

# Tygodnik ekonomiczny

## Produkcja i sprzedaż osiągnęły dno

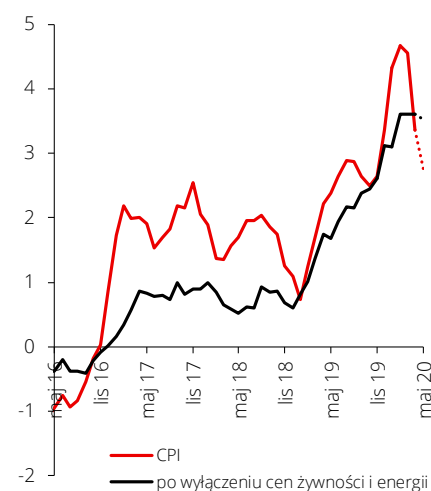
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Wydaje się, że maj był już miesiącem otrząsania się firm i konsumentów z szoku wywołanego pandemią i bolesnymi restrykcjami dla działalności gospodarczej i społecznej – to podpowiadają wstępne odczyty PMI. W tym tygodniu więcej wskaźników nastrojów (Ifo, ESI, Michigan, Conference Board) – mogą okazać się przydatne w podtrzymaniu pozytywnych nastrojów na rynku. Zagrożeniem dla nastrojów rynkowych jest za to odnowiony konflikt USA-Chiny, rykoszetem został już trafiony Hong Kong (Chiny zamierzają ograniczyć tam swobody w ramach polityki bezpieczeństwa narodowego). W tym tygodniu poznamy więcej szczegółów nt. PKB w I kw m.in. w Niemczech i USA.
- Szczegóły PKB w I kw. (który nas zaskoczył in plus) zostaną też zaprezentowane w Polsce, trudno chyba jednak będzie na podstawie tych informacji pokusić się o rewizję prognoz na dalsze kwartały w górę, skoro wiemy jak mocno spadła produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna w kwietniu. W piątek pojawi się wstępny odczyt inflacji za maj – dalszy spadek cen paliw i części żywności oraz zdejmowanie restrykcji (być może pozwalające ankietnikom GUSu na zebranie cen tam gdzie nie było to możliwe w kwietniu) powinny sprowadzić dynamikę CPI poniżej 3% r/r.
- W kalendarzu jest też posiedzenie RPP, przesunięte z początku maja, w formie jednodniowym. Nie wiemy czy odbędzie się konferencja prasowa, ani czy Rada zamierza się też spotkać, zgodnie z przyjętym harmonogramem, również tydzień później i po którym z tych spotkań pojawi się komunikat. Mamy więcej przekonania co do tego, że póki co RPP nie zamierza dalej obniżać stóp niż do tego kiedy dokładnie taką decyzję ogłosi.

### Wnioski rynkowe

- W zeszłym tygodniu wzrastające ceny akcji, surowców oraz słabnący dolar pomogły umocnić się walutom rynków wschodzących, w tym złotemu, który zyskał ok 1% do euro i ok 2% do dolara. Kurs EURPLN nie zareagował na b. słabe dane o produkcji przemysłowej, co może świadczyć o nadmiernym pozycjonowaniu przeciw złotemu. W krótkim terminie nie zakładamy wybicia EURPLN z horyzontalnego trendu 4,50-4,60 w którymkolwiek kierunku, jednak o ile sprzyjać będzie słabnący dolar oraz utrzymujące się na wysokim poziomie giełdy, kurs EURPLN może w najbliższym terminie testować 4,50.
- Rentowności obligacji oraz IRS wzrosły mocniej niż na rynkach bazowych, co mogło po części wynikać ze sporej podaży obligacji w tym tygodniu, w sumie 29,2 mld zł (Ministerstwo Finansów 5 mld zł, BGK 9 mld zł, PFR 15 mld zł). W nadchodzącym tygodniu oczekujemy dalszego wzrostu rentowności obligacji i to pomimo spodziewanej w czwartek aukcji skupowania papierów przez NBP. Spodziewamy się, że 10L POLGBs zakończy przyszły tydzień powyżej poziomu 1,50% a spread do Bunda poszerzy się do 200+pb.

Inflacja CPI w Polsce, % 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](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

Z jednej strony dane o PKB za I kw. zaskoczyły w górę, z drugiej – produkcja przemysłowa okazała się w kwietniu dramatycznie gorsza niż myśleliśmy rodząc ryzyko niższego wzrostu w II kw. niż nasza obecna prognoza (-11,7% r/r), dlatego trzymamy się założenia, że wynik PKB za cały rok będzie bliski -4%.

