

# Tygodnik ekonomiczny

## Czekamy na odbicie

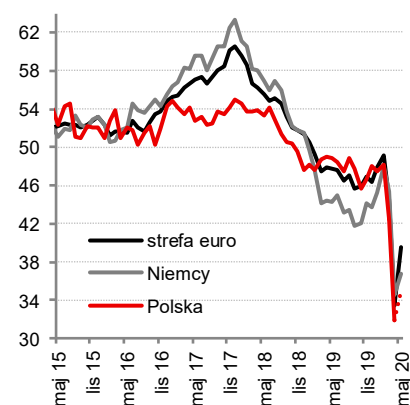
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Za nami seria publikacji danych, które podpowiedziały co działo się z gospodarką tuż przed i tuż po pojawieniu się koronawirusa. O ile tuż przed koniunktura wyglądała jeszcze nie tak źle – wzrost PKB w I kw. wyhamował „zaledwie” do 2,0% r/r (choć konsumpcja i inwestycje już mocno ucierpiały) – to skala załamania aktywności ekonomicznej w kwietniu, pierwszym pełnym miesiącu restrykcji, przekroczyła oczekiwania i generuje ryzyko, że cały II kwartał okaże się gorszy od prognoz. Szukając pozytywów, warto zauważyć, że kwiecień najprawdopodobniej wyznaczył dół obecnego cyklu i wraz ze stopniowym odmrażaniem kolejnych obszarów gospodarki dane za maj i następne miesiące powinny wyglądać już nieco lepiej (choć nadal źle)... przynajmniej dopóki nie widzimy nawrotu pandemii i związanych z nią restrykcji.
- Pierwszy tydzień czerwca w kraju będzie raczej skąpy pod względem publikacji i wydarzeń ekonomicznych. Kolejne posiedzenie RPP zostało przełożone na 16 czerwca i też będzie jednodniowe. Z krajowych danych pojawi się wyłącznie **majowy PMI** dla przemysłu. Zakładamy lekką poprawę wskaźnika (do 35 pkt), co sugerują m.in. wstępne odczyty z innych krajów europejskich, czy indeks koniunktury GUS. Nadal pozostaniemy jednak w strefie mocnej recesji w przemyśle. Kwietniowe dane o produkcji ujawniły, że największe spadki dotyczyły działów o dużym udziale eksportu, co wskazuje, że znaczna poprawa sytuacji nie będzie możliwa bez ożywienia za granicą i w handlu międzynarodowym.
- Za granicą trochę więcej danych: obok indeksów PMI dla przemysłu i usług, dane o zamówieniach w USA i strefie euro oraz o amerykańskim rynku pracy.
- **Posiedzenie EBC** w czwartek może przynieść decyzję o rozszerzeniu/wydłużeniu programu skupu aktywów. Być może wesprze to i tak już spory optymizm inwestorów odnośnie wychodzenia z recesji. Bank pokaże też zaktualizowane prognozy ekonomiczne i zapewne nie odwoła konferencji prasowej z powodu koronawirusa.
- W tle wydarzeń ekonomicznych, w polskim parlamencie nadal będą się rozgrywać polityczne przepychanki dot. terminu wyborów prezydenckich. Rząd stara się doprowadzić do nich 28 czerwca.

### Wnioski rynkowe

- Kombinacja kilku czynników (dalsze wzrosty na światowych giełdach, antycypacja odmrażania gospodarek, propozycja nowego funduszu ratunkowego UE, realizacja stop-lossów) pchnęły EURPLN w dół do 4,40 w połowie tygodnia. Tempo spadku i poziom od którego kurs się odbił po niespodziewanej obniżce stóp NBP sugerują naszym zdaniem, że to może być początek korekty. W efekcie w najbliższym czasie spodziewamy się, że polska waluta będzie się w najbliższym czasie zachowywać gorzej niż inne w regionie.
- Rentowności obligacji obniżyły się znacznie po decyzji RPP. W nowej rzeczywistości krótki koniec krzywej może być pod presją ogromnej nadwyżki płynności w sektorze bankowym i zbiegać do zera. Na długim końcu wydaje nam się, że przestrzeń do spadku jest już na wyczerpaniu, m.in. po tym jak mocno zawęził się spread PL-DE.

