

Tygodnik ekonomiczny

Liczenie strat, wypatrywanie odbicia

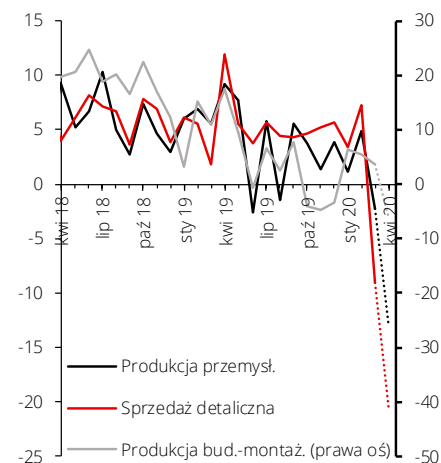
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W tym tygodniu najważniejsze wydają się wstępne PMI dla strefy euro. Kwietniowe indeksy wskazywały na mocne pogorszenie aktywności i rynek czeka choćby na spowolnienie spadków. Poza tym, poznamy dane z rynku nieruchomości USA i minutes z posiedzenia FOMC. Na wtorek zaplanowane jest wystąpienie szefa Fed Jerome'a Powella. Ostatnio podkopywał on wiarę w szybkie odbicie gospodarcze, czym mocno zepsuł nastroje rynkowe i w tym tygodniu prawdopodobnie nie zmieni retoryki.
- W Polsce sporo ważnych danych za kwiecień – produkcja przemysłowa, budowlana, sprzedaż detaliczna, dane z rynku pracy i inflacja bazowa oraz PPI. Ponieważ w maju niektóre działy gospodarki zaczęły się otwierać, to możliwe, że kwiecień wyznaczy dotek koniunktury. Oczekujemy dwucyfrowych spadków produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, podczas gdy budownictwo powinno pozostać względnie odporne. Ciekawe powinny być również dane z rynku pracy, w szczególności dotyczące zatrudnienia. Prognozujemy wyraźny spadek. Spodziewamy się też niższej dynamiki płac, ale tu możliwe są zaskoczenia – przykład USA pokazał, że mocne redukcje zatrudnienia mogą prowadzić do wzrostu średnich wynagrodzeń.
- Ważnym tematem pozostaną liczby dotyczące epidemii – najnowsze sugerują spadek liczby zachorowań w jednych regionach kraju, ale niestety na wzrost w innych. W efekcie Polska pod względem zachorowań zaczęła się wyróżniać negatywnie na tle regionu i głównych gospodarek UE.

Wnioski rynkowe

- EURPLN w końcu zbliżył się do naszego celu 4,60, o którym wspominaliśmy już od kilku tygodni. Utrzymujemy negatywne nastawienie jeśli chodzi o perspektywy złotego i oczekujemy jego osłabienia w krótkim terminie.
- Polskie obligacje zyskały znacząco, ale towarzyszyły temu raczej niewielkie obroty. Według nas, spread do Bundu zawęził się w ostatnich tygodniach zbyt mocno i stąd oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji w najbliższych dniach.

Produkcja i sprzedaż detaliczna, % 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

Wstępne dane o PKB w I kw. 2020 r. potwierdziły, że recesja rozpoczęła się od spadku o 0,5% kw/kw w ujęciu odsezonowanym. W ujęciu r/r wzrost PKB zwolnił do 1,9% r/r z 3,2% r/r w IV kw. 2019 r. Konsensus wynosił 1,7%, a nasza prognoza 0,9%. Odczyt za pierwsze trzy miesiące br. jest najsłabszym wynikiem od III kw. 2013 r. W II kw. br. Wzrost może według naszych szacunków wynieść -12% kw/kw i poniżej -10% r/r.

Ogólnie, dane potwierdziły, że już w I kw. – kiedy tylko dwa ostatnie tygodnie dotknięte były nałożonymi ograniczeniami społecznymi i w działalności firm – nastąpiło znaczące (aczkolwiek nie tak silne jak oczekiwaliśmy) spowolnienie. Sądzymy, że najmocniej ucierpiały konsumpcja prywatna i usługi. Pełne dane o PKB za I kw. br. wraz ze strukturą zostaną opublikowane 29 maja.

