

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC utrzyma niezmienione parametry polityki pieniężnej w strefie euro. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC obniży stopę depozytową o 10 pb dopiero w czerwcu br. Dostrzegamy ryzyko, że decyzja o złagodzeniu polityki pieniężnej może się zmaterializować wcześniej – w tym tygodniu (30% prawdopodobieństwo) lub na posiedzeniu w kwietniu (20%). EBC ma obecnie dużo mniejsze pole manewru w polityce pieniężnej niż FED, a ewentualna obniżka stóp procentowych w ograniczonym stopniu łagodziłaby negatywny wpływ epidemii koronawirusa na sytuację gospodarczą w strefie euro. Obecnie bardziej prawdopodobny jest scenariusz stymulowania wzrostu gospodarczego za pomocą polityki fiskalnej. Podczas konferencji zaprezentowane zostaną wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej. Oczekujemy, że ścieżki wzrostu gospodarczego i inflacji zostaną obniżone w porównaniu do grudniowej prognozy. Rynek wycenia obecnie obniżkę stóp procentowych na posiedzeniu EBC w tym tygodniu. Tym samym materializacja naszej prognozy byłaby pozytywna dla kursu EURUSD i EURPLN oraz rentowności polskich obligacji. Odnotowany dziś silny spadek cen ropy na światowym rynku, oddziałujący w kierunku obniżenia inflacji w strefie euro (patrz poniżej), stanowi istotne ryzyko w dół dla przedstawionego powyżej naszego scenariusza bazowego dotyczącego kształtowania się stóp procentowych EBC.
- **W piątek poznamy dane o lutowej inflacji w Polsce.** Jednocześnie podane zostaną nowe wagi kategorii koszyka inflacyjnego i zrewidowany poziom inflacji w styczniu. Oczekujemy, że roczna dynamika cen nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniosła 4,4% r/r, na co złożyła się wyższa inflacja bazowa oraz spadek dynamiki cen paliw i żywności. Nasza prognoza jest zgodna z oczekiwaniami rynku, a tym samym publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem zmniejszyła się w lutym do 2,2% r/r wobec 2,5% w styczniu, na co złożyły się stabilizacja inflacji bazowej (2,3%) oraz wolniejszy wzrost cen nośników energii i żywności. Zza oceanu napłyną również wyniki badań koniunktury. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (97,0 pkt. w marcu wobec 101,0 pkt. w lutym) zasygnalizuje pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych, wynikające głównie z obaw o epidemię wirusa COVID-19. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **Na piątek zaplanowana jest publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's.** W kwietniu 2019 r. Moody's potwierdził długoterminowy rating Polski na poziomie "A2" z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji agencja wskazała na solidne fundamenty polskiej gospodarki (szybki wzrost PKB zapewniający doganianie krajów rozwiniętych), dobrą sytuację w finansach publicznych (pomimo zapowiedzianego rozluźnienia polityki fiskalnej) oraz niekorzystne zmiany w sferze instytucjonalnej (pogorszenie oceny praworządności oraz zmiany w sądownictwie). W październiku ub. r. agencja informowała, że jej zdaniem polityka gospodarcza PiS oraz kontynuacja obecnego kierunku zmian w systemie sądownictwa jest negatywna dla oceny wiarygodności kredytowej Polski. Moody's zwracał również uwagę na trwający konflikt Polski z Unią Europejską oraz zaznaczał, że planowany przez rząd silny wzrost płacy minimalnej może nieść ryzyko dla konkurencyjności polskiej gospodarki w średnim terminie, skutkować wzrostem inflacji oraz, ostatecznie, wyższym bezrobociem strukturalnym. Oczekujemy, że agencja Moody's utrzyma w tym tygodniu niezmieniony rating Polski i jego perspektywę, jednak wydźwięk komunikatu będzie bardziej negatywny niż podczas ostatniej oceny. Zwróci on najprawdopodobniej uwagę na obchodzenie reguły wydatkowej przez rząd (przesuwanie wydatków publicznych poza budżet centralny w celu sfinansowania m.in. 13-tej emerytury). Moody's najprawdopodobniej zaznaczy, że takie działanie zwiększa ryzyko wyraźnego pogorszenia sytuacji w finansach




publicznych w kolejnych latach, co byłoby negatywne dla ratingu. Decyzja zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.