**Produkcja przemysłowa** zawałowała się o 24,6% r/r w kwietniu, wyraźnie więcej się obawiano (my: -12,9% r/r, rynek: -12,4% r/r). Jest to najmocniejszy spadek zarejestrowany po 1990 r. i cofnął on produkcję do poziomu sprzed 7 lat. W kwietniu przemysł odczuł pełne skutki zamrożenia gospodarki ze względu na Covid-19, nieobecności pracowników i spadku popytu. Mamy nadzieję, że kwiecień wyznaczył tegoroczne dno w przemyśle i kolejne miesiące przyniosą stopniową poprawę. Więcej w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

**Zatrudnienie** w sektorze firm spadło w kwietniu o 2,1% r/r i 2,4% m/m, **wzrost płac** spowolnił do 1,9% r/r z 6,3% r/r w marcu – obie miary były wyraźnie poniżej oczekiwań (odpowiednio -0,6% r/r i +4,4% r/r). Dynamika zmian jest bez precedensu w historii ekonomicznej Polski ostatnich 30 lat. Epidemia miała zdecydowanie szybsze przełożenie na polski rynek pracy niż się spodziewaliśmy. Jako że w maju część ograniczeń została zniesiona, oczekujemy złagodzenia negatywnych tendencji. W tym samym miesiącu optymizm konsumentów uległ pewnej poprawie. Więcej w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

Kwietniowa **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych obniżyła się o 22,9% r/r, mniej więcej zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Dobra trwałe ucierpiały mocniej niż nietrwałe. Spodziewamy się poprawy sprzedaży w maju (mniejszego spadku w ujęciu r/r). Ubytek realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie miał ujemne przełożenie na konsumpcję w nadchodzących miesiącach. Więcej w [Komentarzu Ekonomicznym](#).

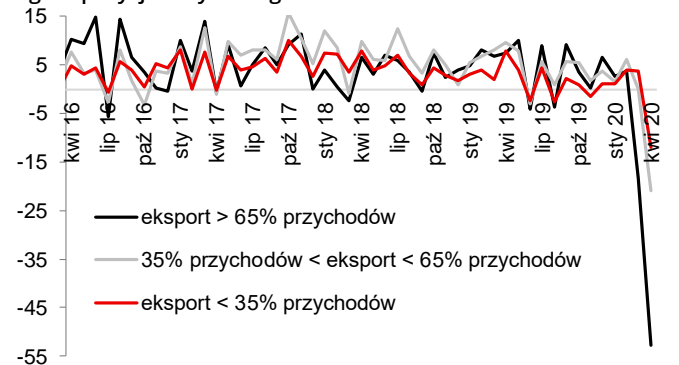
**Produkcja budowlana** zaskoczyła w górę i pokazała zaledwie minimalny spadek o 0,9% r/r wobec +3,7% r/r miesiąc wcześniej. Dobre tempo to głównie zasługa inżynierii lądowej, ponieważ mieszkaniołka wyraźnie przystopowała aktywność w kwietniu.

**Rząd** zamierza wprowadzić 3-mies. wakacje kredytowe dla tych, którzy stracili pracę w czasie lockdownu, 300 mln zł w tym roku i 270 mln zł w przyszłym na dopłaty do odsetek od kredytów firm przez maks. 12 m-cy. Zasiłki dla bezrobotnych mają wzrosnąć o 40% do 1200 zł, dojdzie specjalne świadczenie za utratę pracy, 1300 zł wypłacane do 3 m-cy.

Ministerstwo Finansów chce poszerzyć katalog zdarzeń wyłączających stosowanie SRW (**stabilizującej reguły wydatkowej**) o stan epidemii. Oznacza to, że obowiązywanie limitów wydatkowych wyznaczonych przez regułę będzie mogło być tymczasowo zawieszona a mechanizm powrotu do pierwotnej reguły wydatkowej, w ciągu 2-4 lat, będzie zależał od stanu finansów publicznych i wzrostu gospodarczego.