Kwietniowa inflacja została potwierdzona na 3,4% r/r. Rozbicie na poszczególne kategorie nie wskazało dominacji presji na spadek cen w gospodarce i trudno takie obszary wskazać, poza spadkami cen paliw, książek i ubezpieczeń. Ceny usług ogółem wzrosły o 1,4% m/m i ich wzrost w ujęciu rocznym pozostał bez zmian na 6,5% r/r. Sądzymy, że stabilizacja cen w wielu kategoriach to pochodna problemów z ich pomiarem. Prawdopodobnie problemy te wkrótce się zakończą wraz z luzowaniem ograniczeń związanych z Covid-19 i ponownym otwieraniem wielu działalności gospodarczych. Sądzymy, że GUS zdecydował użyć typowych wzorców sezonowych lub utrzymać roczne stopy wzrostu bez zmian w kategoriach, dla których trudno było uzyskać ceny. Skutkiem są nieintuicyjne odczyty typu +0,4% m/m w restauracjach i hotelach, +2,2% w turystyce zorganizowanej, +24,8% w usługach transportowych. Spodziewamy się spadku inflacji CPI w kolejnych miesiącach, do ok. 1,5% w grudniu. Szacujemy kwietniową inflację bazową na 3,4% wobec 3,6% r/r w marcu.

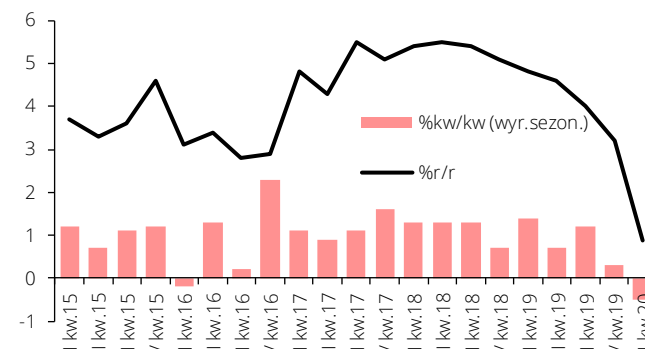
W marcu wynik **na rachunku obrotów bieżących** wykazał znaczącą poprawę do 2,4 mld € z 0,9 mld € w lutym, podczas gdy rynek oczekiwał 0,9 mld €. Zaskoczenie wynikało ze znacznej poprawy na rachunku dochodów pierwotnych. Poprawa salda dochodów pierwotnych wzięła się z olbrzymiego spadku rozchodów, które wyniosły zaledwie 125 mln € przy średniej miesięcznej z 2019 r. na poziomie 2920 mln €. Według NBP ta liczba była wynikiem założonego pogorszenia się zysków zagranicznych firm wobec wprowadzonych ograniczeń epidemicznych. Bank centralny zaznaczył w komentarzu, że jest to oszacowanie oparte na fragmentarycznych danych. Ta sytuacja może się naszym zdaniem powtarzać w kolejnych miesiącach.

Ekspert spadł o 7,5% r/r a import o 4,5%, a za niższymi obrotami stały przede wszystkim samochody i części do nich oraz niższy import ropy. Dane GUS o handlu zagranicznym opublikowane wcześniej w ciągu dnia sugerują, że w marcu doszło do silnego spadku eksportu do Włoch, Francji i Holandii (być może również Hiszpanii, skoro wypadła z listy 10 czołowych odbiorców). Spodziewamy się pogłębienia spadków w eksporcie i imporcie towarów w kolejnych miesiącach. W marcu doszło też do wyraźnego pogorszenia strumieni usług: eksport spadło 10,6% r/r a import o 14,7%.

W I kw. 2020 r. średnie **plące w gospodarce narodowej** urosły o 7,7% r/r, od drugiego kwartału 2008 r. Spodziewamy się jednak wyraźnego spowolnienia w związku z efektami epidemii.

