

Tygodnik ekonomiczny

Resztki wzrostu

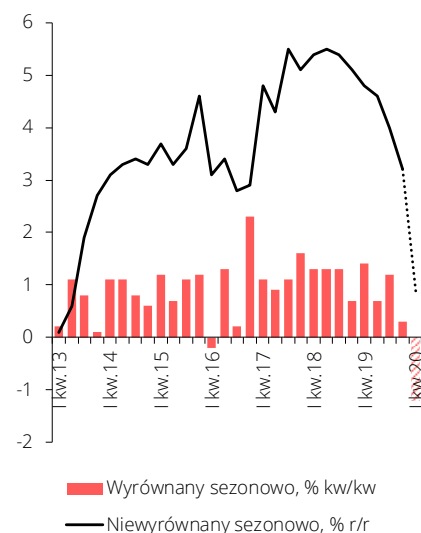
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W nadchodzącym tygodniu pojawi się sporo danych inflacyjnych – m.in. w USA (pn), krajach europejskich (pn-pt), w tym również w Polsce (pt). Ale inflacja nie jest teraz kluczowym zmartwieniem banków centralnych ani rządów, tylko to jak podtrzymać firmy i gospodarki przy życiu. Szczególnie, że pomiar inflacji w czasach lockdownu rodzi problemy i jest mniej dokładny/wiarygodny. Dlatego istotniejsze będą informacje nt. aktywności gospodarczej. Z ważniejszych publikacji za granicą warto wymienić wstępne dane o PKB za I kw. w europejskich gospodarkach (pt), marcowe dane o handlu zagranicznym w różnych krajach (pn-pt), kwietniową produkcję i sprzedaż w USA (pt). Złe (i bardzo złe) wiadomości dot. I połowy roku wydają się już w dużym stopniu wycenione przez rynki i dopiero pogorszenie perspektyw dot. wychodzenia z kryzysu może moim zdaniem przynieść powrót złych nastrojów globalnie.
- Na krajowym podwórku trzy publikacje: bilans płatniczy za marzec (czw) oraz CPI za kwiecień i PKB za I kw. (pt). **Bilans płatniczy** pokaże naszym zdaniem początek hamowania w eksporcie i imporcie, silniejszy w tym drugim przypadku, co przełoży się na dalszą poprawę nadwyżki w handlu towarami (przy czym nasza prognoza salda obrotów bieżących jest poniżej konsensusu). **Inflacja CPI** spadła w kwietniu wg wstępnego odczytu do 3,4% r/r, głównie dzięki niższym cenom paliw. Jeśli w piątek nie będzie rewizji tych danych, oznaczałoby to stabilizację inflacji bazowej na wysokim poziomie 3,6% r/r, co może być częściowo efektem problemów z pomiarem cen kiedy części gospodarki są wyłączone (i np. przyjmowania zmiany m/m zgodnej z odczytem z ub.r.). Jednak wciąż spodziewamy się szybkiego spadku inflacji w dalszej części roku, szczególnie po odmrożeniu handlu i sektorów usługowych, które zaczną walczyć cenami z osłabieniem popytu. **Wzrost PKB** w I kw. wyniósł wg nas 0,9% r/r, co oznaczałoby spadek o ponad 1% kw/kw po korekcie sezonowej. Konsensus rynkowy jest nieco wyższy. Na razie nie znamy struktury PKB (te informacje dopiero 29/05), ale można podejrzewać, że w pierwszej kolejności ucierpiała konsumpcja prywatna i usługi. Wszyscy już chyba zdają sobie sprawę, że spadek PKB w II kw. będzie nieporównanie głębszy.
- Po wyborach prezydenckich 10 maja, które w praktyce się nie odbędą, wyjaśnienie co dalej w tym temacie zajmie pewnie kilka tygodni, a w międzyczasie zagadnienia polityczne mogą zejść na (jeszcze) dalszy plan. Wg przedstawicieli rządu nowe wybory prezydenckie mogą zostać zorganizowane w ciągu 60 dni.