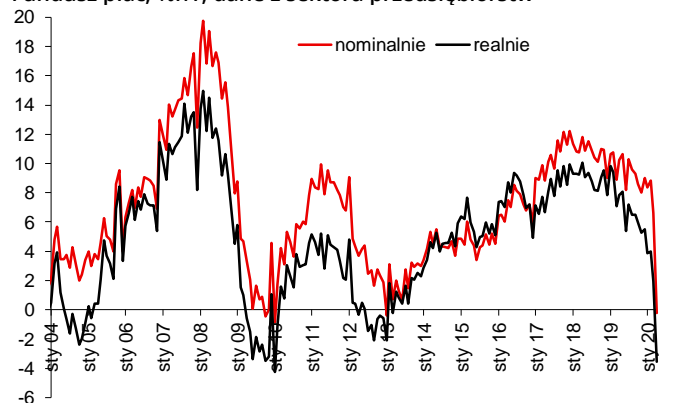
Jerzy Kropiwnicki z **RPP** uważa, że przyszedł czas na powolny powrót do poziomu stóp sprzed pandemii, w ruchach co 2-3 miesiące w br. lub później, choć nie w maju. Wg niego w Radzie jest niewielu zwolenników ujemnych stóp nominalnych a sam jest ich zdecydowanym przeciwnikiem. Grażyna Ancyparowicz z RPP nie wyklucza dalszych obniżek stóp procentowych, choć raczej w II poł. roku. Eryk Łon uważa, że stopy powinny pozostać na obecnym obniżonym poziomie przez co najmniej rok. Wg nas większość RPP będzie jednak za utrzymaniem stóp bez zmian w tym roku, a w wypadku nieoczekiwanej słabości gospodarki i nawrotów koronawirusa może jeszcze dojść do obniżek.

Produkcja w przemyśle przetwórczym, %r/r, działy pogrupowane wg ekspozycji na rynki zagraniczne



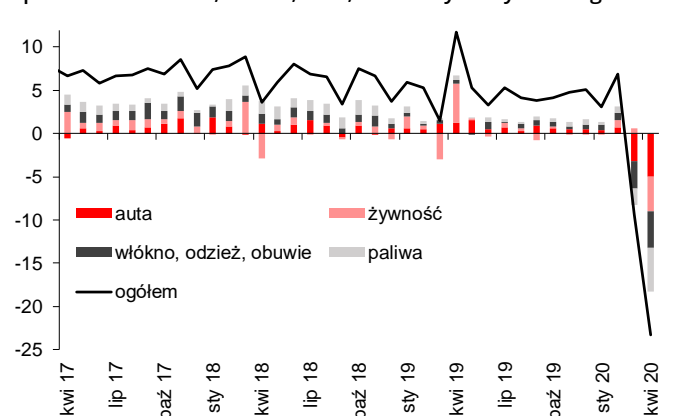
Źródło: GUS, Santander

Fundusz płac, %r/r, dane z sektora przedsiębiorstw



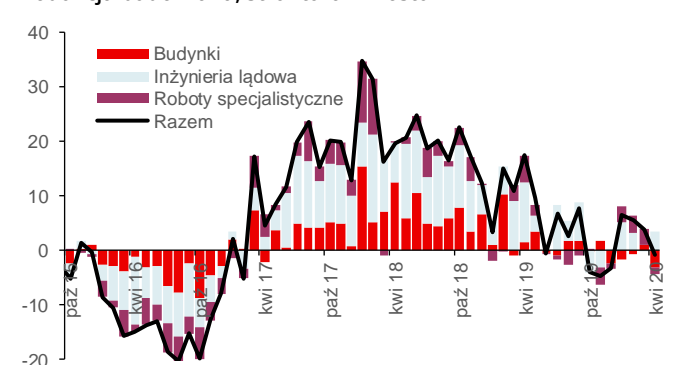
Źródło: GUS, Santander

Sprzedaż detaliczna, realna, %r/r, wkład wybranych kategorii



Źródło: NBP, Santander

Produkcja budowlana, struktura wzrostu r/r



Źródło: GUS, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** W ostatnim tygodniu osłabił się dolar (indeks dolara spadł o 0,8% do 99,6) a surowce, w szczególności energetyczne, kontynuowały wzrosty np. WTI kolejne prawie 9%. Także aktywa ryzykowne wzrastały (SP500 +2,4%). W rezultacie waluty rynków wschodzących pierwszy raz od dłuższego czasu zyskiwały. Złoty zyskał ok 1% do euro (4,523), ok 2% do dolara (4,144) oraz podobnie względem franka (4,268). Zmienności implikowane opcji walutowych obniżyły się a płaszczyzna ponownie stała się normalna. Waluty w regionie zachowywały się podobnie a kursy EURHUF oraz EURCZK obniżyły się równo o 1,7% (odpowiednio do 348,8 oraz 27,2) a kurs USDRUB do 71,9, czyli aż o 2,2%.