- ✔ **Dzisiaj poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 3,0% m/m wobec spadku o 2,2% w grudniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (1,7%). W ujęciu sektorowym wzrost dynamiki produkcji odnotowano we wszystkich jej działach: przetwórstwie, budownictwie i energetyce. Dzisiaj opublikowane zostały także dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo obniżyło się w styczniu do 19,0 mld EUR wobec 18,5 mld EUR w grudniu. Jednocześnie dynamika eksportu spadła w styczniu do 0,0% m/m wobec 0,2% w grudniu, podczas gdy dynamika importu zwiększyła się do 0,5% wobec -0,3%. W naszej ocenie do dzisiejszych danych należy podchodzić z dużą ostrożnością ponieważ nie uwzględniają one jeszcze negatywnego efektu epidemii koronawirusa na aktywność gospodarczą w Niemczech (patrz poniżej). Stąd są one neutralne dla rynków finansowych.
- ✔ **W weekend opublikowane zostały dane nt. chińskiego bilansu handlowego, którego saldo w okresie styczeń-luty zmniejszyło się do -7,1 mld USD wobec 41,5 mld USD w analogicznym okresie 2019 r.** Spadek odnotowano także w przypadku eksportu (-17,2% r/r) oraz importu (-4,0% r/r). Dane wskazują na silny negatywny wpływ epidemii koronawirusa na aktywność w handlu zagranicznym Chin. Jednocześnie sygnalizują one, że eksport netto będzie miał znaczący ujemny wkład do dynamiki chińskiego PKB w I kw. W strukturze danych na uwagę zasługuje relatywnie wysoka dynamika importu towarów wykorzystywanych w budownictwie. Sugeruje to, że Chiny przygotowują się do uruchomienia programów infrastrukturalnych mających na celu pobudzenie wzrostu gospodarczego. Na podstawie napływających w ostatnich tygodniach informacji dotyczących chińskiej gospodarki, szacujemy obecnie, że tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniży się do ok. 1,0% r/r w I kw. wobec 6,0% w IV kw. ub. r.
- ✔ **Dzisiaj odnotowano znaczący spadek cen ropy naftowej na światowym rynku.** Cena ropy Brent kształtuje się obecnie na poziomie nieznacznie wyższym niż 30 USD za baryłkę. Silna przecena jest wynikiem braku porozumienia OPEC w sprawie ograniczenia podaży ropy w warunkach zmniejszonego popytu wynikającego z rozprzestrzenienia się epidemii wirusa COVID-19. Dodatkowo Arabia Saudyjska zapowiedziała zwiększenie wydobycia surowca. Jeżeli niska cena ropy utrzyma się przez dłuższy czas, będzie to kolejny po epidemii koronawirusa czynnik istotny czynnik antyinflacyjny. Tym samym dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla przedstawionych przez nas scenariuszy stóp procentowych w Polsce i na świecie (patrz niżej).


W zeszłym tygodniu

- ✔ **FED obniżył w ubiegłym tygodniu przedział dla wahań stopy funduszy federalnych o 50 pb do poziomu [1,00%; 1,25%].** Decyzja FED została podjęta w trybie nadzwyczajnym, w oderwaniu od harmonogramu posiedzeń FOMC. Ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w październiku 2008 r. podczas ostatniego kryzysu finansowego. Nieoczekiwana obniżka stóp procentowych w USA doprowadziła do silnego osłabienia dolara względem euro. FED uzasadniając swoją decyzję koniecznością przeciwdziałania negatywnym skutkom rozprzestrzeniającej się epidemii koronawirusa na amerykańską gospodarkę. Jednocześnie w komunikacie podtrzymana została deklaracja, że Rezerwa Federalna będzie śledzić sytuację i wspierać gospodarkę „reagując w odpowiedni sposób”. Odczytujemy to jako zapowiedź kolejnych obniżek stóp procentowych. Uważamy, że FED dokona jeszcze dwóch obniżek o łącznej skali 50 bp, a ich czas zależeć będzie od rozwoju epidemii koronawirusa. W sytuacji jego szybkiego rozprzestrzeniania FED może złagodzić politykę monetarną już na marcowym posiedzeniu, w innym przypadku najprawdopodobniej wstrzyma się do kwietnia. Obecnie rynek wycenia jeszcze obniżki stóp

procentowych o łącznej skali 100 pb do końca 2020 r. (50 pb w marcu, 25 pb w kwietniu i kolejne 25pb w II poł. br.).

