


## W tym tygodniu



- **We wtorek i środę prezes FED J. Powell przedstawi półroczne sprawozdanie przed Kongresem dotyczące realizacji polityki pieniężnej.** Inwestorzy będą uważnie śledzić wypowiedzi J. Powella dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz stóp procentowych. Szczególnie istotne będą wypowiedzi prezesa FED nt. możliwości rozluźnienia polityki monetarnej w najbliższym czasie. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że FED obniży stopy procentowe o 25 pb w II kw. antycypując pogorszenie koniunktury w br. Podczas wystąpień J. Powella możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w styczniu w porównaniu do grudnia i wyniosła -0,3% m/m, co będzie spójne ze spadkiem zatrudnienia odnotowanym w przetwórstwie przemysłowym (patrz niżej). Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w styczniu o 0,4% m/m wobec wzrostu o 0,3% w grudniu ze względu na wyższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w styczniu do 2,5% r/r wobec 2,3% w grudniu, na co złożyły się stabilizacja inflacji bazowej (2,3%) i dynamiki cen żywności oraz szybszy wzrost cen nośników energii. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (99,0 pkt. w lutym wobec 99,8 pkt. w styczniu) zasygnalizuje pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych, wynikające głównie z obaw o epidemię wirusa 2019-nCov. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **W czwartek poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w grudniu ub. r.** Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do -571 mln EUR wobec 1457 mln EUR w listopadzie ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z -1,0% r/r w listopadzie do 5,6% w grudniu, a tempo wzrostu importu zwiększyło się z -4,6% r/r do 4,1%. W kierunku wzrostu obu dynamik w grudniu oddziaływała korzystna różnica w licznie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowane zostaną dane o styczniowej inflacji w Polsce, która zwiększyła się naszym zdaniem do 4,3% r/r wobec 3,4% w grudniu.** Do zwiększenia wskaźnika inflacji przyczyniły się wyższa dynamika cen żywności, paliw i innych nośników energii (efekt podwyżki cen prądu) oraz wzrost inflacji bazowej. Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (4,1%), a tym samym jej materializacja będzie oddziaływała w kierunku umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **W piątek poznamy wstępny szacunek PKB w Polsce w IV kw. 2019 r.** Na podstawie opublikowanych dwa tygodnie temu przez GUS danych o PKB w całym 2019 r. (por. MAKROPuls z 29.01.2020) szacujemy, że tempo wzrostu PKB zmniejszyło się do 2,9% r/r w IV kw. z 3,9% w III kw. ub. r. Na spowolnienie wzrostu gospodarczego złożyły się niższe wkłady konsumpcji prywatnej, eksportu netto i zmiany zapasów oraz wyższa kontrybucja inwestycji. Publikacja danych o PKB nie powinna wywołać znaczącej reakcji rynków.
- **Zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (patrz poniżej).** Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2020 r. wyniesie 2,7% r/r (3,0% przed rewizją), a w 2021 r. będzie równe 3,3% (bez zmian w porównaniu do poprzedniej prognozy).

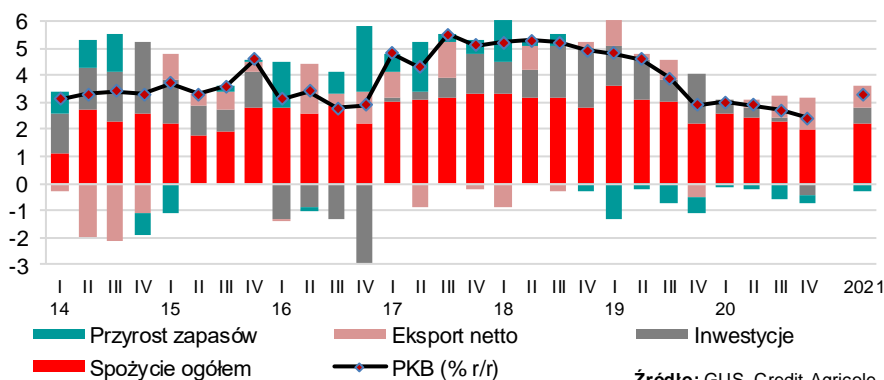
## W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w styczniu o 225 tys. wobec 147 tys. w grudniu (rewizja w górę z 145 tys.), kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (160 tys.) oraz naszej prognozy (170 tys.). Najsilniejszy

wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+72,0 tys.), budownictwie (+44,0 tys.) oraz wypoczynku i rekreacji (+36,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się natomiast w przetwórstwie (-12,0 tys.), handlu detalicznym (-8,3 tys.) oraz dostarczaniu mediów (-1,4 tys.). Stopa bezrobocia zwiększyła się w styczniu do 3,6% wobec 3,5% w grudniu, pozostając jednak znacząco poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,1%). Wzrostowi stopy bezrobocia towarzyszyło zwiększenie współczynnika aktywności zawodowej do 63,4% w styczniu wobec 63,2% w grudniu. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego zwiększyła się w styczniu do 3,1% wobec 3,0% w grudniu. Mimo nieznacznego wzrostu wskazuje ona na utrzymującą się niską presję płacową w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w styczniu do 50,9 pkt. wobec 47,8 pkt. w grudniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (48,5 pkt.). Tym samym indeks po raz pierwszy od lipca 2019 r. ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrostu od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zapasów. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje bardzo silny wzrost składowej dla bieżącej produkcji, który stanowi zaskoczenie w kontekście wyników badań koniunktury z poprzednich miesięcy wskazujących na spadek nowych zamówień. Odpowiedzi ankietowanych firm publikowane wraz z indeksem ISM wskazują, że w ujęciu sektorowym sytuacja jest bardzo zróżnicowana. Do silnej poprawy koniunktury w styczniu doszło w branży elektronicznej, podczas gdy respondenci z innych sektorów na ogół nadal skarżą się na utrzymujące się spowolnienie. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w styczniu do 55,5 pkt. wobec 54,9 pkt. w grudniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (55,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów jego składowych dla aktywności biznesowej oraz nowych zamówień, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw. Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB zmniejszy się w I kw. do 1,6% wobec 2,1% w IV kw. W II i III kw. oczekujemy jego dalszego obniżenia do 1,5%, co w znacznym stopniu związane będzie z wygaśnięciem pozytywnego efektu stymulacji fiskalnej, utrzymującą się wysoką niepewnością ograniczającą dynamikę inwestycji, a także coraz wolniejszą poprawą sytuacji na rynku pracy oddziałującą w kierunku obniżenia dynamiki konsumpcji.

 **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Komunikat po posiedzeniu RPP uległ wyraźnym zmianom, które miały na celu odniesienie się do problemu inflacji kształtującej się na podwyższonym poziomie. Po raz pierwszy Rada zaznaczyła, że w najbliższych miesiącach inflacja może przekroczyć górną granicę odchyłeń od celu inflacyjnego (3,5% r/r). W komunikacie zwrócono jednak uwagę, że do przejściowego wzrostu dynamiki cen przyczynią się czynniki o charakterze podażowym i regulacyjnym, a więc pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB inflacja będzie się obniżać. W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Rada dodała również, że obecny poziom stóp procentowych jednocześnie umożliwia realizację celu inflacyjnego w średnim okresie (por. MAKROpuls z 5.02.2020). Na konferencji po posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński podtrzymał wyrażony wcześniej pogląd, zgodnie z którym do końca jego kadencji stopy procentowe nie ulegną zmianie. Nadal uważa on, że w tym horyzoncie czasowym bardziej prawdopodobna jest obniżka stóp, niż ich podwyżka. Obecni na konferencji członkowie RPP E. Łon i K. Zubelewicz przedstawiali przeciwstawne opinie dotyczące odpowiedniego poziomu stóp procentowych. Pierwszy z nich widzi przestrzeń do obniżek stóp w celu pobudzenia wzrostu

