

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%]. Biorąc pod uwagę znaczące obniżki stóp oraz szeroki wachlarz działań niekonwencjonalnych (m.in. bezpośredni skup aktywów, por. MAKROmapy z 30.03.2020 i 14.04.2020) uruchomionych przez FED w ostatnich tygodniach uważamy, że na tym posiedzeniu nie zostaną ogłoszone kolejne działania mające na celu łagodzenie polityki pieniężnej. Oczekujemy, że powtórzona zostanie zapowiedź Rezerwy Federalnej, zgodnie z którą wykorzysta ona wszystkie swoje narzędzia aby wesprzeć gospodarkę. W tym kontekście ważne jest tzw. sterowanie krzywą rentowności (*Yield Curve Control*), które polega na ustaleniu przez bank centralny konkretnego celu dla poziomu długookresowych stóp procentowych i skupowanie odpowiedniej ilości obligacji, aby ten cel osiągnąć. Niektórzy członkowie FED sygnalizowali możliwość użycia takiego instrumentu, jednak uważamy, że taka decyzja nie zostanie podjęta na posiedzeniu w tym tygodniu. Oczekujemy, że podczas konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienną politykę pieniężną w strefie euro. Uważamy, że treść komunikatu i konferencja prasowa będzie skupiona na kwestiach operacyjnych realizowanego skupu aktywów PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), którego celem jest przeciwdziałanie negatywnemu wpływowi epidemii COVID-19 na gospodarkę strefy euro. EBC najprawdopodobniej podkreśli swoją elastyczność w zakresie warunków przeprowadzania programu luzowania ilościowego, jednak w tym tygodniu nie zostaną podjęte żadne nowe decyzje w tym zakresie (np. rozszerzenie skupu na aktywa o niskim ratingu). Oczekujemy, że podczas konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja wstępnego szacunku PKB w I kw. Oczekujemy, że sprowadzona do wymiaru rocznego (zannualizowana) zmiana PKB wyniosła ok. -3% w I kw. wobec 2,1% w IV kw. Uważamy, że epidemia COVID-19 i obostrzenia nakładane przez administrację przyczyniły się do wyraźnych spadków inwestycji i konsumpcji. Oczekujemy, że wskaźnik Conference Board wskaże na dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich (92,0 pkt. w kwietniu wobec 120,0 pkt. w marcu). W piątek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zmniejszy się do 37,0 pkt. w kwietniu wobec 49,1 pkt. w marcu. Spadek indeksu w następstwie wstrząsu związanego z epidemią COVID-19 sygnalizowany był już wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Materializacja naszych prognoz będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB zmniejszyła się do -4,5% w I kw. z 0,1% w IV kw. z uwagi na negatywny wpływ epidemii COVID-19 na aktywność gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Ponadto prognozujemy, że inflacja HICP zmniejszyła się do -0,1% w kwietniu wobec 0,7% w marcu ze względu na niższą dynamikę cen paliw i spadek inflacji bazowej. Uważamy, że materializacja naszej niższej od konsensusu (-3,4%) prognozy PKB w strefie euro będzie oddziaływała w kierunku osłabienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji, podczas gdy publikacja danych o inflacji najprawdopodobniej nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku.
- **W czwartek poznamy kwietniowy indeks CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że wzrósł do 52,6 pkt. wobec 52,0 pkt. w marcu. Poprawa koniunktury będzie efektem wznowienia działalności przez kolejne chińskie przedsiębiorstwa po wstrzymaniu produkcji w następstwie epidemii COVID-19 oraz będzie odzwierciedleniem działań chińskiego rządu i Ludowego Banku Chin mających na celu stymulację popytu wewnętrznego. Naszym zdaniem publikacja wyników badań koniunktury będzie neutralna dla kursu złotego i cen obligacji.

- **We czwartek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się do 3,8% r/r w kwietniu wobec 4,6% w marcu.** Biorąc pod uwagę trudności w pozyskiwaniu cen detalicznych w sposób tradycyjny (zbieranie danych osobiście przez ankietatorów) nasza prognoza obarczona jest istotnym ryzykiem. W kierunku wolniejszego wzrostu cen w kwietniu oddziaływała niższa dynamika cen żywności, paliw oraz niższa inflacja bazowa. Materializacja naszej prognozy będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.