### Indeksy PMI, pkt



Źródło: Markit, 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

W ostatnim tygodniu mieliśmy szansę obejrzeć sporo szczegółowych wskaźników za kwiecień: dane z rynku pracy, o zamówieniach przemysłowych, wynikach budżetu państwa. Większość statystyk wskazała na głębokie spadki i mamy nadzieję, że osiągnęły dołki, a odbicie nadchodzi. Ponadto, RPP nieoczekiwanie obcięła stopy procentowe. Poznaliśmy też szczegółową strukturę wzrostu PKB w I kw. 2020 r.

Wzrost PKB w I kw. wyniósł 2,0% r/r. W ujęciu odsezonowanym gospodarka skurczyła się o 0,4% kw/kw. Obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego wynikało z wyraźnego hamowania w inwestycjach i konsumpcji prywatnej. Czynniki łagodzącymi spowolnienie była silniejsza konsumpcja publiczna i wzrost zapasów podobny jak w I kw. ub.r. Taka struktura wzrostu nie wróży dobrze kolejnym odczytom PKB. Obawiamy się, że w II kw., najsilniej dotkniętym pandemią, spadek PKB może wynieść -12% r/r z ryzykiem w dół z uwagi na słabość kwietniowych danych, a w całym roku około -4%. Więcej napisaliśmy [tutaj](#).

Według wstępnego odczytu, **inflacja CPI** obniżyła się do 2,9% r/r w maju z 3,4% r/r w kwietniu. Inflację w dół pociągnęły przede wszystkim ceny żywności i paliw. Szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła do 3,7-3,8% r/r z 3,6% r/r w kwietniu. Warto pamiętać, że znaczna część koszyka CPI jest „zamrożona” (w kwietniu było to ok. 20%), gdyż GUS ma problemy ze zdobyciem cen, zwłaszcza usług. Tymczasem usługi świeżo „rozmrzono” w maju, na przykład fryzjerzy, mogły przejściowo podnieść ceny w obliczu silnego odłożonego popytu oraz by pokryć koszty dodatkowych zabezpieczeń sanitarnych. Spodziewamy się dalszych spadków inflacji w kolejnych miesiącach pod wpływem osłabienia popytu na skutek obecnego kryzysu. Spodziewamy się inflacji w grudniu na poziomie 1,7% r/r.

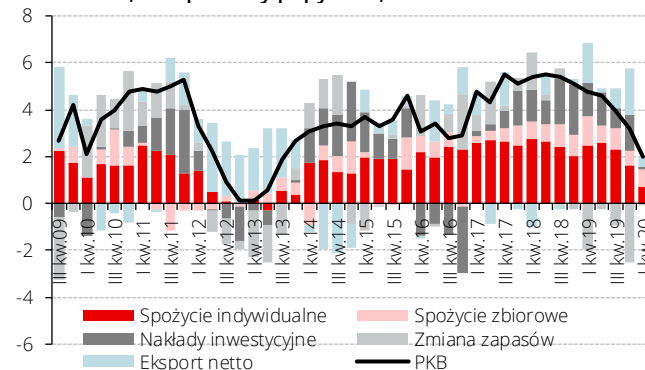
**Stopa bezrobocia rejestrowanego** wzrosła w kwietniu do 5,8% z 5,4% w marcu. Wzrost łącznej liczby bezrobotnych wynika przede wszystkim ze słabszych odpływów z bezrobocia, podczas gdy liczba bezrobotnych nowo zarejestrowanych była niższa niż przed rokiem. Dane sugerują także, że z rynku pracy odchodzi wiele osób w wieku emerytalnym. Szacujemy, że maksymalnie 1/3 redukcji **zatrudnienia w sektorze firm** pochodziła z faktycznych zwolnień i nieprzedłużania umów, a pozostałe 2/3 to efekt redukcji wymiarów etatów, zwolnień chorobowych itp. **Dane BAEL** sugerują, że w ostatnich dwóch tygodniach marca pracy nie wykonywał aż co piąty zatrudniony, z czego jedna trzecia z powodu zamknięcia zakładu pracy a jedna czwarta z powodu opieki nad dziećmi. Więcej napisaliśmy [tutaj](#).

**Zamówienia w przemyśle** spadły w kwietniu o 30% r/r w tym zagraniczne o 35,1%. Wynik dla zamówień ogółem jest zbliżony do dołka odnotowanego w czasie globalnego kryzysu finansowego w 2009 r. a spadek zamówień zagranicznych jest nawet większy niż wtedy.