- gospodarczego, a drugi uważa, że obecny poziom stóp jest za niski, a ich podwyżka oddziaływałyby w kierunku stabilizacji inflacji. Wypowiedzi członków Rady stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2021 r. mimo przejściowego przestrzelenia celu inflacyjnego NBP w I kw. br.
-  **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w styczniu do 47,4 pkt. wobec 48,0 pkt. w grudniu, kształtując się znacząco poniżej naszej prognozy (48,5 pkt.) i konsensusu rynkowego (48,3 pkt.).** Tym samym już piętnasty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów jego składowych dla zatrudnienia, czasu dostaw oraz bieżącej produkcji, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zapasów oraz nowych zamówień. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje najsilniejszy od stycznia 2009 r. spadek zatrudnienia. Należy zwrócić uwagę, że znacząca redukcja liczby etatów nastąpiła w warunkach stabilizującego się tempa spadku nowych zamówień ogółem i bieżącej produkcji. Dodatkowo Wskaźnik Oczekiwanej Produkcji (w horyzoncie 12 miesięcy) ukształtował się w styczniu na najwyższym poziomie od maja 2019 r. Tym samym trudno wytłumaczyć znaczące ograniczenie zatrudnienia pogorszeniem perspektyw popytu. Dlatego stawiamy hipotezę, że czynnikiem, który częściowo przyczynił się do wskazywanego przez firmy spadku zatrudnienia był silny wzrost płacy minimalnej z początkiem br. (por. MAKROmapa z 3.02.2020).
  -  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w grudniu o 3,5% m/m wobec wzrostu o 1,2% w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (-0,2%). W efekcie odsezonowana produkcja przemysłowa w Niemczech ukształtowała się na najniższym poziomie od sierpnia 2014 r. Spadek produkcji odnotowano we wszystkich jej kategoriach, przy czym w największym stopniu obniżyła się produkcja dóbr kapitałowych. Może to wskazywać, że niemieckie firmy silnie ograniczają inwestycje. W ujęciu sektorowym spadek dynamiki produkcji odnotowano w budownictwie oraz w przetwórstwie, podczas gdy dynamika produkcji w energetyce nieznacznie zwiększyła się. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie, które obniżyły się w grudniu o 2,1% m/m wobec spadku o 0,8% w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (+0,6%). Silny spadek zamówień wynikał z niższych zamówień zagranicznych, podczas gdy zamówienia krajowe nieznacznie się zwiększyły. Za obniżenie zamówień zagranicznych odpowiadały przede wszystkim niższe zamówienia z pozostałych krajów strefy euro. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zwiększyło się w grudniu do 19,2 mld EUR wobec 18,5 mld EUR w listopadzie. Jednocześnie dynamika eksportu wzrosła w grudniu do 0,1% m/m wobec -2,2% w listopadzie, podczas gdy dynamika importu obniżyła się do -0,7% wobec -0,6%. Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki są spójne z implikowanym na podstawie danych za cały 2019 r. tempem wzrostu gospodarczego w Niemczech w IV kw. (0,1% kw/kw – tyle samo co w III kw.). Wstępny szacunek niemieckiego PKB w IV kw. zostanie opublikowany w tym tygodniu.


**Prognozy na lata 2020 – 2021**


Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury, zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 8). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2020 r. wyniesie 2,7% r/r (3,0% przed rewizją), a w 2021 r. będzie równe 3,3% (bez zmian w porównaniu do poprzedniej prognozy). Rewizja w dół prognozowanego przez nas tempa wzrostu gospodarczego w br. jest podyktowana głównie dwoma czynnikami – wyraźnym zaskoczeniem w zakresie tempa i struktury wzrostu gospodarczego w IV kw. ub. r. oraz wybuchem epidemii koronawirusa w Chinach.

Dynamika PKB w 2019 r. ukształtowała się poniżej naszych oczekiwań, a to oznacza, że implikowane tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. (2,9% r/r) wskazuje na silniejsze od naszych wcześniejszych prognoz spowolnienie wzrostu PKB (por. MAKROpuls z 29.01.2020). Niższy punkt startowy oddziałuje w kierunku obniżenia ścieżki wzrostu gospodarczego również w 2020 r.