## W zeszłym tygodniu

- **Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w marcu o 2,3% r/r wobec wzrostu o 4,9% w lutym.** Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zmniejszyła się w marcu o 7,2% m/m, odnotowując wyższe tempo spadku niż w czasach światowego kryzysu finansowego (listopad 2008 r.). Przyczyną silnego spadku produkcji w marcu były pozrywane w wyniku rozprzestrzeniającej się pandemii COVID-19 międzynarodowe łańcuchy dostaw, które doprowadziły do ograniczenia produkcji w wielu zakładach, a w skrajnych przypadkach spowodowały wstrzymanie ich działalności (por. MAKROpuls z 21.04.2020). W strukturze danych na uwagę zasługuje stosunkowo wysoka na tle innych kategorii dynamika produkcji w działach odpowiadających za dostarczanie surowców i materiałów używanych w projektach budowlanych. Wskazuje to, że branża budowlana jak dotąd pozostała relatywnie odporna na pandemię COVID-19. Potwierdzenie dla takiej oceny stanowią dane o produkcji budowlano-montażowej, która zwiększyła się w marcu o 3,7% r/r wobec wzrostu o 5,6% w lutym. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się w marcu o 3,6% m/m. Pomimo niewielkiej skali spowolnienia produkcji budowlano-montażowej w marcu oczekujemy, że sytuacja w budownictwie znacząco pogorszy się w horyzoncie kilku miesięcy (por. MAKROpuls z 23.04.2020). Marcowe dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika polskiego PKB zmniejszy się w I kw. do 0,1% r/r, a w II kw. spadnie do -11,7%.
- **Sprzedaż detaliczna w Polsce zmniejszyła się w marcu w cenach bieżących o 7,1% r/r wobec wzrostu o 9,6% w lutym.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych spadła w marcu do -9,0% r/r wobec 7,3% w lutym. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku sprzedaży detalicznej w marcu było zamknięcie szkół i galerii handlowych w połowie marca w ramach restrykcji nakładanych przez rząd mających na celu ograniczanie rozprzestrzeniania się epidemii COVID-19. Takie działania znalazły odzwierciedlenie w załamaniu sprzedaży w większości kategorii (por. MAKROpuls z 22.04.2020). Spadek sprzedaży detalicznej był ograniczany przez dokonywanie zapasów przez gospodarstwa domowe oraz większy popyt na środki czystości, leki, etc. W kwietniu, wspomniane powyżej czynniki wspierające sprzedaż detaliczną już nie występowały, co przyczyni się do pogłębienia tempa jej spadku najprawdopodobniej do dwucyfrowego poziomu. Uważamy, że dane mogą przeszacowywać skalę załamania obrotów w handlu detalicznym w marcu. Dane GUS nie uwzględniają bowiem sprzedaży w firmach zatrudniających poniżej 10 osób (np. sklepy osiedlowe, czy część sklepów internetowych). W warunkach epidemii te kanały sprzedaży cieszyły się najprawdopodobniej większym zainteresowaniem klientów, co oznacza, że rzeczywisty spadek obrotów w handlu detalicznym był najprawdopodobniej mniejszy niż ten zaraportowany przez GUS. Podtrzymujemy naszą prognozę rocznej dynamiki konsumpcji (spadek do -20,0% r/r w II z 0,0% w I kw.). Dodatkowe wsparcie dla naszej prognozy stanowią opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury konsumenckiej, zgodnie z którymi w kwietniu odnotowano znaczące pogorszenie zarówno obecnych, jak i przyszłych nastrojów konsumenckich w stosunku do poprzedniego miesiąca. Bieżący Wskaźnik Koniunktury Konsumenckiej obniżył się do najniższego poziomu od marca 2004 r., podczas gdy Wyprzedzający Wskaźnik Koniunktury Konsumenckiej spadł do najniższego poziomu w historii. Jednocześnie GUS opublikował wyniki

