

# Dwutygodnik ekonomiczny

## Przyptyw złych danych

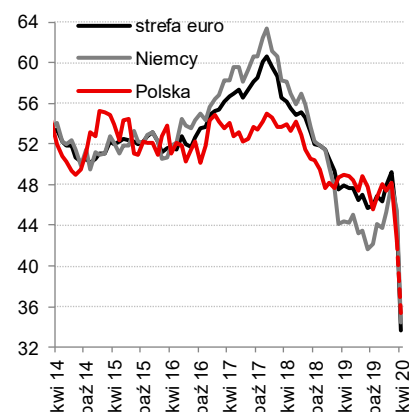
### Kluczowe wydarzenia najbliższych dwóch tygodni

- Im więcej pojawia się nowych danych, tym częściej widać w nich efekt zderzenia ze skutkami koronawirusa. Krajowe wskaźniki opublikowane ostatnio też potwierdzają, że mierzymy w stronę głębokiej recesji, której dołek zapewne przypadnie na II kw. 2020.
- W kalendarzu na najbliższe dwa tygodnie sporo publikacji za granicą (finalne indeksy PMI, w USA pierwszy szacunek PKB za I kw. i kwietniowe zatrudnienie poza rolnictwem), ale też posiedzenia Fed i EBC. W kraju kalendarz prawie pusty: jedyne publikacje to PMI (4 maja) i rezerwy walutowe NBP (7 maja). Posiedzenie RPP, które wcześniej planowano na 5-6 maja przełożono na 28/05. Trochę więcej może się dziać w krajowej polityce – tuż po majówce powinna się rozstrzygnąć kwestia terminu i sposobu przeprowadzenia wyborów prezydenckich.
- Kwietniowy PMI dla polskiego przemysłu zapewne mocno spadnie, testując albo nawet przebijając dno z 2009 r. – podobnie jak zrobiły indeksy w Europie i jak zachowały się indeksy koniunktury GUS. Jeszcze większy spadek aktywności ma miejsce w usługach, ale ten wskaźnik nie jest liczony dla Polski.
- Ze strony Fed i EBC nie spodziewamy się na najbliższych posiedzeniach istotnych zmian polityki po tym, jak oba banki zaimplementowały już mocną stymulację w ostatnich tygodniach.

### Wnioski rynkowe

- Wciąż widzimy większe szanse, że EURPLN w najbliższych tygodniach wzrośnie powyżej 4,60 niż że spadnie poniżej 4,50. Osłabieniu złotego może sprzyjać powrót gorszych nastrojów na giełdach (wydaje nam się, że ostatnia fala optymizmu już się wyczerpuje i czas na korektę) i na rynkach wschodzących (mocny dolar) oraz duża skala ekspansji monetarnej (rekordowo niskie stopy realne, szybkie tempo zwiększania bilansu NBP).
- Na rynku długu rentowności obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej, będą pod presją dużego zastrzyku płynności, jaki trafi do sektora bankowego w najbliższych tygodniach (obniżenie rezerwy obowiązkowej, uruchomienie tarczy PFR).

Indeksy PMI, pkt



Źródło: Markit, 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 ostatnim tygodniu dane nam było zapoznać się z ważnymi danymi pokazującymi wpływ dwutygodniowych ograniczeń w działalności gospodarczej. Większość statystyk zaskoczyła w dół. Spadki pewnie jeszcze pogłębią się w kwietniu i potwierdzą, że II kw. 2020 zanotuje głęboki spadek PKB.

**Produkcja przemysłowa** spadła w marcu o 2,3% r/r wobec lutowego odczytu +4,9% r/r. Po odsezonowaniu, spadek wyniósł 4,8% r/r wobec 3,2% poprzednio. Polski przemysł wyraźnie odczuł zaburzenia wywołane pandemią, przy czym w części działów wystąpiły przestoje a niektóre zobaczyły wzmożony popyt. Marcowe dane nie ujawniły w pełni szoku, restrykcje wprowadzono w połowie miesiąca. Zakładamy, że spadek produkcji może przekroczyć 10% r/r w kolejnych miesiącach. Więcej napisaliśmy w [Komentarzu ekonomicznym](#).

