

W tym tygodniu

- ✔ **Wczoraj, w trybie nadzwyczajnym FED podjął decyzję o obniżeniu docelowego przedziału dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 100 pb do [0,00%; 0,25%] i rozpoczęciu programu skupu aktywów.** W ramach programu luzowania ilościowego przewidywany jest skup obligacji skarbowych o łącznej wartości równej co najmniej 500 mld USD i papierów MBS (*mortgage-backed securities*) o wartości co najmniej 200 mld USD. FED uzasadnił swoją decyzję koniecznością przeciwdziałania negatywnym skutkom rozprzestrzeniającej się epidemii koronawirusa na amerykańską gospodarkę. Na środę zaplanowane było standardowe (tj. zgodne z harmonogramem) posiedzenie FOMC. Z uwagi na nadzwyczajną obniżkę stóp zostało ono jednak odwołane. Zaskakująca skala złagodzenia polityki pieniężnej przez FED na wczorajszym posiedzeniu powinna przyczynić się do poprawy nastrojów rynkowych w tym tygodniu, wzrostu kursu EURUSD oraz spadku kursu EURPLN i rentowności polskich obligacji. Nie można jednak wykluczyć, że tak znaczące złagodzenie polityki pieniężnej przez FED zostanie odebrane przez rynki jako sygnał wskazujący na silne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. W takiej sytuacji korzystny wpływ decyzji FED na nastroje globalne będzie ograniczony.
- ✔ **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Rynek oczekuje, że jego wartość zmniejszyła się do -25,0 pkt. w marcu z 8,7 pkt. w lutym. Oczekujemy, że publikacja nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lutym do 0,5% m/m wobec 0,3% w styczniu, co wynikało z mniej korzystnych warunków pogodowych przyczyniających się do zwiększonej produkcji energii cieplnej. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 0,2% m/m w lutym wobec wzrostu o 0,3% w styczniu ze względu na niższe ceny paliw. W tym tygodniu poznamy również dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,53 mln w lutym wobec 5,46 mln w styczniu), pozwoleniach na budowę (1504 tys. wobec 1550 tys.) i liczbie rozpoczętych budów (1536 tys. wobec 1567 tys.). Uważamy, że publikacje danych z USA pozostaną w cieniu posiedzenia FOMC i informacji dotyczących epidemii COVID-19 i nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe. W ubiegłym tygodniu D. Trump ogłosił stan wyjątkowy w USA w związku z epidemią koronawirusa i zapowiedział zwiększenie wydatków z budżetu federalnego na walkę z COVID-19. Dodatkowo wprowadzony został zakaz lotów z większości krajów Europy do USA. Są to działania, które będą miały negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego w USA i zwiększają prawdopodobieństwo recesji. Uważamy, że działania podjęte przez administrację USA będą oddziaływały w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach w tym tygodniu.
- ✔ **Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu.** Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do 3128 mln EUR wobec 900 mln EUR w grudniu ub. r., będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda transferów z Unią Europejską. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 10,6% r/r w grudniu do 5,2% w styczniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 0,8% r/r do 2,3%. W kierunku zmniejszenia obu dynamik oddziaływała niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego.
- ✔ **W środę opublikowane zostaną lutowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia obniżyła się w lutym do 1,0% r/r w 1,1% w styczniu. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zmniejszyła się naszym zdaniem do 7,0% r/r w lutym wobec 7,1% w styczniu ze względu na oddziaływanie efektów wysokiej bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w I kw.,

będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.