**Podaż pieniądza M3** wzrosła w kwietniu o 14,0% r/r, wobec 11,8% w marcu. To najwyższy wzrost M3 od połowy 2009 r. Tak wysokie tempo kreacji pieniądza wynikało z rządowej ekspansji fiskalnej i zakupów obligacji PFR przez banki. Po kwietniu **budżet centralny** wykazał deficyt 18,9 mld zł. W samym kwietniu saldo rządowe pogorszyło się o 9,5 mld zł, co było wynikiem załamania się dochodów podatkowych i wzrostu wydatków w związku z epidemią. Spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu rządowego w kolejnych miesiącach, przy czym oczekujemy, że deficyt sektora finansów publicznych przebijie 10% PKB w tym roku. W I kw. 2020 r. **wyniki finansowe przedsiębiorstw** zatrudniających 50 i więcej osób pogorszyły się, choć ich nakłady inwestycyjne rosły w podobnym tempie jak pod koniec IV kw. 2019. Spodziewamy się dalszego pogorszenia wyników firm i spadku nakładów na inwestycje w kolejnych kwartałach. Więcej napisaliśmy [tutaj](#).

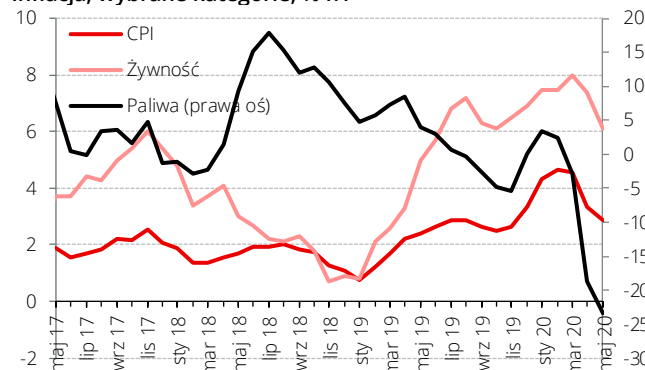
Rada Polityki Pieniężnej nieoczekiwanie obniżyła główną **stopę referencyjną** o 40pb do 0,1%, stopę lombardową o 50pb do 0,5% i utrzymała stopę depozytową na 0,0%. Głównym argumentem za obniżką stóp była tym razem obawa o obniżenie się inflacji poniżej celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Według nas po sprowadzeniu stóp do niemal zera, konwencjonalna część luzowania pieniężnego została zakończona i teraz NBP skupi się głównie na zakupach aktywów i dostarczaniu płynności na rynek. Następne posiedzenie RPP odbędzie się 16 czerwca. Więcej napisaliśmy [tutaj](#).

Wzrost PKB, komponenty popytowe, % r/r



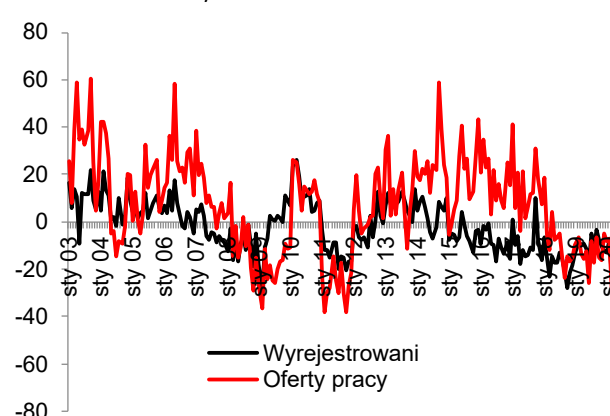
Źródło: GUS, Santander

Inflacja, wybrane kategorie, % r/r



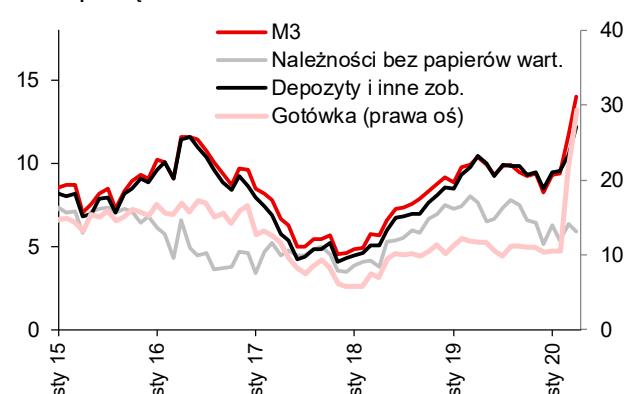
Źródło: GUS, Santander

Dane o bezrobociu, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Podaż pieniądza M3, % r/r



Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** Słabszy dolar, dalsze wzrosty na giełdach i aktywacja zleceń stop-loss pchnęły EURPLN do 4,40 po największym tygodniowym spadku od końca 2015. USDPLN spadł do 4,0 z 4,15, CHFPLN do 4,14 z 4,26, a GBPPLN do 4,91 z 5,05.

Pozostałe waluty CEE były relatywnie stabilne (forint) albo zyskały dużo mniej niż złoty (korona, rubel). Węgierski bank centralny pozostawił stopy bez zmian, w tym główną na 0,90%. Komunikat po posiedzeniu raczej nie sugerował, by w najbliższym czasie bank zamierzał zmienić strategię, a z programu skupu obligacji ma korzystać oszczędnie.

EURUSD przebił 1,11 dzięki optymizmowi panującemu na giełdach i propozycji KE nowego programu wsparcia europejskiej gospodarki. Kurs EURCHF osiągnął 1,07 (najwyżej od początku marca) wobec 1,05 w połowie maja. EURGBP pozostał na podwyższonym poziomie blisko 0,90 wobec braku pozytywnych informacji nt. postępu negocjacji UE z Wielką Brytanią.

**Stopy procentowe** Po wzroście IRS i rentowości w poprzednim tygodniu, w trakcie ostatnich pięciu sesji nastąpił gwałtowny spadek po obniżeniu przez RPP głównej stopy o 40 pb. Krzywe rentowości i IRS obniżyły się o ok. 20-30 pb. Rentowność 10-letniego Bunda wzrosła, co też przyczyniło się do znacznego zawężenia spreadu do 160 pb z 193 pb w poprzedni piątek. Bank centralny skupił obligacje za 14,3 mld zł, ale głównie te wyemitowane przez PFR i BGK w celu sfinansowania programów antykrzysowych.

**W nadchodzącym tygodniu** inwestorzy będą czekać na majowe dane z USA (indeks ISM i miesięczny raport z rynku pracy), decyzję EBC oraz kolejną rundę negocjacji UE-Wielka Brytania.

Majowe PMI odbiły po kwietniowym załamaniu, ale nowe prognozy PKB mogą wystarczyć do tego by EBC zwiększył rozmiar programu skupu obligacji. Dodatkowo, wydłużony (poza 2020) może zostać horyzont jego działania.

UE i Wielka Brytania wznowią negocjacje finalnych warunków Brexitu. Ostatnio przedstawiciele stron wskazywali, że postęp jest niewielki i że najbliższa runda może być w wielu kwestiach (m.in. handlu) kluczowa.

W kwietniu, indeksy ISM dla przemysłu oraz usług spadły do najniższych poziomów od pierwszej połowy 2009. Wstępne PMI dla strefy euro odbiły od swoich wielomiesięcznych minimów i rynek czeka na podobny ruch w USA. Inwestorzy liczą też na pewną poprawę na rynku pracy.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Tempo spadku EURPLN, miejsce jego zatrzymania i odbicie po nieoczekiwanej obniżce stóp NBP sugeruje, że mogła się właśnie rozpocząć wzrostowa korekta. Kurs zatrzymał się blisko zniesienia 50% ostatniej fali wzrostowej, blisko wsparcia wyznaczonego przez podwójny szczyt z sierpnia/września 2019. Sześciosesyjna procentowa zmiana kursu pokazuje, że było to największe umocnienie złotego do euro w takim czasie od 2015 i historycznie zapowiadało to przynajmniej korekcyjne odbicie. Dodatkowo, fakt, że duży wpływ na taki szybki spadek EURPLN miały zlecenia stop-loss nakazuje ostrożność w ocenie trwałości tego ruchu. Stopy procentowe w Polsce są teraz najniższe w regionie CEE i może to sprawić, że przynajmniej w krótkim terminie złoty będzie radził sobie słabiej niż korona, forint i rubel.