-  **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w lutym o 273 tys. wobec 225 tys. w styczniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (175 tys.) oraz naszej prognozy (170 tys.).** Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w oświacie i służbie zdrowia (+54,0 tys.), wypoczynku i rekreacji (+51,0 tys.) oraz sektorze rządowym (+45,0 tys.). Zatrudnienie obniżyło się natomiast w handlu detalicznym (-7,0 tys.), transporcie i magazynowaniu (-4,0 tys.) oraz handlu hurtowym (-2,6 tys.). Stopa bezrobocia zmniejszyła się w lutym do 3,5% wobec 3,6% w styczniu, kształtując zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi równymi naszej prognozie. Tym samym stopa bezrobocia w USA pozostaje znacząco poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,1%). Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej nie zmienił się w lutym w porównaniu do stycznia i wyniósł 63,4%. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się w lutym do 3,0% wobec 3,1% w styczniu, wskazując na utrzymującą się niską presję płacową w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa obniżył się w lutym do 50,1 pkt. wobec 50,9 pkt. w styczniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (50,4 pkt.). Podobnie jak w przypadku publikowanych w ostatnim czasie analogicznych wskaźników koniunktury w przetwórstwie dla innych gospodarek czynnikiem stabilizującym jego wartość w lutym był silny wzrost składowej dla czasu dostaw (efekt zaburzeń w światowych łańcuchach dostaw ze względu na epidemię koronawirusa), podczas gdy składowe dla nowych zamówień, bieżącej produkcji oraz zapasów obniżyły się. Tym samym jego wartość w luty jest zawyżona i nie odzwierciedla w pełni pogorszenia sytuacji w amerykańskim przetwórstwie. Wzrost odnotował natomiast indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w lutym do 57,2 pkt. wobec 55,5 pkt. w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów jego składowych dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla aktywności biznesowej. Ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię koronawirusa zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę tempa wzrostu PKB w USA. Obecnie oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w II kw. osiągnie swoje minimum lokalne i wyniesie 0,9% wobec 1,2% w I kw., a w III kw. i IV kw. wyniesie odpowiednio 1,7% i 1,6%.
-  **Zamówienia w niemieckim przetwórstwie zwiększyły się w styczniu o 5,5% m/m wobec spadku o 2,1% w grudniu, kształtując się znacząco powyżej oczekiwań rynku (+1,4% m/m).** Jednocześnie jest to ich najwyższa miesięczna dynamika od lipca 2014 r. Wzrost zamówień wynikał z wyższych zamówień zagranicznych, podczas gdy zamówienia krajowe obniżyły się. W przypadku zamówień zagranicznych silny wzrost odnotowano zarówno w przypadku zamówień z pozostałych krajów strefy euro, jak i krajów spoza obszaru wspólnej waluty. W świetle rozprzestrzeniającej się epidemii COVID-19, która zrywa światowe łańcuchy dostaw, należy podchodzić do tych danych z dużą ostrożnością. W styczniu epidemia miała wciąż niewielki zasięg geograficzny dlatego jej wpływ na zamówienia był ograniczony. Dane za luty najprawdopodobniej wskażą na silny spadek zamówień. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB nie zmieni się w I kw. w porównaniu do IV kw. i wyniesie 0,0%, a w II kw. obniży się do -0,1%.
-  **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, a jednocześnie umożliwia realizację celu inflacyjnego w średnim okresie. Podobnie jak przed miesiącem, Rada oczekuje, że w najbliższych kwartałach roczny wskaźnik inflacji może utrzymywać się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego ze względu na oddziaływanie czynników o charakterze podażowym i regulacyjnym, a więc pozostających

poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB inflacja będzie się obniżać. Rada oczekuje, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej dynamika cen będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Przewidywana w marcowej projekcji NBP ścieżka inflacji w latach 2020-2021 została w porównaniu z projekcją listopadową zrewidowana w górę. Z kolei ścieżka PKB została zrewidowana w dół w porównaniu do ścieżki przedstawionej w listopadzie (por. MAKROpuls z 04.03.2020). Podczas konferencji prezes NBP zaznaczył, że „panika związana z epidemią koronawirusa niesie ze sobą pewne ryzyko osłabienia koniunktury”. Dodał on również, że trudno obecnie ocenić skalę tego ryzyka. Jednocześnie nie poinformował bezpośrednio, czy marcowa projekcja uwzględnia wpływ epidemii koronawirusa. A. Glapiński podtrzymał swoją ocenę, zgodnie z którą stopy procentowe pozostaną najprawdopodobniej stabilne do końca kadencji. Podobny pogląd przedstawili obecni na konferencji członkowie RPP G. Ancyparowicz i R. Sura. Prezes NBP podkreślił, że ewentualne łagodzenie polityki pieniężnej miałyby ograniczony wpływ na tempo wzrostu PKB w Polsce. A. Glapiński dodał również, że ewentualne łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC nie skłoniłoby RPP do podobnego działania. Wypowiedzi członków Rady stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2021 r. pomimo potencjalnie niekorzystnego wpływu koronawirusa na aktywność gospodarczą w Polsce.

 **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro obniżyła się w lutym do 1,2% r/r wobec 1,4% w styczniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym równym naszej prognozie.** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii (-0,3% r/r w lutym wobec 1,9% w styczniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało zwiększenie dynamiki cen dóbr przemysłowych (0,5% wobec 0,3%). Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie kształtowała się w trendzie spadkowym i w czerwcu osiągnie ona swoje minimum lokalne na poziomie 0,7%. Spadek inflacji w I poł. br. wynikać będzie z obniżenia dynamiki cen nośników energii. W II poł. 2020 r. prognozujemy nieznaczny wzrost inflacji, jednak do końca roku nie przekroczy ona poziomu 1,0%. Obserwowany w ostatnich dniach silny spadek cen ropy naftowej na światowym rynku stanowi istotne ryzyko w dół dla tej prognozy.

Polska najbardziej odporna na COVID-19 na tle regionu

W ubiegłym tygodniu przedstawiliśmy nasz „czarny scenariusz” dotyczący wpływu rozwoju epidemii koronawirusa na aktywność gospodarczą w Polsce (por. MAKROmapa z 02.03.2020). Poniżej analizujemy, jak taki sam rozwój wypadków wpłynąłby na sytuację makroekonomiczną innych krajów regionu – Czech, Rumuni i Węgier. Ponownie analizujemy te same cztery kanały oddziaływania – niższy popyt bezpośrednio ze strony Chin, zakłócenia w łańcuchach dostaw związanych z wstrzymaniem produkcji w Chinach, mniejszy popyt na eksport ze strony Włoch w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa COVID-19 w tym kraju oraz niższy eksport dóbr pośrednich do Niemiec wynikającego z osłabienia popytu na dobra finalnie eksportowane do Chin. Należy podkreślić, że nie jest to nasza prognoza najbardziej prawdopodobnego rozwoju sytuacji w kontekście epidemii koronawirusa, tylko „czarny”, pesymistyczny scenariusz, o niskim prawdopodobieństwie materializacji. Poniższe szacunki wpływu na dynamikę PKB w krajach regionu prezentujemy w ujęciu szoku realizującego się przez okres jednego roku.