Na podstawie danych o PKB za 2019 r. można oczekiwać, że w IV kw. ub. r. odnotowano wyraźnie zwiększenie dynamiki inwestycji w Polsce do 7,2-7,3% r/r wobec 4,7% w III kw., do czego najprawdopodobniej przyczyniły się wyższe nakłady przedsiębiorstw na środki trwałe. Uważamy, że prawdopodobne wyraźne ożywienie inwestycji przedsiębiorstw w IV kw. nie utrzyma się w br. Głównymi czynnikami ograniczającymi aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw będą niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury za granicą, rosnące obciążenia związane z wyższymi kosztami pracy (składki na Pracownicze Programy Kapitałowe i wyższa płaca minimalna) oraz krótki cykl inwestycyjny. Wsparciem dla takiej oceny są wyniki badań koniunktury przedsiębiorstw (Szybki Monitoring NBP, styczeń 2020 r.), wskazujące na znaczne pogorszenie prognoz dotyczących sytuacji finansowej i planów inwestycyjnych firm, jak również wyniki ankiety NBP przeprowadzanej wśród komitetów kredytowych banków wskazujące na wyraźny spadek prognozowanego popytu na kredyt długoterminowy (inwestycyjny) dla dużych firm. Oczekujemy, że ze względu na wygasanie cyklu w inwestycjach publicznych, mniejszą absorpcję środków unijnych oraz zakłócenia związane z silnym wzrostem kosztów realizacji inwestycji publicznych w obszarze infrastruktury transportowej (drogi i kolej) inwestycje publiczne będą spadały w ujęciu rok do roku do końca 2020 r. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia już w III kw. ub. r. Czynnikiem ograniczającym spadek inwestycji publicznych ogółem będzie prognozowana przez jednostki samorządu terytorialnego (JST) stabilizacja wydatków majątkowych w br. (por. MAKROmapa z 27.01.2020). Dostrzegamy jednak wyraźne ryzyko w dół dla takiego scenariusza związane z rosnącymi kosztami JST (m.in. ze względu na podwyżkę płacy minimalnej) oraz spadkiem dochodów (m.in. efekt zmian w zakresie podatku dochodowego). Podsumowując, oczekujemy, że dynamika inwestycji ogółem w gospodarce narodowej będzie kształtowała się w br. w trendzie spadkowym i osiągnie ujemny poziom w IV kw., a w ujęciu średniorocznym będzie tylko nieznacznie dodatnia (0,7% r/r wobec 7,8% w 2019 r.).

Dane o PKB za 2019 r. wskazały na silniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań spadek dynamiki spożycia prywatnego w IV kw. Oczekujemy, że spowolnienie konsumpcji będzie kontynuowane w 2020 r. ze względu na rosnącą skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania (w następstwie wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy), uruchomienie PPK (oddziałujące w kierunku spadku dochodu

rozporządzalnego gospodarstw domowych), oczekiwany silny wzrost inflacji (patrz poniżej), wygasanie korzystnego wpływu wypłat transferów socjalnych oraz nieznaczny spadek zatrudnienia (efekt silnego wzrostu płacy minimalnej i spowolnienia popytu). Negatywne tendencje w zakresie kształtowania się zatrudnienia zasygnalizowały już styczniowe wyniki badań koniunktury (PMI, por. MAKROmapa z 03.02.2020 r.). Czynnikiem dynamizującym wzrost spożycia prywatnego będzie natomiast podwyższenie płacy minimalnej. Najnowsze informacje prasowe sygnalizują jednak, że wynagrodzenia najgorzej zarabiających osób mogą wzrosnąć w mniejszym stopniu niż wynikałoby to bezpośrednio z ustawowej podwyżki. Niektórzy przedsiębiorcy chcąc ograniczyć wyraźny wzrost kosztów pracy włączają dotychczasowe płacowe świadczenia pracownicze (np. dodatki funkcyjne) do wynagrodzenia zasadniczego – spełniając tym samym nowe regulacje w zakresie płacy minimalnej – przez co rzeczywisty dochód pracowników nie zmienia się istotnie. Biorąc pod uwagę przedstawione tendencje prognozujemy, że spożycie prywatne zwiększy się o 3,2% r/r w 2020 r. wobec wzrostu o 3,9% w 2019 r.