Wnioski rynkowe

- W ostatnich 2 tygodniach złoty zachowywał się gorzej niż większość walut EM i uważamy, że z przedziału 4,50-4,60 EUR/PLN raczej wyłamię się górą niż dołem w najbliższym czasie.
- Na rynku obligacji różnicowana dynamika na przeciwległych końcach krzywej – o ile krótki koniec pozostaje nisko i może jeszcze spaść pod wpływem zwiększającego się zalewu nadpłynności (w miarę jak PFR i BGK będą „wtłaczać” do systemu coraz więcej środków dla firm) to rentowności 10L stopniowo podchodzą w górę i naszym zdaniem mogą jeszcze nieco wzrosnąć, zbliżając się do 1,6% przy dalszym spadku popytu inwestorów zagranicznych. Ograniczeniem dla wzrostów rentowności jest skup obligacji przez NBP, dlatego znaczącej wyprzedaży nie zakładamy.

Wzrost PKB Polski



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

Ostatnie dwa tygodnie w gospodarce

W mijającym tygodniu Komisja Europejska wypuściła wiosenne prognozy ekonomiczne ze wskazaniem, że w 2020 r. dojdzie do najgłębszej recesji w historii UE i poważnego napuchnięcia deficytów fiskalnych. Aktualizacja Programu Konwergencji dla Polski pokazała trochę łagodniejszy scenariusz. Polski PMI spadł w kwietniu niżej niż oczekiwano a w bezrobociu wystąpił rekordowy wzrost m/m. Paru członków RPP wspomnieli o możliwych podwyżkach stóp gdy sytuacja gospodarcza będzie pod kontrolą.

Komisja Europejska przyjęła, że gospodarka europejska wyjdzie ze stanu hibernacji w II poł. br. i zakłada, że w 2021 nie uda się powrócić do punktu sprzed pandemii ani pod względem PKB ani zatrudnienia. Średni wzrost PKB w UE w 2020 r. ma wynieść -7,4% (w przyszłym +6,3%), przy czym Polska będzie „liderem wzrostu” (-4,3%). KE zakłada wzrost stopy bezrobocia w UE o średnio 2,3pp do 9,0%, założony przyrost o 4,2pp w Polsce (do 7,5%) ma być drugim najwyższym po Hiszpanii. W 2020 r. ma dojść do olbrzymiego rozrostu deficytów fiskalnych, średnio w UE z 0,6% PKB do 8,3% a prognozowany dla Polski deficyt 9,5% (uwzględniający częściowo bezzwrotne pożyczki z PFR) ma być czwartym największym w Unii po Włochach, Hiszpanii i Francji. Prognozy Komisji są zbliżone do naszych prognoz zaprezentowanych w ostatnim [MAKROskopie](#), który opublikowaliśmy w tym tygodniu.

Rządowa **Aktualizacja Programu Konwergencji** zakłada spadek PKB o 3,4% w tym roku, wzrost deficytu do 8,4% PKB a długu liczonego w metodologii unijnej do 55,2% PKB. Konsumpcja prywatna ma się obniżyć o 3%, a inwestycje ogółem o 11,4%. Przyjęto, że inwestycje publiczne mają wciąż wynosić 4,3% PKB, tj. spadną w br. o 0,3%, tak jak nominalny PKB.

Indeks **PMI** dla polskiego przemysłu spadł w kwietniu z 42,4 pkt do 31,9 pkt, najniższego poziomu od kiedy dostępne są dane (czerwiec 1998). Miesięczny spadek był też rekordowy. Subindeksy produkcji, nowych zamówień czy zapasów pozycji zakupionych i czasu dostaw też osiągnęły swoje najniższe poziomy w historii, niewiele zabrakło też indeksowi zatrudnienia. Spadek PMI był spowodowany działaniami wprowadzonymi w celu walki z koronawirusem i mamy nadzieję, że silne spadki szybko się skończą wraz ze stopniowym znoszeniem ograniczeń. Negatywny wpływ epidemii będzie się jednak prawdopodobnie utrzymywał przez co najmniej kilka kwartałów.