- dotatkowego badania, zgodnie z którymi 19,1% respondentów obawia się utraty pracy ze względu z obecną sytuacją epidemiologiczną.
- **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 6,3% r/r wobec 7,7% w lutym.** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w marcu o 1,6% r/r wobec wzrostu o 2,9% w lutym, odnotowując najniższą dynamikę od sierpnia 2013 r. Do silnego wyhamowania wzrostu płac w marcu przyczynił się wybuch epidemii COVID-19 i związany z tym znaczący wzrost niepewności dotyczący perspektyw popytu. W efekcie, wiele firm zrewidowało plany w zakresie podwyżek płac. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w marcu do 0,3% r/r (najniżej od lutego 2014 r.) wobec 1,1% r/r w lutym. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się o 34,2 tys. osób. Był to największy miesięczny spadek zatrudnienia w historii danych, którymi dysponujemy. Ze względu na stosowaną przez GUS metodologię obliczania przeciętnego zatrudnienia w firmach dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo, że faktyczny spadek zatrudnienia w polskim sektorze przedsiębiorstw był mniejszy (por. MAKROpuls z 20.04.2020). Dane o rynku pracy nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym stopa bezrobocia rejestrowanego w 2020 r. nie osiągnie dwucyfrowego poziomu.
  - **W ubiegłym tygodniu GUS opublikował wyniki rozszerzonego badania koniunktury w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach uwzględniające ocenę i oczekiwania dotyczące wpływu pandemii koronawirusa COVID-19 na koniunkturę gospodarczą.** Badanie zostało przeprowadzone w dniach od 1 do 10 kwietnia 2020 r., a ankietowane firmy zostały poproszone o ocenę swojej sytuacji zarówno w marcu, jak i w kwietniu. W badaniu wyodrębnionych zostało 6 działów: „przetwórstwo przemysłowe”, „budownictwo”, „handel hurtowy”, „handel detaliczny”, „transport i gospodarka magazynowa” i „zakwaterowanie i gastronomia”. Podczas gdy w marcu jedynie w działach „handel detaliczny”, „transport i gospodarka magazynowa” oraz „zakwaterowanie i gastronomia” większość respondentów stwierdziła, że pandemia będzie miała poważny wpływ na ich działalność lub nawet zagraża jej stabilności, to w kwietniu taką ocenę przedstawiła większość ankietowanych firm we wszystkich analizowanych działach. Najgorzej sytuacja wygląda w dziale „zakwaterowanie i gastronomia”, gdzie aż 66,7% ankietowanych firm uważa, że obecna sytuacja zagraża stabilności firmy. We wszystkich działach odnotowano kilkudziesięcioprocentowy spadek zamówień otrzymywanych przez ankietowane firmy, jak również zamówień składanych przez te firmy. Najsilniejsze spadki sięgające prawie 70% obserwowane są w dziale „zakwaterowanie i gastronomia”. W kwietniu w porównaniu do marca istotnie zwiększyły się również obawy firm dotyczące powstawania zatorów płatniczych. Na uwagę zasługują również odpowiedzi firm dotyczące zmiany oczekiwanego poziomu inwestycji w 2020 r. względem planów sprzed wybuchu pandemii. W większości ankietowanych firm oczekiwane inwestycje będą o ponad 30% niższe niż było to planowane przed wybuchem pandemii. Wyniki badań koniunktury GUS stanowią zatem znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy inwestycji, zgodnie z którą w 2020 r. obniżą się one o 4,6% r/r wobec wzrostu o 3,9% w 2019 r.
  - **W ubiegłym tygodniu opublikowany został biuletyn statystyczny, który umożliwia wstępną ocenę, które działy polskiej gospodarki najsilniej odczuły pierwsze skutki pandemii COVID-19.** Największy miesięczny spadek rocznej dynamiki produkcji pomiędzy lutym a marcem odnotowano w działach: „skóry i wyroby skórzane” (-40,0 pp.), „pojazdy samochodowe, przyczepy i naczepy” (-31,0 pp.), „pozostały sprzęt transportowy” (-21,2 pp.), „odzież” (-20,3 pp.), „meble” (-20,1 pp.), czyli na ogół w działach o relatywnie wysokim udziale sprzedaży eksportowej w przychodach. Roczna dynamika zatrudnienia najsilniej obniżyła się w działach: „produkcja odzieży” (-5,0 pp.), „górnictwo i kopalnictwo węgla kamiennego” (-3,8 pp.), „zakwaterowanie i gastronomia” (-2,3 pp.), „produkcja pozostałego sprzętu transportowego” (-2,0 pp.) oraz „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych” (-1,7 pp.). Z kolei największy spadek dynamiki płac odnotowano w działach: „wyroby farmaceutyczne” (-8,8 pp. – efekt wysokiej bazy sprzed roku), „pobór i uzdatnianie wody” (-8,7 pp. – efekt wysokiej

bazy sprzed roku), zakwaterowanie i gastronomia (-8,1 pp.), „budowa budynków” (-6,0 pp. – efekt wysokiej bazy sprzed roku) oraz „pojazdy samochodowe i naczepy” (-5,6 pp.). Tym samym ubiegłotygodniowe dane potwierdzają naszą ocenę, zgodnie z którą najsilniejszy wpływ pandemii obserwowany jest w działach eksportowych, a także usługach, w szczególności tych związanych z zakwaterowaniem i gastronomią.

**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro obniżył się w kwietniu do 13,5 pkt. wobec 29,7 pkt., kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (26,0 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się na rekordowo niskim poziomie. Zmniejszenie indeksu wynikało ze spadku składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie, które ukształtowały się na rekordowo niskich poziomach. Załamanie sytuacji gospodarczej wynikało z licznych ograniczeń administracyjnych wprowadzonych przez rządy krajów strefy euro w ramach walki z rozprzestrzenianiem się wirusa, które objęły zarówno sektor usług, jak i przetwórstwo. Silne pogorszenie koniunktury ma szeroki zakres geograficzny i zostało odnotowane we wszystkich gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych na uwagę zasługuje silny spadek indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który obniżył się do 34,4 pkt. wobec 45,4 pkt. osiągając najniższy poziom od marca 2009 r. Warto jednak zauważyć, że podobnie jak w poprzednich miesiącach spadek indeksu ograniczany był przez silne zwiększenie wkładów składowych dla czasu dostaw oraz zapasów, co jest efektem pozrywanych przez pandemię łańcuchów dostaw i tym samym nie świadczy o poprawie koniunktury. Pozostałe składowe indeksu, w szczególności dla bieżącej produkcji i nowych zamówień, odnotowały znaczący spadek. Wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w strefie euro obniży się w 2020 r. o 8,2% wobec wzrostu o 1,2% w 2019 r.

**Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi obniżył się w kwietniu do 74,3 pkt. wobec 85,9 pkt. w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (80,0 pkt.).** Tym samym indeks odnotował najniższy poziom w historii. Obniżenie indeksu wynikało ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych działach: przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach. Warto zauważyć, że najtrudniejsza sytuacja obserwowana jest w handlu, podczas gdy najmniejszy spadek aktywności odnotowano w budownictwie. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech, który zwiększył się w kwietniu do 28,2 pkt. wobec -49,5 pkt. kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (-42,3 pkt.). Zaskakujący wzrost indeksu wskazuje na duże oczekiwania respondentów dotyczące szybkiego otwierania gospodarek. Zgodnie z komunikatem respondenci oczekują, że w III kw. odnotowana zostanie dodatnia dynamika wzrostu gospodarczego. Prognozujemy, że niemiecki PKB obniży się w 2020 r. o 8,0% r/r wobec wzrostu o 0,5% w 2019 r.