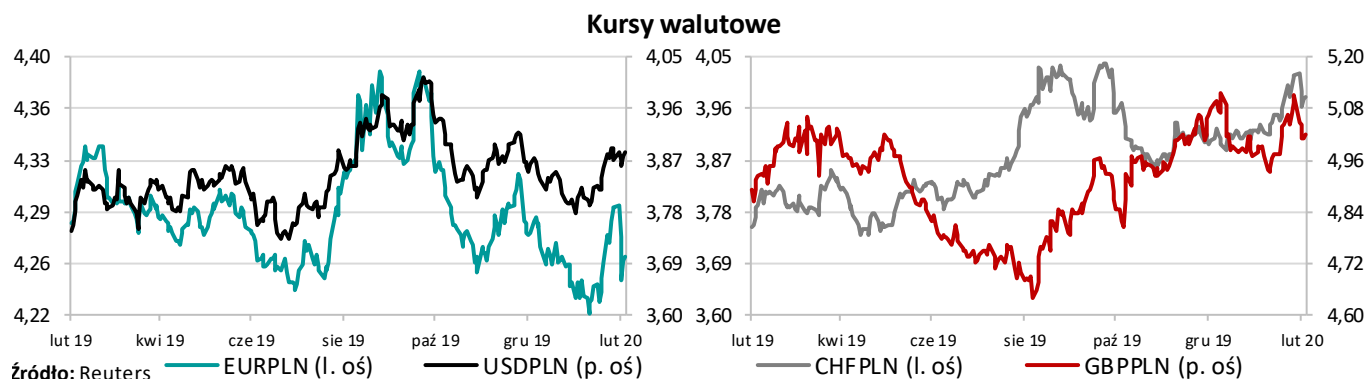
W naszym najnowszym scenariuszu makroekonomicznym uwzględniliśmy wpływ epidemii wirusa 2019-nCov na aktywność gospodarczą w świecie oraz w Polsce. Uważamy, że czasowe wstrzymanie lub ograniczenie działalności wielu przedsiębiorstw w Chinach, jak również mniejsza aktywność zakupowa obywateli przyczynią się do wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB w Chinach. Szacujemy, że dynamika PKB w Chinach ukształtuje się w I kw. na poziomie ok. 4,0% r/r wobec 6,0% w IV kw. ub. r. Zakładamy, że tempo rozprzestrzeniania się koronawirusa będzie stopniowo wyhamowywać i na przełomie I i II kw. br. negatywny wpływ epidemii na aktywność gospodarczą w Chinach będzie stopniowo wygasał. Szacujemy, że w skali całego 2020 r. epidemia wirusa 2019-nCov będzie oddziaływała w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Chinach o 1,5 pkt. proc. W naszym scenariuszu zakładamy jednak, że władze chińskie podejmą zdecydowane działania mające na celu wyraźne pobudzenie popytu krajowego za pomocą narzędzi polityki pieniężnej i fiskalnej, co w skali całego roku prawie w pełni zneutralizuje negatywny wpływ koronawirusa. Tym samym od II kw. br. oczekujemy znaczącego ożywienia aktywności gospodarczej w Chinach i prognozujemy, że średniorocznie tempo wzrostu PKB ukształtuje się na poziomie 5,7% wobec 6,1% w 2019 r.

Uważamy, że w ujęciu bezpośrednim spowolnienie w Chinach będzie miało ograniczony wpływ na dynamikę PKB w Polsce. Eksport do Chin stanowi tylko 1% całkowitego eksportu towarów z Polski. Dodatkowo, mniej niż 20% z tej wartości to dobra konsumpcyjne (w tym żywność), co sygnalizuje, że wpływ mniejszej aktywności zakupowej chińskich obywateli w krótkim okresie będzie miał zanedbywalny wpływ na bezpośredni import towarów z Polski do Chin. W zakresie pozostałych towarów, ewentualne straty w I kw. zostaną najprawdopodobniej odrobione w czasie oczekiwanego ożywienia w Chinach w pozostałej części roku. Negatywny wpływ koronawirusa na aktywność w Polsce nie ogranicza się jedynie do bezpośredniego oddziaływania, należy również uwzględnić kanał tzw. łańcuchów dostaw, czyli pośredni wpływ realizujący się poprzez niższe tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro. Biorąc pod uwagę słabszy od oczekiwań wzrost gospodarczy w obszarze wspólnej waluty w IV kw. ub. r. (por. MAKROmapa z 03.02.2020) i niższy popyt ze strony Chin, szacujemy, że dynamika PKB w strefie euro w 2020 r. będzie niższa o ok. 0,2 pkt. proc. w porównaniu do naszych poprzednich założeń. Będzie to prowadzić do osłabienia popytu na wytwarzane w Polsce towary stanowiące wsad do produkcji dóbr finalnych (dobra pośrednie). Biorąc pod uwagę, że polskie firmy mają obecnie do czynienia z zaległościami produkcyjnymi i zakładając że epidemia znacznie wygasa na przełomie I i II kw. br. uważamy, że całkowity wpływ spowolnienia w Chinach będzie miał tylko nieznacznie negatywny wpływ na kształtowanie się polskiego eksportu w całym 2020 r. W świetle powyższych tendencji nasza prognoza dynamiki eksportu została zrewidowana tylko nieznacznie w dół w porównaniu do tej przygotowanej w grudniu. Jednocześnie ze względu na prognozowany przez nas wolniejszy wzrost konsumpcji i inwestycji obniżyliśmy oczekiwaną ścieżkę importu. W rezultacie kontrybucja eksportu netto do PKB będzie czynnikiem stabilizującym wzrost gospodarczy w horyzoncie prognozy.

Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji w 2020 r. Niższa aktywność gospodarcza w Chinach oddziałuje w kierunku spadku cen ropy na światowym rynku, które w krótkim okresie będą kształtowały się wyraźnie poniżej naszych wcześniejszych założeń. Będzie to czynnik ograniczający tempo wzrostu cen paliw i inflacji ogółem w najbliższych miesiącach. Jednocześnie zrewidowaliśmy w górę naszą ścieżkę cen żywności. Obecnie uważamy, że dynamika cen w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe w 2020 r. nie zmieni się w porównaniu do 2019 r. i wyniesie 4,9% r/r, z kolei w 2021 r. obniży się ona do 0,7% r/r. Wyższa ścieżka cen żywności wynika z silniejszego od naszych wcześniejszych oczekiwań wzrostu cen mięsa wieprzowego ze względu na ASF w Chinach, a także planowanego wprowadzenia w kwietniu br. tzw. opłaty cukrowej, która doprowadzi do znaczącego wzrostu cen napojów słodzonych. Niemniej podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą inflacja cen żywności w I kw. br. osiągnie swoje maksimum lokalne i w kolejnych kwartałach będzie kształtowała się w łagodnym trendzie spadkowym osiągając minimum lokalne w II kw. 2021 r. na poziomie ok. 0,2% r/r. Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy cen żywności są warunki agrometeorologiczne. W naszym scenariuszu zakładamy, że w horyzoncie naszej prognozy ukształtują się one na poziomie średniej wieloletniej, stąd ewentualne wystąpienie trzeciej suszy z rzędu w br. stanowi istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy. Nasza prognoza inflacji bazowej nie uległa znaczącym zmianom. Na początku 2020 r. impulsem proinflacyjnym będzie wyraźny wzrost płacy minimalnej, który przyczyni się do dalszego narastania, obserwowanej w ostatnich miesiącach presji kosztowej. W II poł. 2020 r. powinniśmy obserwować wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej w warunkach obniżającej się dynamiki PKB. Podsumowując, prognozujemy, że inflacja wyniesie średniorocznie 3,2% w 2020 r. W 2021 r. z uwagi na efekty wysokiej bazy oraz wejście w życie rządowych rekompensat za podwyżki cen prądu oczekujemy, że inflacja obniży się do 1,6%.

Podtrzymaliśmy nasze przewidywania dotyczące perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Zgodnie z zarysowanym powyżej scenariuszem oczekujemy kontynuacji spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz spadku inflacji począwszy od połowy 2020 r. W rezultacie uważamy, że stopy procentowe NBP pozostaną na niezmiennym poziomie w horyzoncie naszej prognozy. Wypowiedzi prezesa NBP na konferencji po lutowym posiedzeniu RPP stanowią wsparcie dla naszego scenariusza (por. MAKROpuls z 05.02.2020). Ze względu na spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego i utrzymującą się światową awersję do ryzyka oczekujemy, że potencjał złotego do dalszego umocnienia jest ograniczony. Prognozujemy, że kurs EURPLN będzie kształtował się w pobliżu poziomu 4,29 do końca 2020 r. Wraz z oczekiwanym przez nas lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w 2021 r. kurs złotego będzie umacniał się z zasięgiem 4,25 względem euro.