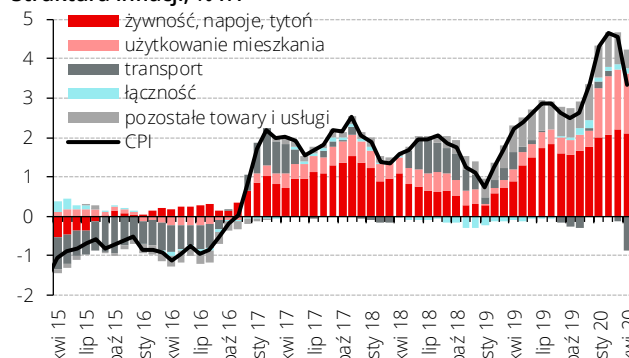
Obniżka stopy referencyjnej o 50 pb w marcu przeszła stosunkiem głosów 6:3. Przeciwko obniżce byli Ł. Hardt, K. Zubelewicz i J. Kropiwnicki. Inny członek grona jastrzębi, E. Gatnar był nieobecny. Co ciekawe, ci sami trzej członkowie głosowali za mocniejszym cięciem stopy rezerw obowiązkowych, do 0,25% (ostatecznie obniżono ją do 0,50% z 3,50%). Trzy tygodnie później stopa referencyjna została obniżona o kolejne 50 pb. Z ostatnich wypowiedzi członków RPP wynika, że poparcie dla dalszego luzowania polityki pieniężnej jest małe. Może się to zmienić jeśli tempo wychodzenia z recesji będzie wolniejsze niż się oczekuje, ale na razie zakładamy, że stopy NBP pozostaną bez zmian do końca roku.

Wzrost PKB w Polsce



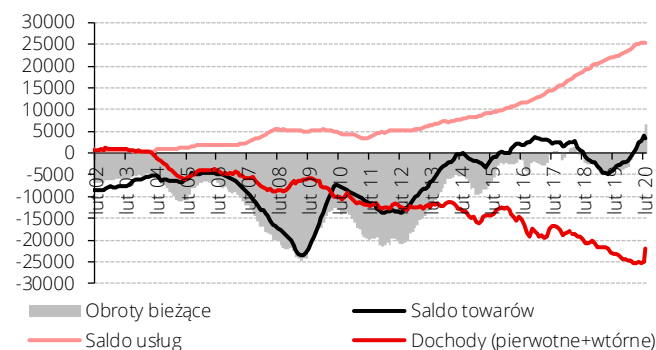
Źródło: GUS, Santander

Struktura inflacji, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Saldo obrotów bieżących, 12m suma, mln €



Źródło: NBP, Santander

Cytat tygodnia:

Łukasz Hardt, członek RR, 12 maja, PAP: Jako Rada musimy bacznie obserwować efekty podjętych już w marcu i kwietniu decyzji i nie podejmować w najbliższym czasie pochopnych działań. W reakcji na gospodarcze skutki pandemii polityka pieniężna NBP (...) musiała zostać złagodzona, ale podstawowa stopa procentowa nie powinna być obniżana aż o 100 punktów bazowych.

Eryk Łon, członek RPP, 13 maja, PAP: Niższe stopy procentowe powinny być utrzymywane tak długo, dopóki nie będziemy mieli pewności, że polska gospodarka wraca na ścieżkę szybkiego wzrostu gospodarczego. **11 maja, PAP:** Obecnie nie ma potrzeby dalszego obniżania stóp procentowych.

Rynek walutowy i stopy procentowe

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Zmienność na polskim rynku walutowym utrzymała się na niskim poziomie. EURPLN lekko wzrósł do 4,57 pod wpływem pogorszenia nastroju na świecie. Indeksy giełdowe spadły bowiem inwestorzy zdali sobie sprawę, że ożywienie gospodarcze mogło być wyceniane zbyt optymistycznie, a Jerome Powell powiedział, że odradzanie się wzrostu gospodarczego może być powolne, a ujemne stopy procentowe Fed na razie nie wchodzi w grę. Słabszy popyt na ryzykowne aktywa i niezbyt gołębnie sygnały z FOMC umocniły dolara i kurs USDPLN wzrósł powyżej 4,24 (nowe majowe maksimum). CHFPLN wzrósł do ok. 4,35 (najwyżej od początku kwietnia), podczas gdy GBPPLN spadł do 5,15 z 5,20.