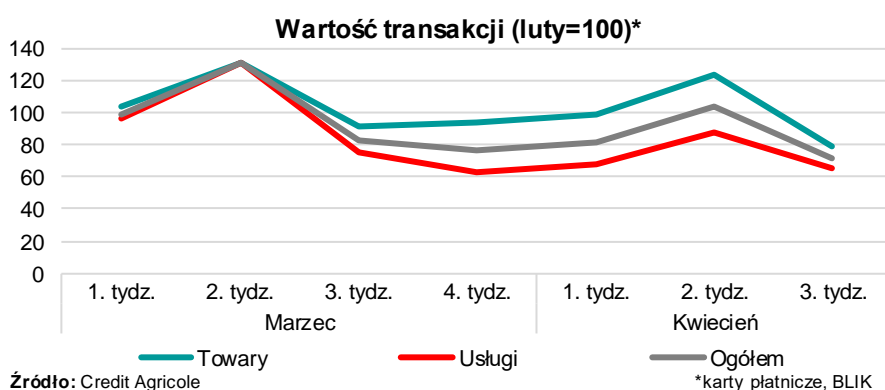
**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła w ubiegłym tygodniu 4427 tys. osób wobec 5237 tys. osób dwa tygodnie temu. Tym samym skumulowana liczba wniosków o zasiłki w ostatnich pięciu tygodniach zwiększyła się do 26,4 mln, co stanowi ponad 16,0% zasobu siły roboczej w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,27 mln w marcu wobec 5,76 mln w lutym) oraz sprzedaży nowych domów (627 tys. wobec 741 tys.), które wskazały na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zmniejszyły się w marcu o 14,4% m/m wobec wzrostu o 1,1% w lutym. Bez uwzględnienia środków transportu dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w marcu do -0,2% m/m wobec -0,7% w lutym. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w kwietniu do 71,8 pkt. wobec 89,1 pkt. w marcu i 71,0 pkt. we wstępnym szacunku. Tym samym był to największy absolutny spadek indeksu w ujęciu



miesięcznym w jego historii (czyli od listopada 1952 r.) Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane wskazujące na dalszy silny wzrost bezrobocia w USA, a także wyraźne obniżenie aktywności gospodarczej sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo zmniejszenia presji płacowej w kolejnych miesiącach. Będzie to czynnik oddziałujący w kierunku spadku inflacji, a w konsekwencji wydłużenia horyzontu łagodnej polityki pieniężnej prowadzonej przez FED.

## COVID-19 silnie uderzył w wydatki gospodarstw domowych na usługi

Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane wskazały na załamanie sprzedaży detalicznej w marcu (por. MAKROpuls z 22.04.2020). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku sprzedaży detalicznej było zamknięcie szkół i galerii handlowych w połowie marca w ramach restrykcji nakładanych przez rząd mających na celu ograniczanie rozprzestrzeniania się epidemii COVID-19. Należy pamiętać, że dane o sprzedaży detalicznej nie przedstawiają całego spożycia gospodarstw domowych, tylko wydatki na towary w niektórych sklepach (przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 pracowników) i całkowicie pomijają wydatki na usługi. Informacje nt. konsumpcji w I kw. zostaną opublikowane dopiero pod koniec maja, a dane dotyczące II kw. dopiero w sierpniu. W obecnych, dynamicznie zmieniających się warunkach, konieczne jest korzystanie z innych danych w celu szybszej oceny tendencji w zakresie kształtowania się spożycia prywatnego w Polsce. W tym celu skorzystaliśmy z danych nt. płatności dokonywanych przez klientów indywidualnych naszego banku. Na podstawie zagregowanych danych o pojedynczych transakcjach kartami płatniczymi oraz BLIK jesteśmy w stanie w czasie rzeczywistym śledzić wydatki konsumpcyjne Polaków. Należy pamiętać, że dane te odzwierciedlają tylko część wydatków gospodarstw domowych. Bierzymy pod uwagę tylko naszych klientów oraz nie uwzględniamy przelewów oraz płatności gotówką. Pomimo tych ograniczeń wspomniane dane wykazują wysoką korelację z oficjalnymi danymi GUS w zakresie sprzedaży detalicznej i spożycia prywatnego.