## Krajowe dane o inflacji kluczowe dla złotego



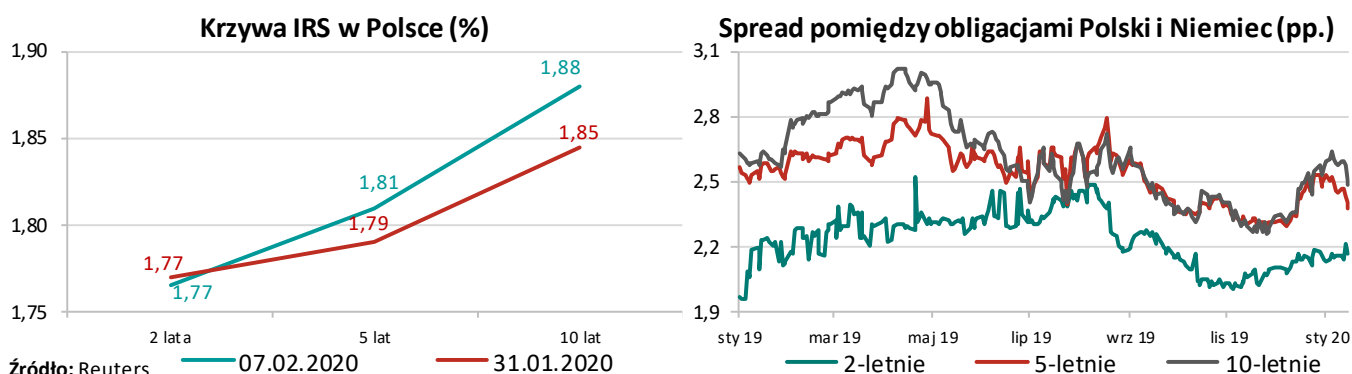
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2607 (umocnienie złotego o 0,8%).** W pierwszej części tygodnia doszło do umocnienia złotego oraz innych walut rynków wschodzących. Było ono związane ze spadkiem światowej awersji do ryzyka, który znalazł odzwierciedlenie w obniżeniu indeksu VIX. Większemu popytowi na ryzykowne aktywa sprzyjało obniżenie niepewności wokół epidemii

koronawirusa wraz z pojawianiem się informacji wskazujących na spowolnienie wzrostu liczby osób zarażonych wirusem oraz postępy w pracach nad sposobem leczenia tej choroby. W czwartek i w piątek doszło do korekty i nieznacznego osłabienia złotego. Kurs EURPLN pozostał jednak wyraźnie poniżej poziomów z poniedziałkowego otwarcia.

Na uwagę zasługuje również ubiegłotygodniowe umocnienie dolara względem euro. Było ono efektem publikacji wyraźnie słabszych od oczekiwań danych z niemieckiej gospodarki o nowych zamówieniach w przetwórstwie i produkcji przemysłowej oraz wyraźnie lepszych od konsensusu danych z USA (indeksy ISM oraz zatrudnienie poza rolnictwem). W konsekwencji kurs EURUSD osiągnął w ubiegłym tygodniu najniższy poziom od października ub.r. (1,09).

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą krajowe dane o inflacji. W przypadku realizacji naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą one przyczynić się do umocnienia polskiej waluty. W kierunku podwyższonej zmienności kursu złotego mogą oddziaływać natomiast zaplanowane na ten tydzień wystąpienia szefa FED J. Powella przed Kongresem. Krajowe dane o PKB i bilansie płatniczym nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na złotego. Neutralne dla kursu polskiej waluty będą również liczne dane z USA (inflacja, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Jednocześnie można oczekiwać, że rynek walutowy pozostanie pod wpływem doniesień nt. epidemii koronawirusa.