**Produkcja budowlana** wzrosła w marcu o 3,5% r/r, więcej od oczekiwań. Po odsezonowaniu wzrost był słabszy niż w styczniu i lutym, ale jednak wciąż dodatni. Sektor ma problem z ubytkiem pracowników zdolnych do pracy, w średnim okresie może być chroniony przed załamaniem popytu przez rządowy program inwestycji. Więcej w [Komentarzu ekonomicznym](#).

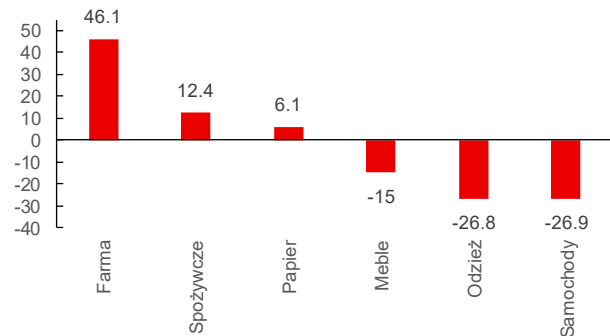
**Sprzedaż detaliczna** w cenach stałych spadła w marcu o 9% r/r, podczas gdy rynek spodziewał się spadku o 5,2% r/r a my o 4,2% r/r. Wiele kategorii doznało ogromnego spadku sprzedaży w związku z wprowadzeniem restrykcji w poruszaniu się i prowadzeniu działalności, a wyższe wydatki na żywność i leki tylko w niewielkim stopniu wsparły łączny wynik. Naszym zdaniem następne miesiące pokażą jeszcze większe spadki sprzedaży detalicznej. Więcej szczegółów w [Komentarzu ekonomicznym](#).

**Zatrudnienie w sektorze firm** spadło w marcu o 0,5% m/m (-34 tys.), co jest najgorszym odczytem dla marca odkąd są dostępne dane (wcześnie lata 90-te). Ta statystyka uwzględnia jednak jedynie firmy zatrudniające 10+ osób, więc pomijają wiele małych mocno dotkniętych skutkami koronawirusa, np. restauracje i handel detaliczny. Ponadto, do tej liczby nie wlicza się pracujących na umowach cywilnoprawnych, którzy zwykle są pierwsi w kolejce do zwolnień. O ile powyższe liczby opisują średnie zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty (czyli z odjęciem osób na kwarantannie, bezpłatnych urlopowych, zwolnieniach lekarskich i zasiłkach opiekuńczych), to zwykła **liczba pracujących** pokazała spadek o 14 tys. m/m. Stopa **bezrobocia rejestrowanego** wyniosła w marcu 5,4%, czyli mniej niż 5,5% z lutego. Szczegółowe statystyki pokazały mocny spadek liczby nowych rejestracji (-25 tys. r/r), wyrejestrowań (-46,5 tys.), wyrejestrowań ze względu na uzyskanie pracy (-16,3 tys.) oraz liczby nowych ofert pracy (-51,3 tys.). **Wzrost płac** spowolnił w marcu do 6,3% r/r z 7,7%.

Wskaźniki **optyzmu w biznesie i konsumpcji** obniżyły się do najniższych poziomów w historii. Przedsiębiorcy donoszą, że stabilność ich firm jest zagrożona w 17% (przemysł) do 36% (transport) przypadków, a kolejne 45-56% deklaruje poważne konsekwencje epidemii dla ich działalności. Wśród hoteli i restauracji 66% obawia się o stabilność firmy. W kwietniu respondenci obcięli swoje zamówienia o 22-39%, podczas gdy zamówienia ich klientów spadły o 26-38%. Plany inwestycyjne zostały obniżone o 30-40% wobec początku roku. Wśród konsumentów 19% zdecydowanie obawia się utraty pracy lub zamknięcia działalności, 44% traktuje epidemię jako duże zagrożenie dla swojej sytuacji finansowej.

