	Produkcja budowlana	III	% r/r	2,5	-0,5	5,5
14:00	PL	M3 podaź pieniądza	III	% r/r	9,6	10,0	9,4
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	4500	-	5245
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	III	tys.	661	-	765
15:45	US	Wstępny PMI-przemysł	IV	pkt	-	-	48,5
PIĄTEK (24 kwietnia)							
10:00	DE	Indeks Ifo	IV	pkt	80,0	-	86,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	III	%	5,6	5,5	5,5
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	III	%	-11,0		1,2
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów Michigan	IV	Pts	69		71

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