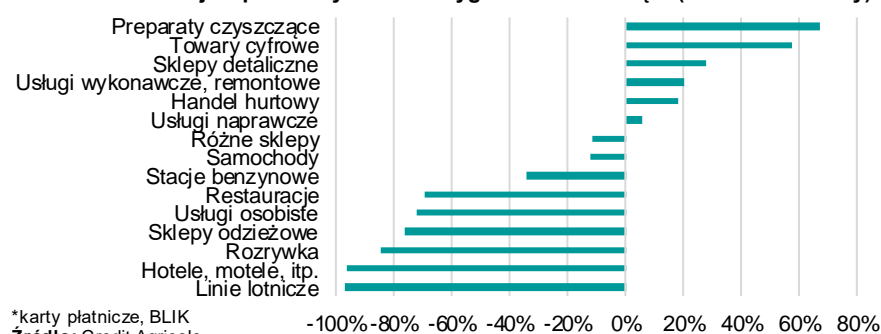


Analizując łączną wartość transakcji wszystkich klientów indywidualnych w kolejnych tygodniach można zauważyć, że po przejściowym wzroście wydatków w drugim tygodniu marca (związanym z dokonywaniem zapasów przez gospodarstwa domowe), w trzecim tygodniu marca nastąpił ich znaczący spadek (o ok. 20% w porównaniu

do przeciętnej wartości tygodniowej z lutego). Łączna wartość transakcji utrzymywała się na tym wyraźnie niższym poziomie również w kolejnych dwóch tygodniach. Dopiero w przedsięwziętym tygodniu – z uwagi na podwyższoną aktywność zakupową – odnotowano podobne obroty jak w lutym. W tygodniu po świętach Wielkiejnocy łączna wartość transakcji ponownie obniżyła się i była o 28% niższa niż przeciętnie w lutym (wynik jest zaniżony z uwagi na Poniedziałek Wielkanocny).

Dane transakcyjne kartami płatniczymi i BLIK pozwalają przeprowadzić dokładną analizę tendencji zakupowych. Każda transakcja opisana jest bowiem kodem MCC (Merchant Category Code). Jest to oznaczenie nadawane przedsiębiorstwu działającemu w danej branży w momencie zainstalowania terminalu do płatności kartami któregoś z globalnych operatorów (Mastercard, Visa i American Express). Istnienie kilkuset kodów MCC pozwala na dokładną klasyfikację typu wydatków. Pierwszym

krokiem w naszej analizie był podział kodów MCC na te dotyczące towarów, oraz te przedstawiające wydatki na usługi. Po wprowadzeniu obostrzeń przez rząd wydatki na towary zmniejszyły się w dużo mniejszym zakresie (o ok. 10% w II poł. marca) niż spożycie usług, które odnotowało spadek o 30-40% w analogicznym okresie. Analogiczne rozbieżności pomiędzy tymi dwoma segmentami sprzedaży obserwowane były również w kolejnych tygodniach. Stanowi to wsparcie dla naszej oceny (por. MAKROpuls z 22.04.2020), iż zmniejszona mobilność gospodarstw domowych oraz ograniczona podaż wielu usług będąca następstwem podjętych przez rząd działań w ramach walki z epidemią przyczyni się do silniejszego spadku konsumpcji niż sprzedaży detalicznej.

**Wartość transakcji w pierwszych trzech tygodniach miesiąca (kwiecień vs. luty)\***


\*karty płatnicze, BLIK  
Źródło: Credit Agricole

Dane o transakcjach płatniczych w podziale na kody MCC pozwalają na uproszczoną ocenę wpływu restrykcji nałożonych przez rząd na sytuację finansową poszczególnych branż (por. wykres). Wstrzymanie ruchu lotniczego przyczyniło się do wyzerowania wydatków w ramach kategorii „linie lotnicze” – spadły one o 97% (porównując pierwsze trzy tygodnie kwietnia i lutego).