**Stopy procentowe** na przestrzeni tygodnia wzrastały i to bardziej niż te na rynkach bazowych – tam krzywa amerykańska wzrosła ok 1bp, a niemiecka 3pb – u nas w kraju krzywa obligacyjna wzrosła o 5pb na krótkim końcu np. 2Y do 0,55% do 7pb na długim końcu np. 10Y 1,40%. Jeszcze większe wzrosty odnotowano na krzywej swapowej: 2Y zamknął tydzień po 0,52% (2L ASW prawie powrócił do zera) a 10Y po 0,95%. Wzrosty rentowności wyższe niż na rynkach bazowych mogły po części wynikać w części ze sporej podaży obligacji w tym tygodniu – Ministerstwo Finansów sprzedało obligacji za 5 mld zł, BGK wyemitował 7-letnie obligacje za 9 mld zł, a PFR 5-letnie za ponad 15 mld zł. Tygodniowa podaż papierów miała w sumie wielkość 29,2 mld zł. Na rynku FRA wzrosty odzwierciedlały zmniejszenie obaw inwestorów odnośnie kolejnego cięcia stóp.

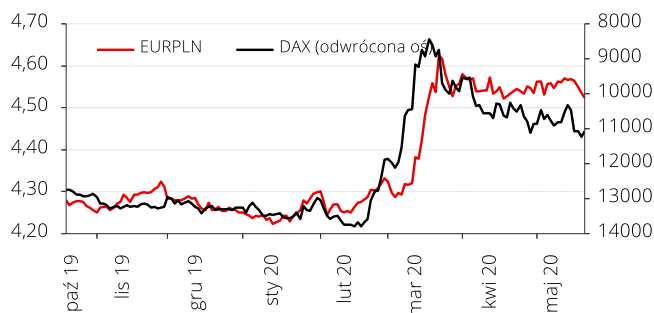
**W nadchodzącym tygodniu** w Polsce we wtorek poznamy dane o bezrobociu, a w czwartek odbędzie się posiedzenie RPP. W Niemczech w poniedziałek majowy odczyt indeksu IFO a w środę sprzedaż detaliczna. W strefie euro w środę wstępny odczyt inflacji za maj. W USA w czwartek dane o PKB za I kw. oraz zamówienia na dobra trwałe a w piątek indeks Michigan. Ponadto we wtorek decyzję o stopach procentowych podejmuje węgierski bank centralny (0,9%, oczekiwany jest brak zmian).

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** EURPLN obniżył się w ślad za innymi walutami rynków wschodzących, w kontekście drożejących akcji na giełdach oraz surowców. Kurs nie zareagował na bardzo słabe dane o produkcji przemysłowej, co może świadczyć o nadmiernym pozycjonowaniu przeciw złotemu. Przy schodzeniu w dół jedyny poziom techniczny, który EURPLN przebił do tej pory to relatywnie mało istotna 50-dniowa średnia ruchoma (4,54), a do poziomu 4,50 – pierwszego istotnego poziomu – jeszcze nie dotarliśmy. Wydaje się, że EURPLN pozostaje w nowym horyzontalnym zakresie na poziomie 4,50-4,60. Nie zakładamy w krótkim terminie wybicia z niego w którymkolwiek kierunku, jednak w najbliższym tygodniu o ile pozwalają będą na to słabnący dolar oraz utrzymujące się na wysokich poziomach giełdy, kurs EURPLN może testować 4,50. Nie spodziewamy się jednak, aby poziom ten został na dobre przebity.