- ✔ **W czwartek poznamy dane o lutowej produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 1,8% r/r wobec 1,1% w styczniu. W kierunku zwiększenia dynamiki produkcji oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Uważamy, że materializacja naszej prognozy będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **W piątek opublikowane zostaną dane o dynamice sprzedaży detalicznej w Polsce, która naszym zdaniem zwiększyła się w lutym do 7,0% r/r wobec 5,7% w styczniu.** Na jej nominalny wzrost złożyły się szybszy wzrost cen oraz niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Choć nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (5,9%), to jej materializacja nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **Dziś opublikowane zostały ważne dane z Chin.** Produkcja przemysłowa w okresie styczeń-luty zmniejszyła się o 13,5% r/r, sprzedaż detaliczna obniżyła się o 20,5% r/r, podczas gdy inwestycje w aglomeracjach miejskich spadły o 24,5% r/r. Tym samym dane ukształtowały się znacząco poniżej oczekiwań rynku (odpowiednio wzrost o 1,5%, 0,8% i 2,8%). Silny spadek aktywności gospodarczej w Chinach wynikał z działań chińskiego rządu polegających m.in. na zamknięciu miast w celu rozprzestrzeniania się epidemii COVID-19. Warto odnotować, że wpływ epidemii COVID-19 na chińską gospodarkę zaczął się materializować dopiero pod koniec stycznia, stąd zdezagregowane dane za luty wskazałyby na jeszcze głębszy spadek aktywności gospodarczej. Dane nt. liczby nowych przypadków zachorowań wskazują, że sytuacja jest już opanowana, co znajduje odzwierciedlenie w stopniowym łagodzeniu środków ostrożności i w konsekwencji oddziałuje w kierunku wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach. Niemniej uwzględniając opublikowane dzisiaj wyraźnie słabsze od oczekiwań dane dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą chiński PKB zwiększy się w 2020 r. o 4,9% r/r wobec wzrostu o 6,1% w 2019 r. Dane są negatywne dla kursu złotego oraz rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w lutym do 4,7% wobec 4,3% w styczniu (rewizja w dół z 4,4%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku równych naszej prognozie (4,4%).** Tym samym inflacja ukształtowała się na najwyższym poziomie od listopada 2011 r. i od dwóch miesięcy pozostaje powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała wyższa dynamika cen nośników energii (efekt podwyżek cen energii elektrycznej), oraz wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się w lutym do 3,6% r/r wobec 3,1% w styczniu. Tym samym osiągnęła ona najwyższy poziom od kwietnia 2002 r. W kierunku spadku inflacji oddziaływała natomiast niższa dynamika cen paliw, wynikająca w znacznym stopniu z wygasania efektów niskiej bazy sprzed roku oraz spadku cen paliw w ujęciu miesięcznym. Dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” nie zmieniła się w lutym w porównaniu do stycznia. GUS opublikował również zrewidowane wagi w koszyku inflacji CPI, będące odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2019 r. (por. MAKROpuls z 13.03.2020). Zgodnie z naszym zrewidowanym w dół scenariuszem inflacyjnym oczekujemy, że inflacja zwiększy się w 2020 r. do 3,4% r/r wobec 2,3% w 2019 r., a w 2021 r. spadnie do 1,9% (patrz poniżej).
- ✔ **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie EBC.** W odpowiedzi na pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro ze względu na epidemię COVID-19, EBC zdecydował się złagodzić politykę pieniężną. W tym celu EBC uruchomi w marcu dodatkowe transze programu LTRO (longer-term refinancing operations), co ma za zadanie wypełnić przestrzeń przed kolejną, przewidzianą na czerwiec br. rundą programu LTRO III i dostarczyć

płynność sektorowi bankowemu. Jednocześnie EBC zdecydował się złagodzić warunki programu LTRO III obniżając oprocentowanie pożyczek o 25 pb do -0,75% (czyli o 25pb poniżej stopy depozytowej EBC) i zwiększając ich maksymalną wielkość. Co więcej, EBC zapowiedział zwiększenie skali prowadzonego przez siebie programu skupu aktywów o 120 mld EUR do końca br. Tym samym wartość skupowanych aktywów średniomiesięcznie zwiększy się z 20 mld EUR do 33 mld EUR. EBC nie zdecydował się na obniżenie stopy depozytowej, co rozczarowało część inwestorów. Jednocześnie podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde zapytana o ewentualne działania banku centralnego w przypadku wzrostu spreadów pomiędzy obligacjami rządowymi krajów strefy euro ze względu na epidemię COVID-19 powiedziała, że rolą EBC nie jest zawężanie spreadów. Odpowiedź ta doprowadziła do silnego wzrostu rentowności obligacji Włoch, których gospodarka jak dotąd została najsilniej dotknięta skutkami epidemii. Wkrótce po konferencji prasowej prezes EBC w swoim wywiadzie dla CNBC sprostowała jednak swoją wypowiedź podkreślając, że dołoży ona wszelkich starań aby nie dopuścić do sytuacji, w której obserwowane obecnie wysokie spready pomiędzy obligacjami krajów strefy euro osłabiłyby skuteczność polityki pieniężnej EBC. Wypowiedź ta uspokoiła inwestorów i doprowadziła do zawężenia spreadów. Prognozujemy, że EBC w czerwcu obniży stopę depozytową o 10 pb.