Złoty radził sobie lepiej niż inne waluty CEE. EURHUF wzrósł o ok. 1,5% do 355, EURCZK o 1,3% do 27,6, a USDRUB o 1,1% do 74,3. Patrząc szerzej, kursy EURHUF i USDRUB pozostają blisko dolnych ograniczeń konsolidacji, w których poruszają się od połowy marca, podczas gdy EURCZK jest raczej bliżej górnej granicy swojego pasma wahań.

Stopy procentowe Zmiany zanotowane w mijającym tygodniu na polskim rynku stopy procentowej w dużej mierze były efektem niskiej płynności, która pozwoiliła rentownościom istotnie się obniżyć: o 5 pb na krótkim końcu i do 20 pb na długim końcu. IRS spadły mniej i w efekcie spread asset swap zawęził się: 10-letni do ok. 50 pb. Polski dług radził sobie lepiej niż obligacje Niemiec oraz USA, które przejściowo straciły po wypowiedziach członków FOMC wskazujących, że ujemne stopy procentowe Fed są raczej mało prawdopodobne. W efekcie, 10-letni spread rentowności Polska-Niemcy zawęził się do 180 pb, najniżej od końca kwietnia.

NBP skupił obligacje za ok. 9,4 mld zł, z czego jedynie 100 mln zł dotyczyło obligacji rządowych (DS1023), a reszta wyemitowanych w ostatnich tygodniach przez BGK i PFR obligacji, z których finansowane są programy wsparcia gospodarki. Była to już szósta aukcja odkupu, po której wartość polskiego programu QE przekroczyła 72 mld zł.

Kluczowymi wydarzeniami nadchodzącego tygodnia mogą być odczyty majowych indeksów nastroju ze strefy euro oraz Niemiec: ZEW i PMI. Inwestorzy będą szukać sygnałów, że tempo hamowania gospodarki przynajmniej traci na sile. Po zeszytygodniowych wypowiedziach szefa Fed, nie sądzimy, by publikacja minutes z ostatniego posiedzenia FOMC wpłynęła znacząco na rynek.

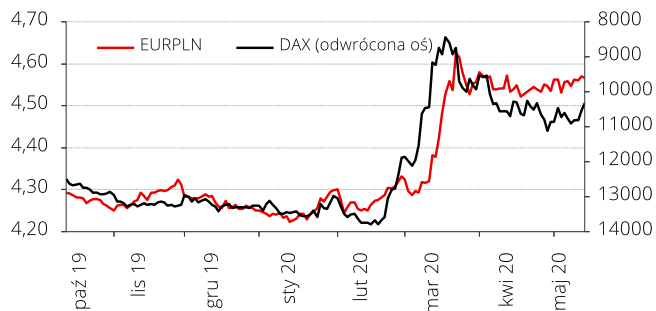
W Polsce poznamy pierwsze dane za II kw., które mogą pomóc ocenić gdzie wypadnie dołek recesji.

Wpływ na rynek

Rynek FX EURPLN w końcu zbliżył się do naszego celu 4,60, o którym wspominaliśmy już od kilku tygodni. Utrzymujemy negatywne nastawienie jeśli chodzi o perspektywę złotego i oczekujemy jego osłabienia w krótkim terminie. Nastrój na świecie może stać się jeszcze bardziej niestabilny i ostatnia przejściowa wyprzedaż na giełdach może sprawić, że inwestorzy będą bardziej ostrożni. Od początku maja, jedynie brazylijski real i argentyńskie peso straciły więcej niż złoty, korona i forint spośród walut z rynków wschodzących. Waluty azjatyckie i z Ameryki Łacińskiej (+rubel) z wyższymi stopami procentowymi radziły sobie lepiej niż waluty regionu CEE. Po ostatnich obniżkach stóp w Polsce i Czechach, większość walut naszego regionu mogła stać się mniej atrakcyjna.