Minister Pracy Marlena Maląg powiedziała, że w kwietniu przybyło ok. 58 tys. **bezrobotnych**, co wg naszych wyliczeń oznacza wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do ok. 5,7-5,8%, czyli o 0,3-0,4pp. Zwykle w kwietniu stopa bezrobocia spada o 0,3-0,5pp, a liczba bezrobotnych o ok. 70-80 tys. (w 2018-2019 o ok. 50 tys. z uwagi na wyczerpywanie się zasobów wolnej siły roboczej).

Wg wstępnego odczytu, **inflacja CPI** spadła w kwietniu do 3,4% r/r z 4,6%, głównie za sprawą dużo tańszych paliw (-12,9% m/m). Inflacja bazowa pozostała wg naszych szacunków niemal bez zmian wobec 3,6% r/r z marca, być może przez problemy z pomiarem cen kiedy części gospodarki są wyłączone (GUS może uzupełniać brakujące dane poprzednimi wartościami, stosować normalny wzorzec sezonowy; weryfikacja tego wymaga pełnych danych a to był dopiero wstępny odczyt). W dalszej części roku spodziewamy się szybkiego spadku inflacji.

Budżet centralny Polski zakończył marzec z deficytem 9,4 mld zł wobec -3,3 mld zł po lutym. Przyrost deficytu w samym marcu był wyższy niż w okresie 2017-2019, ale bliski długoterminowej średniej (nieco powyżej 4 mld zł). Wpływy z VAT spadły o ok. 7% r/r, z PIT o ok. 10% r/r a z CIT aż o 22% r/r. Wydatki nie odbiegały natomiast zbytnio od wzorca sezonowego, choć to wg nas niedługo też się zmieni. Spodziewamy się dalszego spadku dochodów budżetowych w kolejnych miesiącach i wzrostu deficytu finansów publicznych (GG) nawet powyżej 10% PKB. Większa część tego deficytu zostanie jednak zapewne wypchnięta poza sektor centralny.

Jerzy Kropiwnicki z **RPP** powiedział, że w ciągu kilku miesięcy należałoby się spodziewać podwyżki stóp procentowych co najmniej do poziomów sprzed ostatnich cięć. Wg Kamila Zubelewicza RPP nie powinna była obniżyć stóp, a obecny poziom jest zbyt niski, co jest ryzykiem dla złotego. Jego zdaniem rośnie ryzyko, że w długim terminie inflacja będzie rosła i ważne jest, aby Rada szybko zareagowała, by temu zapobiec. Jego postawa spotkała się z szorstką krytyką Rafała Surę. Sądzymy, że jeśli gospodarka będzie od połowy br. wychodzić z szoku, to jeszcze w tym roku mogą pojawić się pierwsze (nieskuteczne) wnioski o podwyżkę stóp.

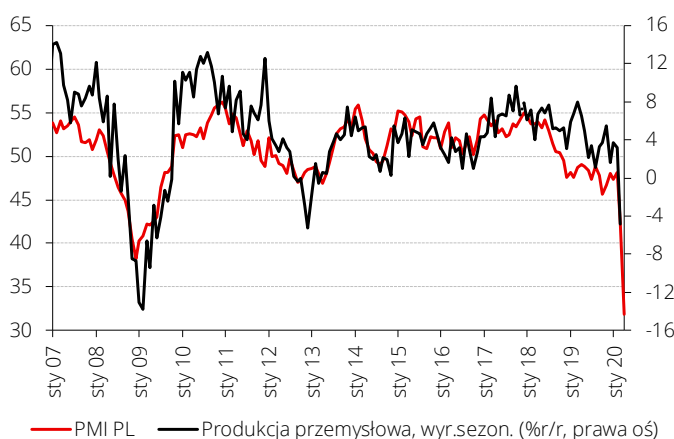
Prognozy fiskalne: Aktualizacja Programu Konwergencji i prognozy wiosenne Komisji Europejskiej (% PKB)