Niższy eksport bezpośrednio do Chin

Ekspozycja państw regionu na spadek eksportu do Chin jest niska. Eksport do Państwa Środka stanowi 1,3% całkowitego eksportu towarów Czech, 1,1% eksportu Rumunii oraz 1,9%. Gospodarki Czech i Węgier są jednak bardziej otwarte niż gospodarka rumuńska, a tym samym w tych krajach niższy popyt zagraniczny ma większy wpływ na wzrost gospodarczy. Zakładając w „czarnym scenariuszu”, że spowolnienie w Chinach przyczyniłoby się do całkowitego wstrzymania importu towarów z państw regionu przez okres jednego roku, oddziaływałoby ono w kierunku spadku dynamiki PKB w Czechach o 1,1 pkt. proc., na Węgrzech o 1,5 pkt. proc. i 0,4 pkt. proc. w Rumunii w skali całego roku.

Zakłócenia w łańcuchach dostaw pomiędzy Chinami i krajami regionu

Podobnie jak w Polsce, dużo ważniejszy od bezpośredniego wpływu niższego popytu ze strony Chin na eksport towarów z krajów regionu jest kanał oddziaływania przez tzw. łańcuchy dostaw. Ponownie założyliśmy, że „w czarnym scenariuszu” produkcja w branżach przetwórstwa, w których co najmniej 10% zużycia pośredniego pochodzi z importu z Chin zostanie całkowicie wstrzymana. W przypadku wszystkich trzech krajów do tych branż należy „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych”, w Czechach i na Węgrzech również zalicza się „produkcja urządzeń elektrycznych”, a w Rumunii „produkcja maszyn i urządzeń”. Wspomniane branże odpowiadają łącznie za 14,6% całkowitej produkcji przetwórstwa przemysłowego w Czechach, 16,6% na Węgrzech i 8,0% w Rumunii. Uważamy, że wpływ wstrzymania produkcji w tych kategoriach na dynamikę PKB będzie proporcjonalny do ich udziału w tworzeniu wartości dodanej. Dlatego w „czarnym scenariuszu” przyjmujemy, że zakłócenia w łańcuchu dostaw pomiędzy Chinami i krajami regionu będą oddziaływały (w skali całego roku) w kierunku obniżenia dynamiki PKB o 3,6 pkt. proc. w Czechach, 3,1 pkt. proc. na Węgrzech i 1,5 pkt. proc. w Rumunii.

Niższy eksport z krajów regionu do Niemiec

W naszym „czarnym scenariuszu” założyliśmy całkowite wstrzymanie eksportu samochodów z Niemiec do Chin, co przyczyni się do zmniejszenia zapotrzebowania branży motoryzacyjnej w Niemczech na półprodukty z krajów regionu o ok. 10% (proporcjonalnie do wagi Chin w eksporcie niemieckiej branży motoryzacyjnej). Na potrzeby branży motoryzacyjnej w Niemczech z Czech i Węgier importowane są dobra pośrednie o wartości ok. 7 mld USD rocznie (z każdego kraju osobno) i ok. 5 mld USD z Rumunii. Zmniejszona wysyłka dóbr pośrednich do Niemiec oznaczałaby spadek całkowitego eksportu z Czech o 0,4% w skali całego roku i obniżenie dynamiki PKB w tym kraju o 0,3 pkt. proc. W przypadku Węgier te wskaźniki byłyby niższe odpowiednio o 0,6% i 0,4 pkt. proc., a w przypadku Rumunii o 0,7% i 0,2 pkt. proc.

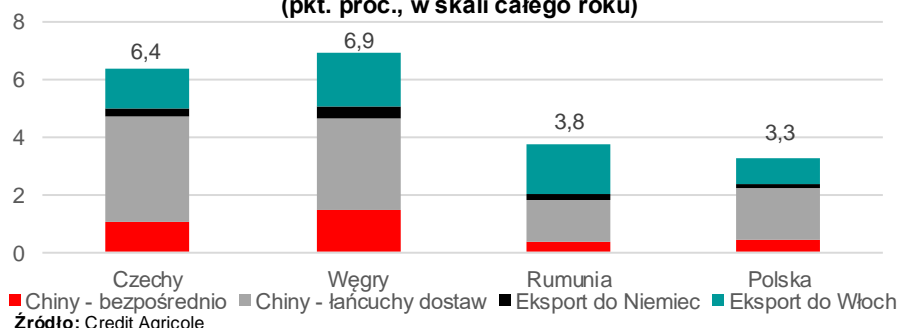
Niższy eksport z krajów regionu do Włoch