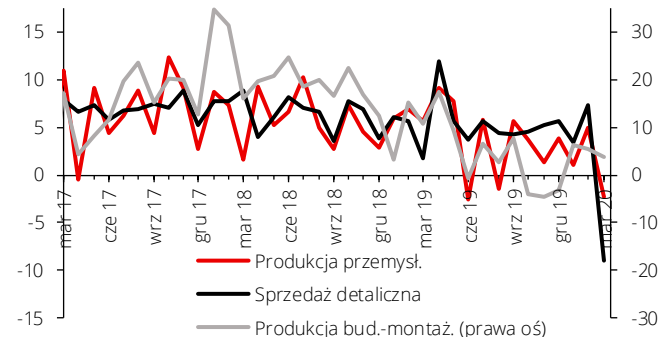
**Podaż pieniądza M3** wzrosła w marcu o 11,8% r/r, o wiele więcej niż oczekiwano i wobec lutowego odczytu 9,4% r/r. Częściowo odpowiadała za to słabość złotego, ale wśród przyczyn wskazalibyśmy również: wyższy popyt firm na kredyty płynnościowe, wakacje kredytowe dla firm i gospodarstw domowych, bankowe zakupy papierów skarbowych (prawdopodobnie od TFI, które dużo wyprzedawały). Naszym zdaniem wzrost kredytu pozostanie przyduszony w najbliższych miesiącach, podczas gdy podaż pieniądza M3 będzie rosła solidnie dzięki stymulacji fiskalnej.

## Zmiana produkcji w marcu 2020 r. w wybranych kategoriach, % r/r, ceny bieżące



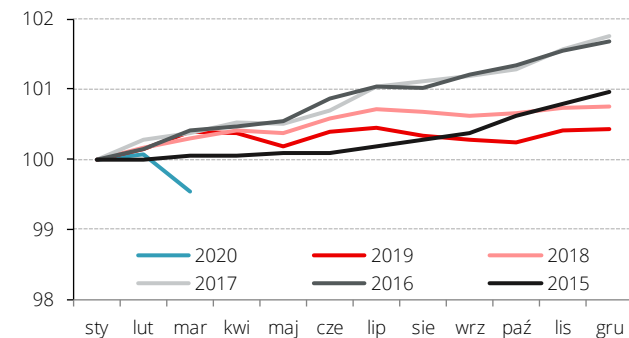
Źródło: GUS, Santander

## Produkcja i sprzedaż detaliczna, % r/r



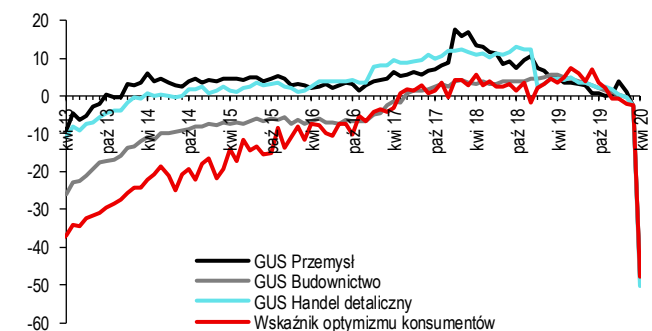
Źródło: GUS, NBP, Santander

## Zatrudnienie w sektorze firm, sty=100



Źródło: GUS, NBP, Santander

## Wskaźniki koniunktury, pkt



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowej

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** EURPLN pozostał w przedziale 4,50-4,60 dzięki wahającym się w trendzie bocznym światowym indeksom giełdowym, obniżającemu się indeksowi VIX i mimo dalszego umocnienia dolara. Kursy GBPPLN i CHFPLN były względnie stabilne, a USDPLN odbił do 4,20 z 4,15.

W przypadku innych kursów CEE, EURHUF oraz EURCZK zmieniały się podobnie jak EURPLN. USDRUB był wyraźnie bardziej zmienny wskutek mocnych wahań cen ropy.

**Stopy procentowe** IRS i rentowności spadły w pierwszej części tygodnia, a w kolejnych dniach wystąpiła lekka korekta. Trend spadkowy został wsparty przez decyzję Ministerstwa Finansów o odwołaniu planowanej na ostatni tydzień kwietnia aukcji obligacji. Polski dług radził sobie lepiej niż Bund i 10-letni spread obniżył się przejściowo do 173 pb. 5- oraz 10-letnie spready asset swap lekko spadły.