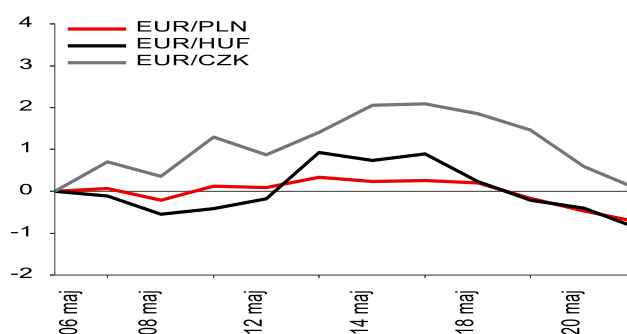
**Stopa procentowa** Polskie obligacje traciły w mijającym tygodniu, podczas gdy rentowności na rynkach bazowych wzrastały jednak tylko nieznacznie. W Polsce podchodziły też stawki FRA sygnalizując, że oczekiwania na dalsze cięcia stóp uległy złagodzeniu. W nadchodzącym tygodniu oczekujemy dalszego wzrostu rentowności obligacji na skutek dość sporej podaży papierów w mijającym tygodniu – ok 29,2 mld zł – i pomimo spodziewanej w czwartek aukcji skupowania papierów przez NBP. Po ostatnich emisjach BGK oraz PFR, NBP skupił odpowiednio ok. 50% i ponad 20% ich emisji. Spodziewamy się, że 10L obligacja rządowa zakończy przyszły tydzień na lub powyżej poziomu 1,50% a spread do Bunda poszerzy się do 200+pb. IRS używane do zabezpieczania pozycji w obligacjach mogą dalej podchodzić, pomagając nieznacznie zawęzić asset swapy.

### EURPLN i niemiecki indeks giełdowy DAX



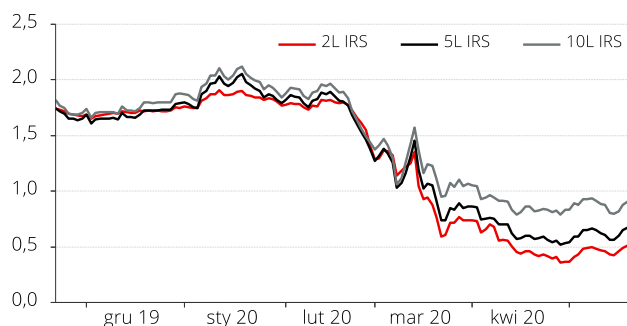
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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



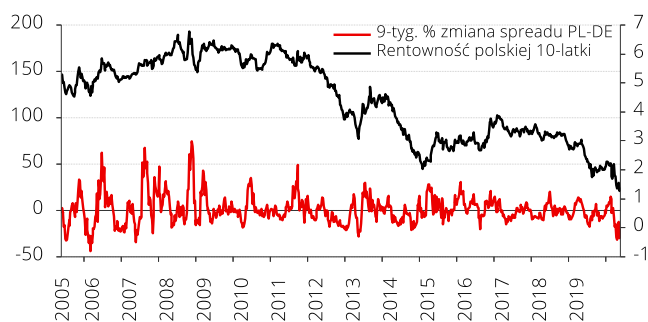
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Rentowność polskiej 10-latki 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	
<b>PONIEDZIAŁEK (25 maja)</b>						
08:00	DE	PKB WDA	I kw.	% r/r	-2,3	-2,3
10:00	DE	Ifo	V	pkt	78,3	74,3
<b>14:00</b>	<b>PL</b>	<b>Podaż pieniądza M3</b>	<b>IV</b>	<b>% r/r</b>	<b>12,3</b>	<b>12,4</b>
<b>WTOREK (26 maja)</b>						
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Stopa bezrobocia</b>	<b>IV</b>	<b>%</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>
14:00	HU	Decyzja banku centralnego	26/05/2020	%	0,9	0,9
16:00	US	Conference Board Konsumenci	V	pkt	87,0	86,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	IV	% m/m	-21,9	-15,4
<b>ŚRODA (27 maja)</b>						
	DE	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	-10,0	-4,0
<b>CZWARTEK (28 maja)</b>						
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
11:00	EZ	ESI	V	pkt	72,5	67,0
14:00	DE	Inflacja HICP	V	% m/m	0,2	0,4
14:30	US	Zamówienia dóbr trwałych	IV	% m/m	-18,0	-15,3
14:30	US	PKB	I kw.	% k/k	-4,8	-4,8
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	23/05/2020	tys.	2400	2438
16:00	US	Niezakończona sprzedaż domów	IV	% m/m	-15,0	-20,8
<b>PIĄTEK (29 maja)</b>						
09:00	HU	PKB	I kw.	% r/r	-	2,2
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja wstępna</b>	<b>V</b>	<b>% r/r</b>	<b>-</b>	<b>2,8</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>PKB</b>	<b>I kw.</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	V	% r/r	0,4	0,4
14:30	US	Wydatki osobiste	IV	% m/m	-12,6	-7,5
14:30	US	Dochody osobiste	IV	% m/m	-7,0	-2,0
14:30	US	Indeks cen PCE SA	IV	% m/m	-0,7	-0,3
16:00	US	Indeks Michigan	V	pkt	73,7	73,7

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 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*