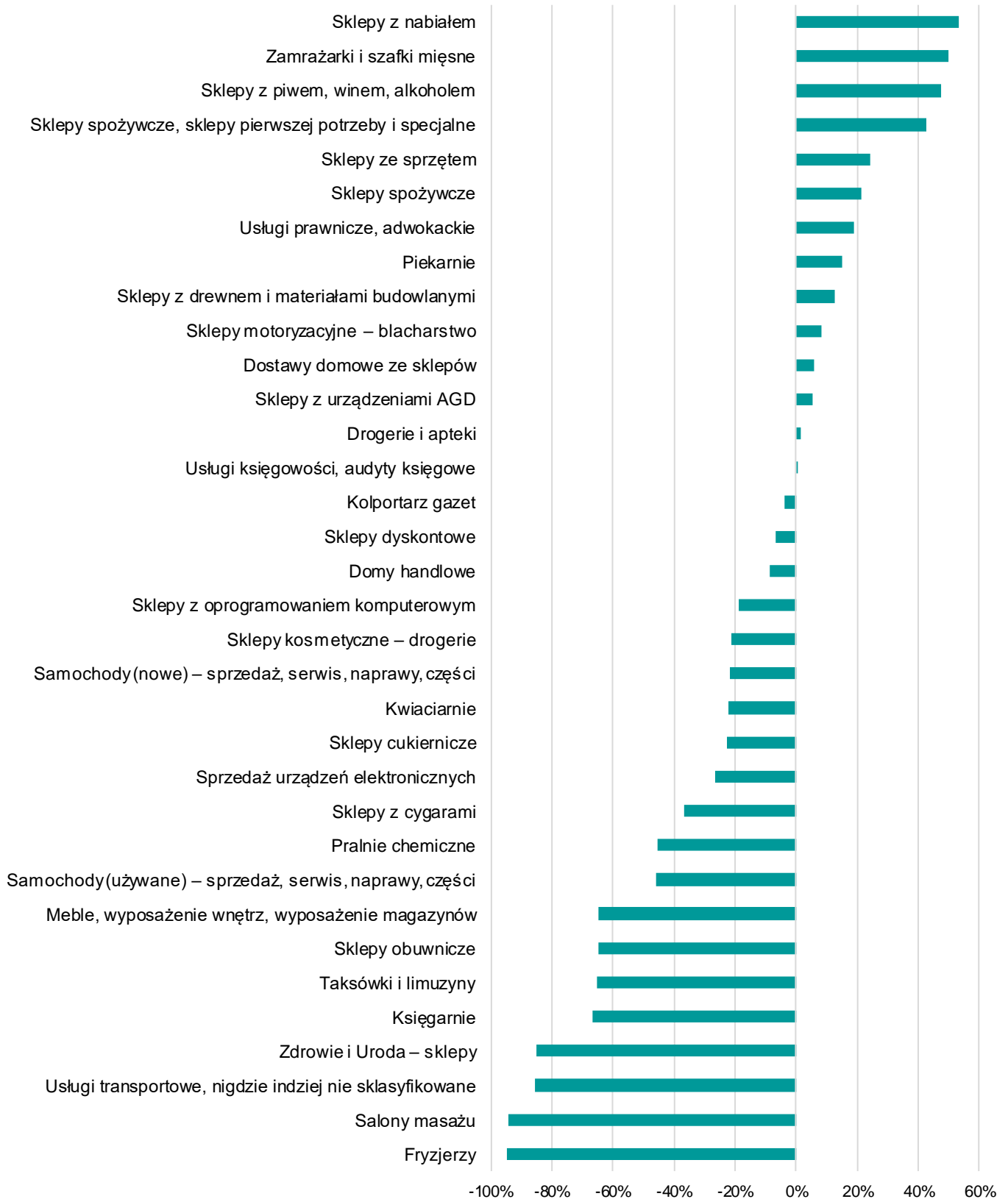
Zamknięcie hoteli miało podobny efekt – spadek łącznej wartości transakcji o 96%. Wydatki na usługi fryzjerskie (spadek o 95%), w salonach piękności (85%) i salonach masażu (94%) obniżyły się również praktycznie do zera. Zamknięcie galerii handlowych i zakazy zgromadzeń znalazły odzwierciedlenie w spadku wydatków na „rozrywkę” o 83% (m.in. kina, koncerty i inne obiekty rekreacyjne) oraz „odzież” o 76%. W mniejszym stopniu ucierpiały restauracje i inne obiekty gastronomiczne, mogące nadal realizować zamówienia z dowozem czy na wynos – wartość transakcji zmniejszyła się o 70% w porównaniu do lutego.

Zdecydowanymi liderami pod względem wzrostu obrotu w warunkach panującej epidemii okazały się przedsiębiorstwa zajmujące się sprzedażą preparatów czyszczących oraz towarów cyfrowych (gry komputerowe, aplikacje, muzyka, filmy, etc.). Wydatki na cele zwiększyły się w pierwszych trzech tygodniach o ponad połowę w porównaniu do analogicznego okresu w lutym. Mniejszy przyrost wartości transakcji został odnotowany w przypadku sklepów detalicznych, hurtowych i wyspecjalizowanych (o ok. 20%), co częściowo było związane z podwyższoną aktywnością zakupową z uwagi na święta Wielkiejnocy. Szczegółową zmianę wartości transakcji kartami płatniczymi i BLIK w podziale na większą liczbę kategorii przedstawiamy na wykresie na kolejnej stronie.

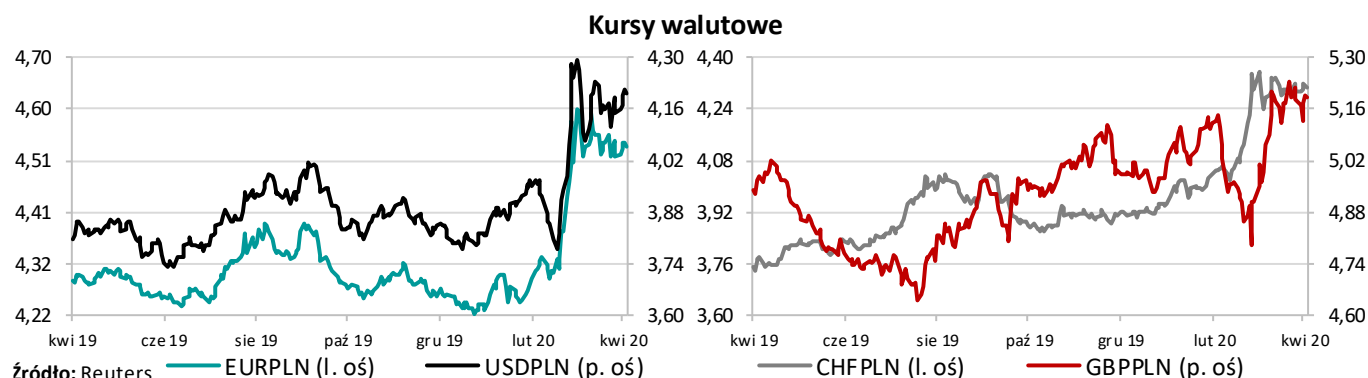
Dane transakcyjne za kwiecień stanowią wsparcie dla naszej prognozy rocznej dynamiki spożycia prywatnego. Nawet zakładając stopniowy wzrost skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji w maju i w czerwcu wraz ze spodziewanym stopniowym znoszeniem obostrzeń, oczekujemy, że przeciętnie w II kw. odnotujemy spadek konsumpcji o 20% r/r. Pod koniec II kw. najprawdopodobniej zostaną otwarte już zakłady fryzjerskie, kosmetyczne, restauracje oraz galerie handlowe, jednakże z uwagi na obawy przed zarażeniem się wydatki gospodarstw domowych na te cele będą wyraźnie niższe niż przed rokiem. Tym samym oczekujemy, że spożycie prywatne obniży się średniorocznie o 6,7% r/r w br. w porównaniu do 2019 r.