Saldo sektora GG	2020	2021	Dług sektora GG	2020	2021
MF	-8.4	-	MF	55.2*	-
KE	-9.5	-3.8	KE	58.5	58.3
Santander	-10.2	-2.7	Santander	59.6	57.7

* MF nie uwzględniło pożyczek PFR w wyliczeniach długu

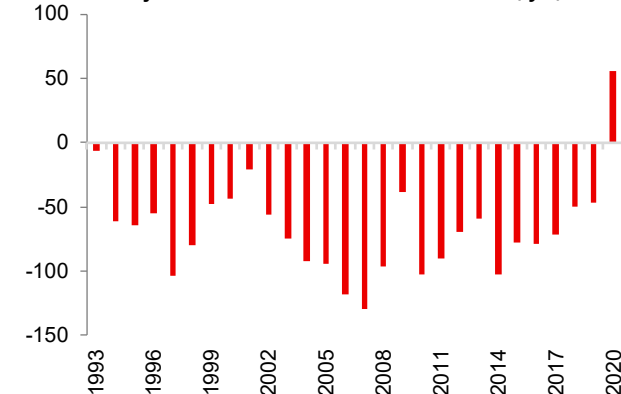
Źródło: GUS, Santander

PMI dla polskiego przemysłu i produkcja przemysłowa



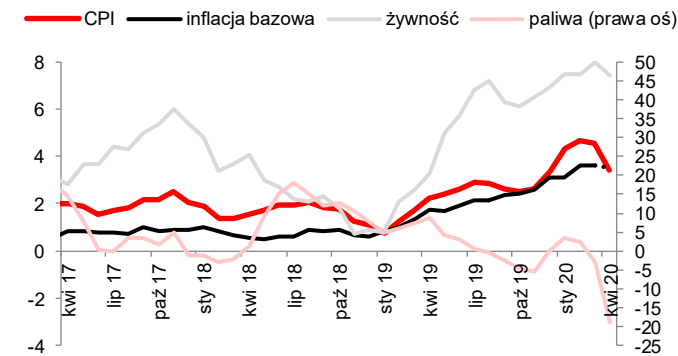
Źródło: GUS, Markit, Santander

Bezrobocie rejestrowane, zmiana m/m w kwietniu (tys.)



Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja i wybrane składniki, %/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatnie 2 tygodnie na rynkach

Rynek FX EURPLN w ostatnie 2 tygodnie wzrósł o 0,5%. Ruch ten odbył się pomimo kontynuacji we wzrostach cen ryzykownych aktywów gdzie np. europejskie indeksy akcyjne wzrosły ok 3% a indeks VIX obniżył się o 2pp. W ramach grupy walut rynków wschodzących tylko waluty krajów o słabych fundamentach (Turcja, Brazylia, Argentyna) radziły sobie gorzej od złotego. Pomimo słabego zachowania waluty, rynek opcji walutowych pozostaje spokojny a zmienności implikowane się obniżyły (np. 1M o 0,9pp do 6,8%). Crossy PLN zmieniły się o podobne 0,5% co EURPLN, gdyż waluty G4 pozostawały relatywnie stabilne. W regionie CEE, CNB obciął stopy o 75pb – więcej niż oczekiwano – do 0,25% a EURCZK nie uległ zmianie. Za to EURHUF oraz USDRUB obniżyły się, odpowiednio, o 2% i 1%.

Stopy procentowe Rentowność 10L obligacji wzrastała właściwie każdego dnia a w 2 tygodnie w sumie o 16pb do 1,53%. 10L IRS również – w sumie o 9pb do 0,93%. Rentowności Bunda spadły o 8pb do -0,55% a 10L spread PL-DE poszerzył się do 208pb. Także kontrakty FRA wzrastały, jednak tylko w mijającym tygodniu (obecnie 9x12 na poziomie 32pb), podczas gdy w ostatnich dniach kwietnia działania zagranicznych inwestorów przytrzymały go niżej przy 20pb. Pod koniec kwietnia wyemitowano obligacje BGK (7L, 13mld zł) oraz PFR (4L, PLN 16,3mld zł) z czego NBP na aukcji 29.04 skupił odpowiednio 8,8mld zł (68%) oraz 3,7mld zł (23%). Uważamy, że podobny mechanizm może być stosowany w najbliższej przyszłości: PFR wyemituje obligacje do banków, a później NBP skupuje nadwyżkę.