**Kluczowe wydarzenia** najbliższych dwóch tygodni to decyzje EBC i Fed oraz publikacje danych z USA, szczególnie pierwszy szacunek PKB za I kw. i odczyty z ryku pracy. W Polsce, poznamy PMI dla przemysłu.

W marcu, Fed dwukrotnie obniżył stopy procentowe i znacząco zwiększył program skupu aktywów. EBC nie zmienił stóp, ale zdecydował, że będzie kupował więcej obligacji państw strefy euro. Od tego czasu, napięcie na globalnym rynku wyraźnie opadło i mniejsza jest potrzeba zwiększenia skali stymulacji w celu poprawy nastrojów. Nie spodziewam się, więc by w ostatnim tygodniu kwietnia banki centralne podjęły zdecydowane działania, amunicja zostanie zostawiona na później.

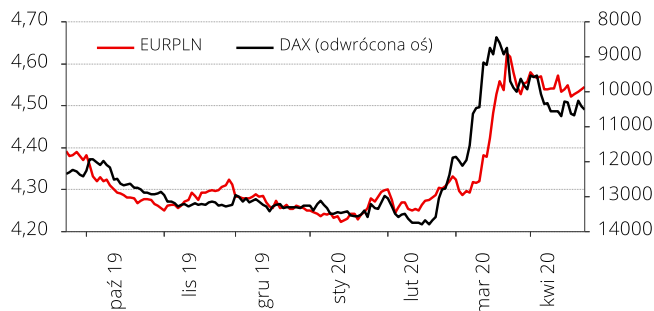
### Wpływ na rynek

Po odbiciu rozpoczętym w połowie marca, główne globalne indeksy giełdowe ustabilizowały się. Inwestorzy skupili się na informacjach, które mówiły, że w niektórych regionach świata tempo rozprzestrzeniania się koronawirusa spada oraz na dodatkowych programach wsparcia, jakie zostały ogłoszone przez państwa oraz banki centralne. Niektóre kraje zaczęły rozważać rozluźnienie restrykcji, ale najwyraźniej okoliczności te mogą nie wystarczyć, aby po okresie stabilizacji pchnąć ceny akcji jeszcze wyżej. Międzynarodowa Organizacja Zdrowia twierdzi, że jesienią może wystąpić jeszcze jedna fala infekcji i wcześniej czy później inwestorzy mogą zdać sobie sprawę, że kwietniowy wzrost indeksów giełdowych mógł być przedwczesny.

**Rynek FX** Podtrzymujemy nasz pogląd, że w najbliższych tygodniach EURPLN raczej odbije powyżej 4,60 niż spadnie poniżej 4,50. Globalne odreagowanie po marcowej fali awersji do ryzyka wydaje się słabnąć i w krótkim terminie może zostać wznowiona fala spadkowa na giełdach. Ostatnio złoty stracił swoją przewagę realnych stóp procentowych w relacji do innych walut CEE i jest teraz najmniej atrakcyjny w regionie w tym ujęciu. Może to sprawić, że EURPLN będzie bardziej skłonny do wzrostu w przypadku kolejnej fali awersji do ryzyka i mniej chętny do spadku jeśli nastrój będzie spokojny.

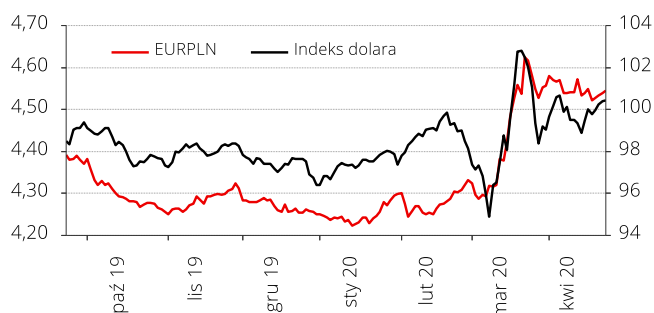
**Stopa procentowa** Rentowności obligacji uległy lekkiej korekcie i w nas w najbliższych dniach notowaniach mogą przebiegać według takiego schematu – trend spadkowy będzie przerywany krótkimi korektami. Od początku maja, spada rezerwa obowiązkowa dla banków, co uwolni ok. 40 mld zł, a w ocenie rynku podaź obligacji na oficjalnych aukcjach pozostanie niska. Wygląda na to, że resort finansów, bank BGK oraz NBP zacieśniły współpracę w celu sfinansowania rosnących potrzeb pożyczkowych poprzez emisje prywatne (private placement), pomijając rynek międzybankowy. Nierównowaga popytu i podaży może się więc w najbliższym czasie powiększyć, pomagając rentownościom pozostać na niskich poziomach. Tymczasem trend spadkowy IRS może zwolnić prowadząc do wzrostu spreadu asset swap.

### EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



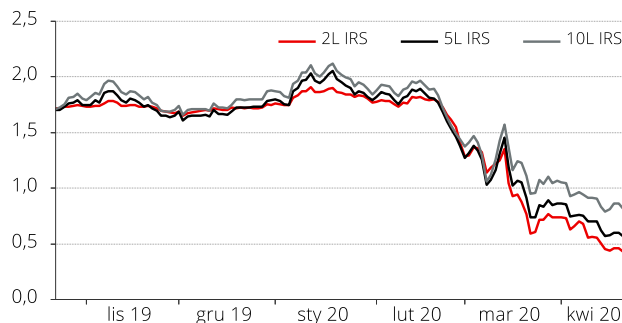
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### EURPLN i indeks dolara



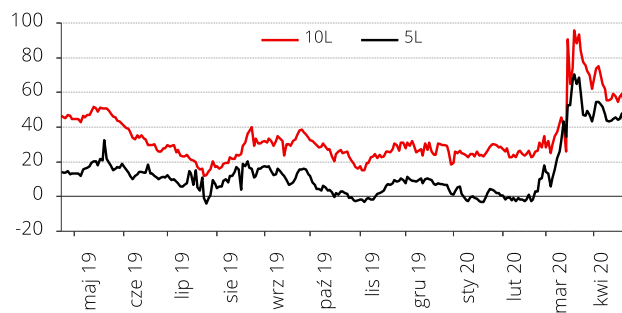
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 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	
<b>PONIEDZIAŁEK (27 kwietnia)</b>						
15:00	RU	Sprzedaż detaliczna	III	% r/r	2,6	- 4,7
<b>WTOREK (28 kwietnia)</b>						
16:00	US	Indeks nastroju konsumentów	IV	pkt	87,8	- 120,0
<b>ŚRODA (29 kwietnia)</b>						
14:30	US	Pierwszy szacunek PKB	I kw.	% kw./kw.	-3,7	- 2,1
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	III	% m/m	-12,5	- 2,4
20:00	US	Decyzja Fed		%	0,0	- 0,0
<b>CZWARTEK (30 kwietnia)</b>						
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna	III	% m/m	-8,4	- 1,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	- 0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	3250	- 4427
<b>PIĄTEK (1 maja)</b>						
	<b>PL</b>	<b>Dzień wolny</b>				
16:00	US	ISM – przemysł	IV	pkt	36,7	- 49,1
<b>PONIEDZIAŁEK (4 maja)</b>						
3:45	CN	PMI – przemysł	IV	pkt	-	- 50,1
<b>9:00</b>	<b>PL</b>	<b>PMI – przemysł</b>	<b>IV</b>	<b>pkt</b>	<b>-</b>	<b>35,3 42,4</b>
9:55	DE	PMI – przemysł	IV	pkt	45,5	- 34,4
10:00	EZ	PMI – przemysł	IV	pkt	44,7	- 33,6
<b>ŚRODA (6 maja)</b>						
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	III	% m/m	-	- -1,4
9:55	DE	PMI – usługi	IV	pkt	34,3	- 15,9
10:00	EZ	PMI – usługi	IV	pkt	28,4	- 11,7
14:15	US	Raport ADP	IV	tys.	-150	- -27
<b>CZWARTEK (7 maja)</b>						
4:00	CN	Eksport	IV	% r/r	-	- -6,6
15:00	RU	CPI	IV	% r/r	2,7	- 2,5
<b>PIĄTEK (8 maja)</b>						
14:30	US	Zatrudnienie poza rolnictwem	IV	tys.	-190	- -701
14:30	US	Stopa bezrobocia	IV	%	3,8	- 4,4

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