W naszym „czarnym scenariuszu” zakładamy, że rozprzestrzeniająca się epidemia doprowadzi do niemal całkowitego wstrzymania eksportu towarów z krajów regionu skierowanego do północnego terytorium Włoch, odpowiadającego za wytworzenie ok. 50% PKB w tym kraju. Dlatego przyjmujemy założenie, że eksport towarów (wszystkich rodzajów dóbr poza inwestycyjnymi) z krajów regionu do Włoch zmniejszy się o połowę. Będzie to oddziaływało w kierunku spadku całkowitego eksportu towarów z Czech o 1,7% w skali całego roku i obniżenia dynamiki PKB w tym kraju o 1,4 pkt. proc. W przypadku Węgier te wskaźniki byłyby niższe odpowiednio o 2,4% i 1,9 pkt. proc., a w przypadku Rumunii o 5,1% i 1,7 pkt. proc.

W przypadku materializacji naszego „czarnego scenariusza” uwzględniającego opisane powyżej cztery kanały oddziaływania można oczekiwać obniżenia dynamiki PKB w Czechach o 6,4 pkt. proc., 6,9 pkt.

proc. na Węgrzech i 3,8 pkt. proc. w Rumunii, w warunkach szoku realizującego się przez okres jednego roku. Podobnie jak w przypadku Polski trudno oczekiwać, że taki szok trwałby cały rok – epidemia zostanie najprawdopodobniej opanowana wcześniej, co skróci okres negatywnego oddziaływania wirusa COVID-19 na aktywność gospodarczą w Polsce do ok. pół roku. Ponadto istnieją inne elementy łagodzące wpływ „czarnego scenariusza” na aktywność gospodarczą krajów regionu, np. jednoczesny spadek importu w krajach regionu (por. MAKROMAPA z 02.03.2020). Tym samym wspomnianą skalę oddziaływania należałoby zmniejszyć o połowę. Dodatkowo, trzeba zwrócić uwagę, że nasz scenariusz zakłada brak zdecydowanej reakcji ze strony polityki pieniężnej i fiskalnej w krajach regionu, która złagodziłaby negatywny wpływ szoku. Należy jeszcze raz podkreślić, że nie jest to nasz scenariusz bazowy dla dalszego rozwoju sytuacji, tylko scenariusz bardzo pesymistyczny, któremu towarzyszy niskie prawdopodobieństwo realizacji.

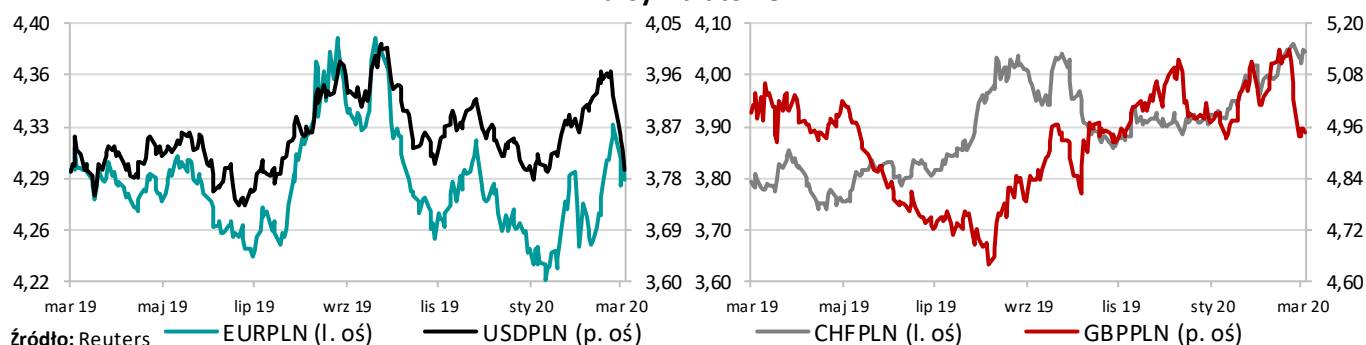
**"Czarny scenariusz" - neagtywny wpływ na dynamikę PKB
 (pkt. proc., w skali całego roku)**