Kolejny raport dotyczący wpływu COVID-19 na wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych realizowane przy pomocy kart płatniczych i BLIK przedstawimy w drugiej połowie maja.

**Wartość transakcji w pierwszych trzech tygodniach miesiąca (kwiecień vs. luty)\***



\*karty płatnicze, BLIK  
**Źródło:** Credit Agricole


**Dane o PKB w strefie euro mogą osłabić złotego**


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5354 (osłabienie złotego o 0,4%).** W zeszłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się niską na tle ostatnich tygodni zmiennością i kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Publikacja serii danych z krajowej gospodarki wskazujących na silny negatywny wpływ pandemii COVID-19 na aktywność ekonomiczną w Polsce, podobnie jak wyraźnie słabsze od oczekiwań wyniki badań koniunktury w strefie euro, miały ograniczony wpływ na kurs złotego. Może wskazywać to, że inwestorzy, przynajmniej na obecnym etapie, w znacznym stopniu zdyskontowali już negatywny wpływ pandemii na światową, w tym polską gospodarkę.

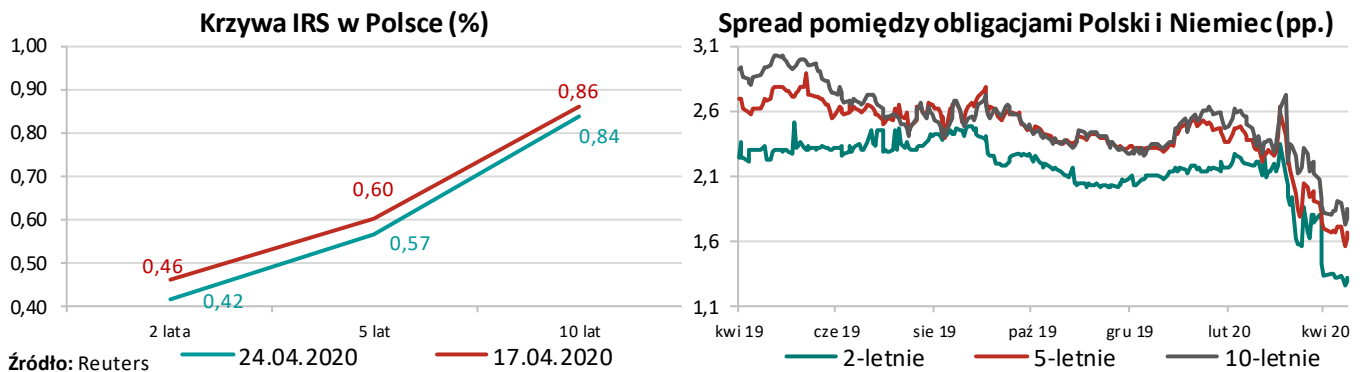
W ubiegłym tygodniu na uwagę zasługuje również nieznaczne umocnienie dolara względem euro. Część inwestorów oczekuje, że USA szybciej poradzi sobie z ekonomicznymi skutkami pandemii niż strefa euro, co oddziałuje w kierunku spadku kursu EURUSD.

Oczekujemy, że w tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. tempa rozprzestrzeniania się pandemii, szczególnie w kontekście perspektyw znoszenia ograniczeń administracyjnych w najważniejszych gospodarkach. W tym tygodniu istotne dla kursu złotego będą dane nt. wzrostu PKB w strefie euro. Nasza prognoza kształtuje się poniżej oczekiwań rynku, stąd jej materializacja może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu polskiej waluty. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień posiedzenia FOMC oraz EBC mogą sprzyjać podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Dane z USA (PKB, Conference Board, Indeks ISM dla przetwórstwa) oraz wstępne dane o inflacji w strefie euro nie będą naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla kursu polskiej waluty będą również wstępne dane o krajowej inflacji.





## Posiedzenia FED i EBC zwiększą zmienność na rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 0,42 (spadek o 4 pkt.), 5-letnie do poziomu 0,57 (spadek o 3pb), a 10-letnie do 0,84 (spadek o 2pb). Rynek długu cały czas pozostaje pod wpływem doniesień medialnych dotyczących rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19. W ubiegłym tygodniu obserwowany był łagodny spadek stawek IRS na całej długości krzywej. Względnej stabilizacji stawek IRS sprzyjała niska na tle ostatnich tygodni płynność przy utrzymującym się stabilnym popycie na polskie obligacje. Rynek wycenia obecnie, że w horyzoncie pół roku stopy procentowe w Polsce zostaną obniżone o ponad 40pb. Zarówno krajowe dane, jak i wyniki badań koniunktury w strefie euro nie miały istotnego wpływu na rynek.