Kluczowe wydarzenia w nadchodzącym tygodniu to w USA kwietniowa inflacja (wtorek), sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa (piątek) oraz majowy odczyt indeksu nastrojów konsumentów University of Michigan. W strefie euro poznamy marcową produkcję przemysłową (środa) oraz wstępny PKB za I kw. (piątek). Pozostałe kraje również publikujące wstępny PKB za I kw. w piątek to Niemcy, Polska, Węgry oraz Czechy. W Polsce marcowy bilans płatniczy publikowany jest w środę a w piątek finalny odczyt kwietniowej inflacji oraz wspomniany PKB. Prognoza Santander jest poniżej oczekiwań rynkowych zarówno dla C/A jak i PKB.

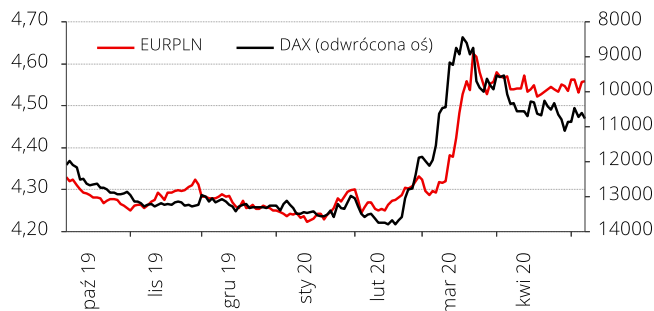
Wpływ na rynek

Po szeregu posiedzeń banków centralnych G4 i obiecany dalszym wsparciu gospodarek, nie jest zaskoczeniem, że aktywa ryzykowne radziły sobie dobrze, a niektóre indeksy giełdowe (jak NASDAQ) nawet są już na plusie licząc od początku roku. Jednak patrząc do przodu, byłibyśmy ostrożni w stosunku do aktywów ryzykownych gdyż zachowania niektórych rynków nas martwią: futures na stopę procentową Fed implikują ujemne stopy procentowe, interwencje walutowe SNB (Szwajcaria) przyspieszają, a 10L IT-DE spread rozszerza się po wyroku niemieckiego sądu konstytucyjnego.

Rynek FX Złoty od 2 tygodni zachowuje się gorzej od podobnych walut rynków wschodzących i to w otoczeniu pozytywnych nastrojów globalnie. Więc pomimo tego, że pozornie EURPLN wydaje się znajdować w range-u 4,50-4,60 wydaje nam się, że kurs może w najbliższej przyszłości wzrosnąć w kierunku 4,60 a nawet go przebić. Tanie opcje walutowe powodują, że jest to prawdopodobnie odpowiedni instrument do wyrażenia negatywnego view. W CEE najwyższą realną stopę mają obecnie Węgry ok +1,5% a najniższą Czechy -3,1% co powinno mieć wpływ na relatywne zachowania walut w regionie.