Można zauważyć, że Polska charakteryzuje się najmniejszą wrażliwością na epidemię koronawirusa, mierzoną w ramach zarysowanego przez nas scenariusza. Wynika to z kilku czynników. Po pierwsze, Polska jest mniej otwartą gospodarką niż Węgry i Czechy, co oznacza, że ewentualny spadek eksportu w tamtych krajach ma proporcjonalnie większy negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego. Po drugie, branże zagrożone przerwaniem łańcuchów dostaw mają w Polsce relatywnie mniejsze znaczenie dla całej produkcji przetwórstwa przemysłowego i tworzenia wartości dodanej niż w przypadku Czech i Węgier. Po trzecie, dla Rumunii Włochy są ważniejszym partnerem handlowym niż dla Polski.

Rynek walutowy pozostaje pod wpływem koronawirusa

Kursy walutowe

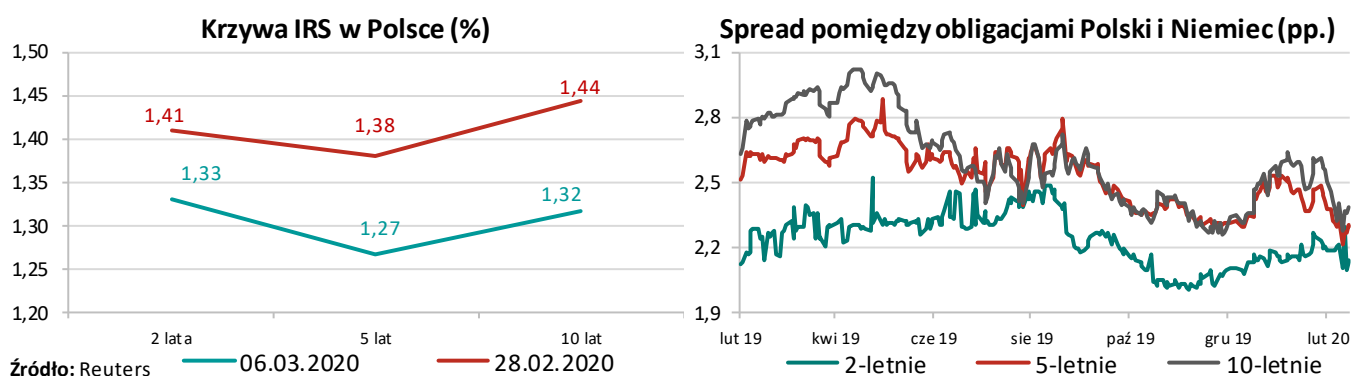


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2912 (umocnienie złotego o 0,9%). W zeszłym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, sytuacja na rynku walutowym pozostawała pod wpływem nastrojów inwestorów kształtowanych przez doniesienia medialne nt. epidemii koronawirusa. Na początku tygodnia doszło do nieznacznej korekty i umocnienia złotego, co związane było z realizacją zysków przez część inwestorów. W dalszej części tygodnia kurs EURPLN powrócił to trendu wzrostowego w ślad za innymi walutami rynków wschodzących, jednak nie zwiększył się już do poziomów z piątkowego zamknięcia sprzed dwóch tygodni.

W ubiegłym tygodniu doszło do silnego osłabienia dolara względem euro. W efekcie kurs EURUSD przekroczył poziom 1,13 osiągając najwyższą wartość od ponad 7 miesięcy. Osłabieniu dolara sprzyjała decyzja FED o złagodzeniu polityki pieniężnej oraz oczekiwania inwestorów na dalsze obniżki stóp procentowych w tym kraju (patrz wyżej). Z kolei przestrzeń do obniżenia stóp procentowych w strefie euro jest o wiele mniejsza niż w USA, co w znacznym stopniu tłumaczy obserwowane w ostatnim tygodniu umocnienie euro względem dolara.