## Stawki IRS pozostają pod wpływem doniesień nt. epidemii koronawirusa



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,77, 5-letnie zwiększyły się do poziomu 1,81 (wzrost o 2pb), a 10-letnie do 1,88 (wzrost o 3pb). W pierwszej części tygodnia doszło do wzrostu stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. W znacznym stopniu był on efektem obniżenia globalnej awersji do ryzyka związanej z epidemią koronawirusa. W czwartek i piątek doszło jednak do korekty i spadku stawek IRS. Lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy były neutralne dla krzywej. W czwartek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2020 r. i 2021 r. za 6,3 mld PLN i za taką samą kwotę sprzedało obligacje o 2-, 4-, 5-, 9- i 27-letnich terminach zapadalności. Aukcja nie miała istotnego wpływu na stawki IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą dane o inflacji w Polsce. Uważamy, że realizacja naszej wyższej od konsensusu rynkowego prognozy może przyczynić się do wzrostu stawek IRS. We wtorek i w środę możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynku ze względu na wystąpienia szefa FED J. Powella przed Kongresem. Krajowe dane o PKB i bilansie płatniczym nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą również publikacje licznych danych z USA

(inflacja, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Jednocześnie można oczekiwać, że rynek długu pozostanie pod wpływem doniesień nt. epidemii koronawirusa.

## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 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	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	<b>4,27</b>
Kurs USDPLN*	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	<b>3,85</b>
Kurs CHFPLN*	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	<b>3,92</b>
Inflacja CPI (r/r, %)	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	<b>4,3</b>	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	<b>3,3</b>	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	<b>-1,6</b>	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	<b>1,2</b>	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	<b>5,9</b>	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	<b>7,0</b>	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	<b>1,8</b>	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	<b>5,5</b>	
Saldo ROB (mln EUR)	2529	-630	217	542	430	-114	-915	-246	962	573	1457	<b>-571</b>		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,9	10,5	7,8	9,6	11,5	-2,6	5,9	-1,8	13,5	3,8	-1,0	<b>5,6</b>		
Import (r/r, %, EUR)	2,1	8,4	2,8	8,0	11,1	-5,4	6,9	-3,4	6,4	-0,2	-4,6	<b>4,1</b>		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2019				2020				2019	2020	2021	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,8	4,6	3,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,4	4,0	2,7	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	4,4	3,9	3,4	3,4	3,3	3,1	3,0	3,9	3,2	2,8	
Inwestycje (% r/r)	12,2	9,1	4,7	7,2	3,9	2,2	0,8	-1,8	7,8	0,7	3,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	3,2	5,0	4,0	3,5	3,6	4,2	4,4	4,8	3,9	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	3,1	3,9	5,2	3,8	3,4	2,9	2,3	4,5	3,1	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,5	2,5	2,2	1,7	2,1	1,9	1,8	1,5	2,2	1,8	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,5	0,8	1,8	0,5	0,4	0,1	-0,5	1,4	0,1	0,6
	Eksport netto (pp.)	1,0	0,2	0,8	-0,5	0,0	0,3	0,8	1,2	0,4	0,6	0,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,6	-0,4	0,2	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,6	0,1	-0,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,3	5,1	5,2	5,5	5,0	5,0	5,3	5,2	5,3	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,1	7,0	7,7	7,0	7,5	7,6	7,4	7,0	7,2	7,4	6,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	2,4	2,8	2,8	4,2	3,4	2,8	2,5	2,3	3,2	1,6	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	
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	
EURPLN**	4,30	4,24	4,37	4,26	4,29	4,29	4,29	4,29	4,26	4,29	4,25	
USDPLN**	3,84	3,73	4,01	3,79	3,83	3,73	3,64	3,70	3,79	3,70	3,76	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 10.02.2020 r.</b>						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Styczeń	-0,5		0,1
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Styczeń	4,5		4,9
10:00	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Luty	7,6		
<b>Środa 12.02.2020r.</b>						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,2		-0,3
<b>Czwartek 13.02.2020 r.</b>						
<b>14:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)</b>	<b>Grudzień</b>	<b>1457</b>	<b>-571</b>	<b>-551</b>
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	216		215
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Styczeń	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Styczeń	0,1	0,3	0,2
<b>Piątek 14.02.2020 r.</b>						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1	0,1	0,1
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Wstępny PKB (% r/r)</b>	<b>IV kw.</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Styczeń</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1	0,1	0,1
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	IV kw.	1,0	1,0	1,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Styczeń	0,3	0,4	0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-0,3	-0,3	-0,1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Styczeń	77,0		76,9
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Grudzień	-0,2		0,1
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	99,8	99,0	99,7

\* 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