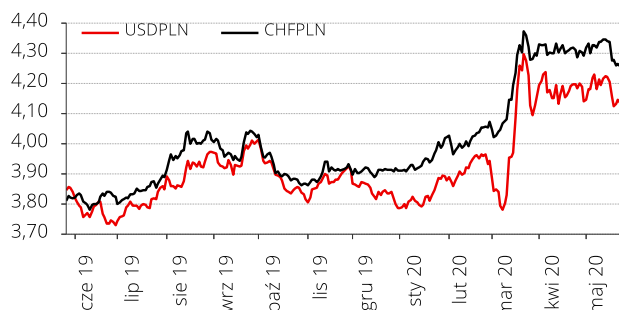
**Stopa procentowa** Po ostatniej obniżce stóp, rentowność 2-latkę spadała do 0,20%, 5-latkę do 0,70%, a 10-latkę do 1,15%. Naszym zdaniem jest niewiele przestrzeni do dalszego spadku rentowności na długim końcu, szczególnie po znacznym zawężeniu spreadu do Bunda. Dodatkowo, rentowność polskiej 10-latkę obniżyła się poniżej włoskiej (ok. 1,40%). Z kolei krótki koniec krzywej obligacyjnej może się jeszcze obniżyć w kierunku 0% z powodu nadpłynności polskiego sektora bankowego.

### EURPLN



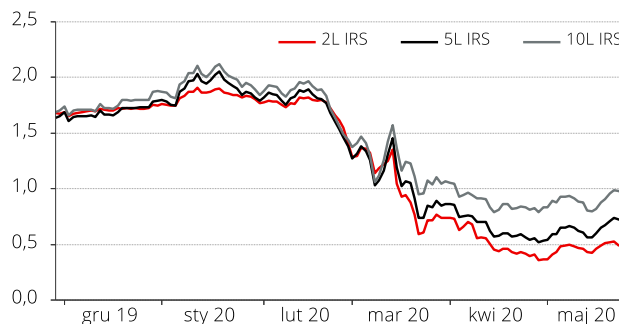
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



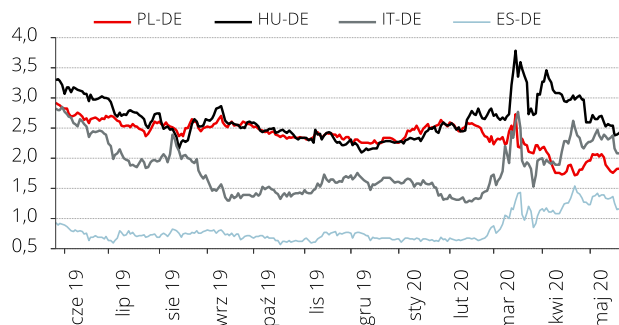
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### 10-letnie spready 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 (1 czerwca)</b>							
09:00	PL	PMI przemysł	V	pkt	34,0	35,0	31,9
09:55	DE	PMI przemysł	V	pkt	36,8	-	36,8
10:00	EZ	PMI przemysł	V	pkt	39,5	-	39,5
14:00	PL	Minutes RPP					
16:00	US	ISM przemysł	V	pkt	43,5	-	41,5
<b>WTOREK (2 czerwca)</b>							
09:00	CZ	PKB	I kw.	% r/r	-2,2	-	-2,2
<b>ŚRODA (3 czerwca)</b>							
03:45	CN	PMI usługi	V	pkt	47,3	-	44,4
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	IV	%	8,2	-	7,4
14:15	US	Raport ADP	V	tys.	-9 500	-	-20 236
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	IV	% m/m	-19,0	-	-17,2
16:00	US	ISM usługi	V	pkt	44,0	-	41,8
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	IV	% m/m	-15,0	-	-10,4
<b>CZWARTEK (4 czerwca)</b>							
09:55	DE	PMI usługi	V	pkt	31,4	-	31,4
10:00	EZ	PMI usługi	V	pkt	28,7	-	28,7
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	IV	% m/m	-18,0	-	-11,2
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	2 100	-	2 123
<b>PIĄTEK (5 czerwca)</b>							
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	IV	% m/m	-20,0	-	-15,6
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	IV	% r/r	-24,3	-	-10,0
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	V	tys.	-8 000	-	-20 537
14:30	US	Stopa bezrobocia	V	%	19,5	-	14,7

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