➤ **W piątek prezes NBP A. Głapiński wystosował oświadczenie w sprawie epidemii COVID-19.**

Zwrócił uwagę, że zastosowane przez rząd wyprzedzające działania mające na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się wirusa doprowadzą do krótkotrwałych zaburzeń gospodarczych. Podkreślił, że NBP uważnie przygląda się sytuacji i analizuje potrzebę ewentualnych działań. Jego zdaniem, RPP powinna już teraz wesprzeć gospodarkę i obniżyć stopy procentowe. Głapiński zwrócił uwagę, że choć takie działanie nie zapobiegnie zaburzeniom po stronie podaży oraz w krótkim okresie nie doprowadzi do wzrostu popytu, to jego celem jest obniżenie obciążeń firm i gospodarstw domowych związanych z obsługą zadłużenia. W jego ocenie brak takich działań mógłby pogłębić problemy, które w sposób nieunikniony spowoduje rozprzestrzenianie się koronawirusa oraz pogorszenie nastrojów, które już następuje. Treść oświadczenia prezesa NBP stanowi wsparcie dla naszego zrewidowanego w dół scenariusza zakładającego łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP (patrz poniżej).

➤ **Zgodnie z finalnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro obniżyła się w IV kw. do 0,1% wobec 0,3% w III kw. (1,0% r/r w IV kw. wobec 1,3% w III kw.).**

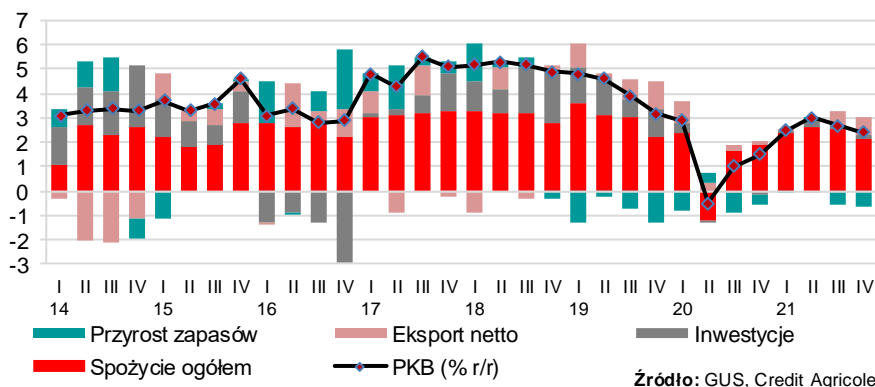
Obniżenie kwartalnej dynamiki PKB wynikało z niższych wkładów eksportu netto (-0,8 pp. w IV kw. wobec 0,9 pp. w III kw.) oraz spożycia prywatnego (0,1 pp. wobec 0,3 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład inwestycji (0,9 pp. wobec -0,8 pp.). Wkłady spożycia publicznego oraz zapasów nie zmieniły się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniosły odpowiednio 0,1 pp. i -0,1 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. były inwestycje, podczas gdy w III kw. był to eksport netto. Uwzględniając wpływ epidemii COVID-19 na aktywność gospodarczą w strefie euro dostrzegamy znaczące ryzyko w dół, że dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty obniży się w 2020 r. do 0,5% r/r wobec 1,2% w 2019 r. Uważamy, że istnieje coraz wyższe prawdopodobieństwo wystąpienia w strefie euro recesji i spadku PKB w ujęciu rocznym w całym 2020 r. Istotnym źródłem niepewności dla prognoz wzrostu PKB w strefie euro jest skala stymulacji fiskalnej, głównie w Niemczech. W ubiegłym tygodniu niemiecki rząd ogłosił nieograniczony program dostarczania płynności przedsiębiorstwom, które ucierpią ze względu na skutki gospodarcze epidemii COVID-19. Jednocześnie przedsiębiorstwa będą mogły odliczać płatności podatków. Ogłaszając program, minister finansów Niemiec O. Scholz dał do zrozumienia, że niemiecki rząd jest gotów zrobić wszystko by pomóc przedsiębiorstwom.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Inflacja CPI obniżyła się w lutym do 2,3% wobec 2,5% w styczniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,2%). Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost inflacji bazowej (2,4% w lutym wobec 2,3% w styczniu). W ubiegłym tygodniu opublikowany

został również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lutym do 95,9 pkt. wobec 101,0 pkt. w styczniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (95,0 pkt.). Obniżenie indeksu wynikało ze spadku jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Głównym źródłem pogorszenia nastrojów konsumentów były rosnące obawy o wpływ epidemii COVID-19 na amerykańską gospodarkę. Uważamy, że ze względu na ujawniający się coraz większy negatywny wpływ epidemii na sytuację gospodarstw domowych kolejne miesiące przyniosą dalszy, silny spadek indeksu. Uwzględniając wpływ epidemii COVID-19 na aktywność gospodarczą w USA prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w 2020 r. do 1,3 wobec 2,3% w 2019 r. Dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy w przypadku braku wygasania epidemii na przełomie II i III kw. br.