W ubiegłym tygodniu Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) wyemitował 7-letnie obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa o wartości 13 mld zł. Uzyskane środki posłużą sfinansowaniu tarczy antykryzysowej. Obligacje zostały kupione przez banki komercyjne, niemniej uważamy, że większość emisji zostanie ostatecznie skupiona przez NBP. W najbliższym czasie będą miały miejsce kolejne emisje obligacji przez BGK, który łącznie planuje sprzedać obligacje o wartości 100 mld zł. Uwzględniając, że NBP będzie ostatecznie skupował obligacje, to mimo takiej skali emisji obligacji przez BGK, a także planowanej emisji obligacji przez Polski Fundusz Rozwoju (dodatkowe 100 mld zł) i zwiększonych potrzeb pożyczkowych państwa w warunkach obniżonych wpływów podatkowych, nie oczekujemy istotnego wzrostu rentowności na długim końcu krzywej.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach głównym czynnikiem wpływającym na stawki IRS będą doniesienia medialne w sprawie pandemii COVID-19. W centrum uwagi rynku będą informacje nt. rozprzestrzeniania się pandemii, szczególnie w kontekście perspektyw znoszenia ograniczeń administracyjnych w najważniejszych gospodarkach. Uważamy, że dane nt. PKB w strefie euro mogą przyczynić się do spadku stawek IRS. Z kolei zaplanowane na ten tydzień posiedzenia FED i EBC będą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Uważamy, że dane z USA (PKB, Conference Board, Indeks ISM dla przetwórstwa) oraz wstępne dane o inflacji w strefie euro będą neutralne dla krzywej. Ograniczony wpływ na stawki IRS będą miały również wstępne dane o inflacji w Polsce.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	<b>0,50</b>
Kurs EURPLN*	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	<b>4,52</b>
Kurs USDPLN*	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	<b>4,19</b>
Kurs CHFPLN*	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	<b>4,30</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,1	-0,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	
Saldo ROB (mln EUR)	197	-158	-227	10	-824	-820	846	442	1412	366	2348	659		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,4	9,5	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	5,7		
Import (r/r, %, EUR)	4,3	8,5	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,5		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2019	2020	2021	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	0,1	-11,7	-2,1	-1,8	0,7	5,6	3,6	2,9	4,1	-3,8	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	0,0	-20,0	-5,1	-2,0	2,1	8,1	4,3	3,7	3,9	-6,7	4,1	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-9,4	-6,8	-2,8	1,3	4,5	4,0	2,9	6,9	-4,6	3,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,4	-6,3	-2,3	-1,1	2,0	4,5	4,0	4,1	4,2	-1,8	3,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	1,0	-7,0	-5,4	1,0	4,5	5,0	3,4	3,5	3,0	-2,6	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,0	-11,6	-3,0	-1,0	1,3	4,3	2,4	1,8	2,2	-3,8	2,2
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,6	-1,2	-0,7	0,2	0,8	0,7	0,7	1,3	-0,8	0,6
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,0	1,5	-1,0	-1,3	0,0	0,5	0,5	0,8	0,3	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	0,9	0,7	1,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	9,4	8,7	8,2	7,2	6,2	5,8	6,1	5,2	8,2	6,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,3	-3,7	-3,7	-2,3	-1,0	3,2	2,9	2,2	0,3	-2,3	1,8	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,5	5,9	4,8	3,6	3,0	3,6	4,3	5,5	7,2	5,5	4,1	
Inflacja CPI (%)*	4,5	2,6	2,1	3,2	2,1	3,7	3,3	1,8	2,3	3,1	2,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,25	0,25	0,25	0,25	0,62	0,70	0,78	1,71	0,25	0,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	0,50	1,50	0,05	0,50	
EURPLN**	4,55	4,44	4,40	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33	
USDPLN**	4,13	4,07	4,00	3,94	3,93	3,95	3,95	3,94	3,79	3,94	3,94	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Wtorek 28.04.2020 r.</b>						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Luty	0,3		0,4
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Kwiecień	2,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Kwiecień	120,0	92,0	88,0
<b>Środa 29.04.2020 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Marzec	5,5		5,5
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Kwiecień	-0,28		
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	1,3	0,6	0,6
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	I kw.	2,1	-3,0	-4,0
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Kwiecień	0,25	0,25	0,25
<b>Czwartek 30.04.2020 r.</b>						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Kwiecień	52,0	52,6	51,0
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Kwiecień</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	I kw.	0,1	-4,5	-3,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Kwiecień	0,7	-0,1	0,1
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	7,3		7,7
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Kwiecień	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	5245		3500
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Marzec	0,1		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Kwiecień	47,8		37,9
<b>Piątek 01.05.2020 r.</b>						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,3		
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	36,9		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	49,1	37,0	36,7

\* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

\*\* Konsensus Reuters