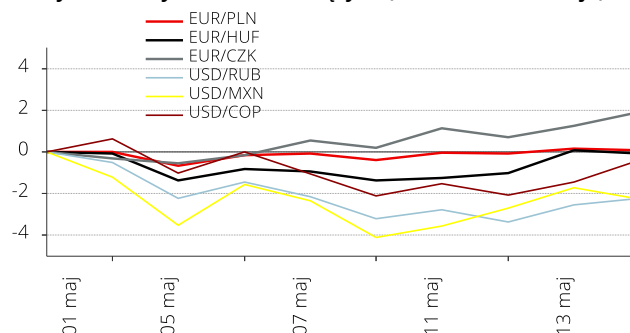
Stopa procentowa Polskie obligacje zyskały znacząco, ale towarzyszyły temu raczej niewielkie obroty. Jednocześnie, Bund umocnił się tylko nieznacznie bowiem potencjał do spadku rentowności w obliczu awersji do ryzyka ograniczały wypowiedzi z FOMC. W ostatnich dziewięciu tygodniach, 10-letni spread rentowności obligacji Polska-Niemcy spadł do ok. 180 pb z 260 pb, tj. o ok. 30%. Patrząc na historyczne zmiany, było to dość szybkie tempo, które w przeszłości zapowiadało realizację zysków z umocnienia polskich obligacji. Biorąc pod uwagę, że ostatniemu umocnieniu towarzyszyły niskie obroty, oczekujemy wzrostu rentowności polskich obligacji w najbliższych dniach.

EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



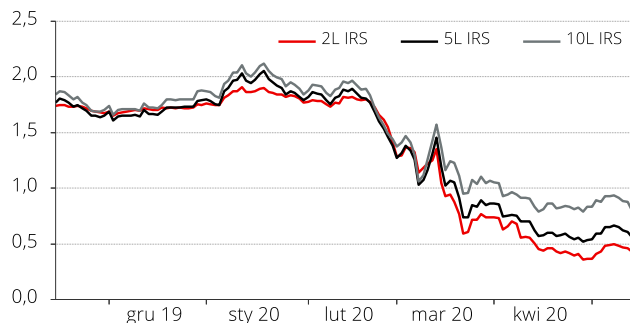
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kursy walut z rynków wschodzących (% zmiana od 1 maja)



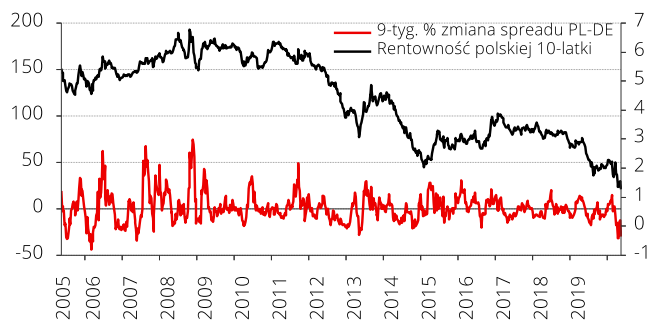
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowność polskiej 10-latk i 9-tyg. % zmiana spreadu do Bunda



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	SANTANDER		
PONIEDZIAŁEK (18 maja)							
14:00	PL	Inflacja bazowa	IV	% r/r	3,3	3,4**	3,6
WTOREK (19 maja)							
11:00	DE	Indeks ZEW	V	pkt	31,0	-	28,2
14:30	US	Pozwolenia na budowę domów	IV	tys.	1000	-	1350
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	IV	tys.	950	-	1216
ŚRODA (20 maja)							
10:00	PL	Płace w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	5,1	4,4	6,3
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	V	% r/r	-0,8	-0,6	0,3
11:00	EZ	CPI	IV	% r/r	0,4	-	0,7
20:00	US	Minutes FOMC					
CZWARTEK (21 maja)							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	-12,0	-12,9	-2,3
10:00	PL	PPI	IV	% r/r	-1,4	-1,2	-0,5
11:00	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Minutes RPP					
14:30	US	Indeks Philly Fed	V	pkt	-40,0	-	-56,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	-	-	2981
16:00	US	Sprzedaż domów	IV	mln	4,38	-	5,27
PIĄTEK (22 maja)							
9:30	DE	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	39,0	-	34,5
9:30	DE	Wstępny PMI – usługi	V	pkt	24,0	-	16,2
10:00	EZ	Wstępny PMI – przemysł	V	pkt	38,0	-	33,4
10:00	EZ	Wstępny PMI – usługi	V	pkt	23,8	-	12,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	IV	% r/r	-2,0	-6,1	3,7
10:00	PL	Realna sprzedaż detaliczna	IV	% r/r	-20,1	-20,5	-9,0

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

** oszacowanie po publikacji danych CPI

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