Na ubiegły piątek zaplanowana była publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Moody's. Agencja nie dokonała jednak rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą stabilną).

Prognozy na lata 2020 – 2021



Biorąc pod uwagę rozprzestrzeniającą się epidemię wirusa COVID-19 zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne. (por. tabela na str. 9). Oczekujemy, że tempo wzrostu PKB w 2020 r. wyniesie 1,2% r/r (2,7% przed rewizją), a w 2021 r. będzie równe 2,7% (poprzednio 3,3%). Dalszy rozwój wydarzeń w kontekście przebiegu epidemii koronawirusa

jest trudny do przewidzenia, a próba oszacowania jego wpływu na warunki gospodarcze obarczona jest dużą niepewnością. W naszym scenariuszu przyjęliśmy założenie, że w najbliższych tygodniach będziemy mieli do czynienia z dalszym, szybkim wzrostem liczby chorych, jednak epidemia wygaśnie na przełomie II i III kw. Podobny przebieg epidemii zakładamy również w przypadku innych krajów.

Uważamy, że w zarysowanych powyżej warunkach efekt netto epidemii na aktywność gospodarczą w Polsce w I kw. br. będzie ograniczony. Niekorzystny wpływ zamknięcia szkół, mniejszej wydajności związanej z kwarantannami i innymi środkami mającymi na celu ograniczenie liczby zarażeń będzie w dużej mierze kompensowany przez zwiększone spożycie prywatne wynikające z dokonywania zakupów przez gospodarstwa domowe.

Uważamy, że szkoły zostaną zamknięte co najmniej przez jeden miesiąc, co przyczyni się do znaczącego spadku wydatków gospodarstw domowych i dochodów (wynikające z konieczności opieki nad dziećmi i niemożności podjęcia pracy). Ze względu na ograniczenia w funkcjonowaniu gospodarstw domowych (obejmujące zamknięcie restauracji, galerii handlowych, wprowadzoną kwarantannę, a także dość prawdopodobne dalsze rozszerzenie środków ostrożności i ograniczenia w przemieszczaniu się ludności) w drugim kwartale zaobserwujemy wyraźny spadek konsumpcji (o 3% r/r). Naszym zdaniem w największym stopniu zmniejszą się wydatki na dobra trwałe (m.in. sprzęt RTV, AGD, samochody), odzież i obuwie oraz usługi związane z rekreacją, kulturą i gastronomią. Podwyższona niepewność przyczyni się również do spadku inwestycji (o 0,2% r/r). Czynnikiem łagodzącym wpływ epidemii na warunki

gospodarcze będzie spowolnienie importu wynikające z osłabienia popytu krajowego i zakłóceń w łańcuchach dostaw. Niemniej jednak oczekujemy również spowolnienia eksportu, co przyczyni się do obniżenia wkładu eksportu netto w II kw. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki, oczekujemy, że PKB spadnie o 0,5% r/r w II kw.

Wstrząs związany z COVID-19 przyczyni się naszym zdaniem do pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Trudna sytuacja finansowa firm będzie oddziaływała w kierunku wolniejszego wzrostu wynagrodzeń oraz spadku zatrudnienia, a tym samym zwiększenia stopy bezrobocia. Istotnym czynnikiem ryzyka w górę dla stopy bezrobocia jest rządowy program „Lot do domu” polegający na zapewnieniu powrotu do kraju obywatelom przebywającym obecnie poza Polską. Część z tych osób może pozostać w Polsce na dłużej i zarejestrować się jako osoby bezrobotne. W przypadku przedłużającej się epidemii zwiększona podaż pracy w Polsce z tego tytułu będzie czynnikiem hamującym wzrost wynagrodzeń i inflacji w średnim okresie.