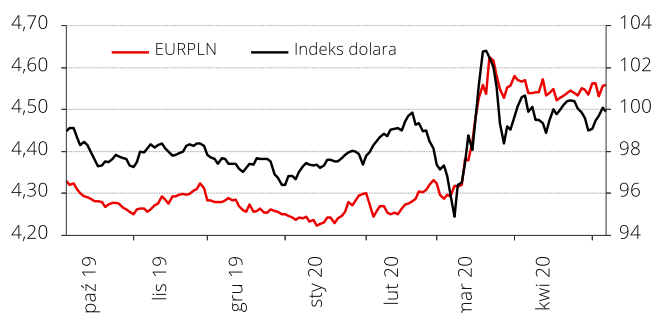
Stopa procentowa Dwie osobne dynamiki mogą kształtować polską krzywą dochodowości w najbliższym czasie. Rentowności obligacji na krótkim końcu mogą pozostać nisko lub nawet jeszcze się obniżyć z obecnych 0,52% gdyż sektor bankowy pozostaje nadpłynny a PFR zaczyna dystrybuować fundusze do spółek (na dotychczasowych 2 aukcjach sprzedał w sumie 34,8mld zł). 2Y IRS może jeszcze wzrosnąć i tym samym ASW zmieni znak. Na długim końcu krzywej możemy zobaczyć kontynuację sprzedaży obligacji przez zagranicznych inwestorów a rentowność 10L w przedziale 1,55-1,60%. Na 10L wpływać będzie dodatkowo piątkowy odczyt wstępnego PKB za I kw

EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



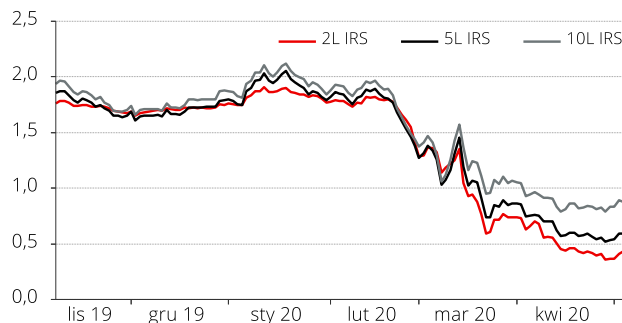
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

EURPLN i indeks dolara



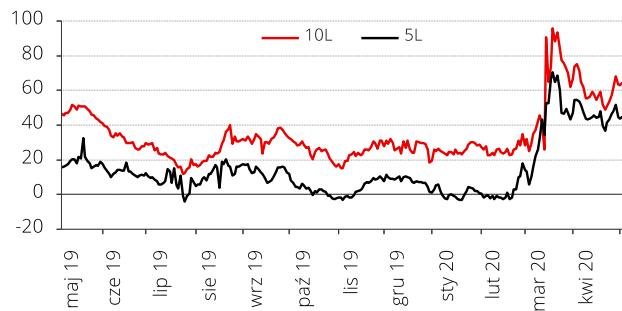
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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	
WTOREK (12 maja)						
14:30	US	Inflacja	IV	% r/r	0,4	1,5
14:30	US	Inflacja	IV	% m/m	-0,7	-0,4
ŚRODA (13 maja)						
09:00	CZ	Inflacja	IV	% r/r	3,1	3,4
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	III	% m/m	-12,0	-0,1
	PL	Aukcja zakupu obligacji NBP				
CZWARTEK (14 maja)						
08:00	DE	Inflacja HICP	IV	% r/r	0,8	0,8
08:00	DE	Inflacja HICP	IV	% m/m	0,4	0,4
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	III	mln €	580,0	432,3
14:00	PL	Bilans handlowy	III	mln €	642,0	642,0
14:00	PL	Eksport	III	mln €	18915,0	18915,0
14:00	PL	Import	III	mln €	18470,0	18273,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	9 maj	tys.	3000,0	3169,0
PIĄTEK (15 maja)						
08:00	DE	Wstępny PKB WDA	I kw.	% r/r	-2,0	0,4
09:00	CZ	Wstępny PKB SA	I kw.	% r/r	-2,0	2,0
09:00	HU	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	2,2	4,5
10:00	PL	Inflacja	IV	% r/r	-	3,4
10:00	PL	Wstępny PKB	I kw.	% r/r	1,7	0,9
11:00	EZ	Wstępny PKB SA	I kw.	% r/r	-3,3	-3,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	-11,0	-8,4
15:15	US	Produkcja przemysłowa SA	IV	% m/m	-11,4	-5,4
16:00	US	Wstępny Indeks Michigan	V	pkt	67,5	71,8

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 swaich 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