Oczekujemy, że podobnie jak w poprzednich tygodniach rynek walutowy pozostawać będzie pod wpływem doniesień medialnych w sprawie epidemii koronawirusa. Uważamy, że opublikowane dzisiaj dane z niemieckiej gospodarki są neutralne dla złotego. Osłabieniu złotego może sprzyjać natomiast zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC na którym najprawdopodobniej utrzymane zostanie status quo w polityce pieniężnej. Krajowe dane o inflacji oraz dane z USA (inflacja i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Piątkowa aktualizacja polskiego rynku przez agencje Moody's zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, stąd jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Stawki IRS coraz niżej



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 1,33 (spadek o 8 pkt.), 5-letnie do poziomu 1,27 (spadek o 11pb), a 10-letnie do 1,32 (spadek o 12pb). W ubiegłym tygodniu doszło do dalszego silnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Był on efektem narastających obaw o perspektywę wzrostu gospodarczego na świecie oraz silnej wyprzedaży na światowych giełdach ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię wirusa COVID-19. Opublikowane w ostatnim tygodniu dane makroekonomiczne nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, w centrum uwagi rynku długu będą doniesienia medialne w sprawie epidemii COVID-19. Opublikowane dzisiaj dane z niemieckiej gospodarki są neutralne dla stawek IRS. Wzrostowi stawek IRS może sprzyjać posiedzenie EBC, na którym najprawdopodobniej zostaną utrzymane dotychczasowe parametry polityki pieniężnej. Krajowe dane o inflacji oraz dane z USA (inflacja i wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą. Piątkowa aktualizacja polskiego rynku przez agencje Moody's zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, stąd jej wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 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*	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,29
Kurs USDPLN*	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	3,90
Kurs CHFPLN*	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	3,97
Inflacja CPI (r/r, %)	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,4	4,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,3	3,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	1,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,8	0,3	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	7,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,0	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	
Saldo ROB (mln EUR)	-630	217	542	430	-114	-915	-246	962	573	1564	990	3128		
Eksport (r/r, % EUR)	10,5	7,8	9,6	11,5	-2,6	5,9	-1,8	13,5	3,8	-0,2	10,6	5,2		
Import (r/r, % EUR)	8,4	2,8	8,0	11,1	-5,4	6,9	-3,4	6,4	-0,2	-4,1	0,8	2,3		

* 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	3,1	3,0	2,9	2,7	2,4	4,1	2,7	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	4,4	3,9	3,3	3,4	3,3	3,1	3,0	3,9	3,2	2,8	
Inwestycje (% r/r)	12,2	9,1	4,7	4,9	3,9	2,2	0,8	-1,8	6,9	0,7	3,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,3	3,2	5,0	1,4	3,5	3,6	4,2	4,4	4,2	3,9	5,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,0	3,1	3,9	-0,7	3,8	3,4	2,9	2,3	3,0	3,1	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,5	2,5	2,2	1,6	2,1	1,9	1,8	1,5	2,2	1,8	1,6
	Inwestycje (pp.)	1,5	1,5	0,8	1,2	0,5	0,4	0,1	-0,5	1,3	0,1	0,6
	Eksport netto (pp.)	1,0	0,2	0,8	1,1	0,0	0,3	0,8	1,2	0,8	0,6	0,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,6	-0,4	0,2	1,1	0,4	0,3	0,2	0,1	1,1	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	0,7	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,3	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,1	7,0	7,7	6,9	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	3,90	3,83	3,76	3,80	3,79	3,80	3,83	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 09.03.2020 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-3,5		1,7
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Styczeń	19,2		
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Marzec	5,2		-11,1
Wtorek 10.03.2020 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	0,1	-2,3	-0,3
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	5,4	5,1	5,2
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% r/r)	IV kw.	0,9	0,9	0,9
11:00	Strefa euro	Zrewidowany PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,1	0,1	0,1
11:00	Strefa euro	Zatrudnienie (% r/r)	IV kw.	1,0		
Środa 11.03.2020r.						
13:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	0,1	0,0	0,0
13:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,2	0,2	0,2
Czwartek 12.03.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Styczeń	-2,1		1,2
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Marzec	0,00	0,00	0,00
Piątek 13.03.2020 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Luty	4,4	4,4	4,4
15:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	101,0	97,0	97,0

* 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