Począwszy od III kw., wraz z wygasaniem epidemii będziemy obserwować stopniowe ożywienie gospodarcze. O ile w przypadku konsumpcji nastąpi ono relatywnie szybko – choć tempo jej wzrostu będzie kształtowało się poniżej 3% r/r w II poł. br. – to w przypadku inwestycji kontynuowany będzie ich spadek do końca br. Naszym zdaniem ścieżki wzrostu gospodarczego będą wyglądały odmiennie w różnych krajach. W przypadku Chin, po silnym spadku dynamiki PKB w I poł. br. (1,0% r/r w I kw. i 2,5% w II kw.) obserwowane będzie wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej w III kw. (7,6%) i IV kw. (8,4%) wspierane przez ekspansyjną politykę gospodarczą. Z kolei w krajach strefy euro prawdopodobne jest wydłużenie okresu powrotu aktywności gospodarczej do poziomów sprzed wstrząsu w postaci wybuchu epidemii koronawirusa. Wraz z poprawą globalnej sytuacji gospodarczej w Polsce będziemy obserwowali również ożywienie eksportu i importu w Polsce. Uważamy, że epidemia koronawirusa będzie miała trwały negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce, wykraczający poza II kw. Utracone dochody gospodarstw domowych (w wyniku kwarantanny, przejścia na zasilek, utraty pracy) oraz problemy płynnościowe firm, które w wielu wypadkach mogą przerodzić się w upadłość będą ograniczały skalę ożywienia wzrostu gospodarczego w II poł. br. Oczekujemy, że dynamika PKB powróci do poziomu ok. 3% dopiero w II kw. 2021 r.

Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce związane z możliwością rozluźnienia polityki fiskalnej. W naszej prognozie założyliśmy, że przyznana Polsce przez UE pierwsza transza środków na walkę z epidemią i jej gospodarczymi skutkami (ok. 4,9 mld zł) zostanie wydana w II kw. Skala i harmonogram dalszych działań, jakie mógłby podjąć rząd w tym zakresie, są obecnie trudne do przewidzenia.

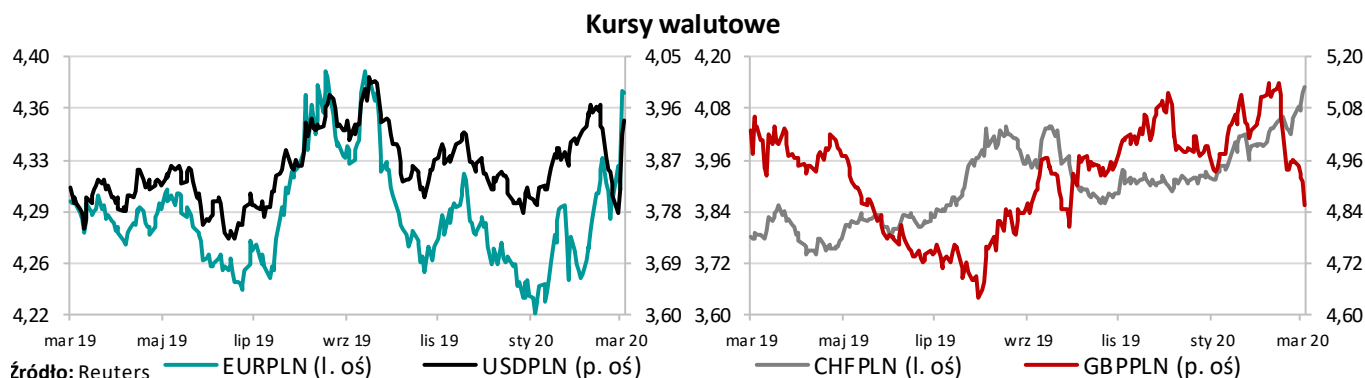
Zrewidowaliśmy również naszą prognozę inflacji. Załamanie cen ropy na światowym rynku (por. MAKROmapa z 09.03.2020) utrzyma się naszym zdaniem co najmniej do połowy br. Będzie to istotny czynnik antyinflacyjny w naszej prognozie. Jednocześnie opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o inflacji w okresie styczeń-luty wskazują na wyższy punkt startowy dla naszej prognozy – w szczególności w przypadku cen żywności i inflacji bazowej. Wypadkową tych dwóch czynników jest nieznaczna rewizja w górę naszej prognozy inflacji ogółem w 2020 r. (do 3,4% r/r z 3,2%). Obecnie uważamy, że dynamika cen w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe w 2020 r. obniży się nieznacznie do 4,8% r/r wobec 4,9% w 2019 r., a w 2021 r. spadnie do 1,2%. Do rewizji naszej ścieżki cen żywności w znacznym stopniu przyczyniło się odłożenie na 2021 r. wprowadzenia tzw. opłaty cukrowej. Jednocześnie podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą dynamika cen żywności w I kw. br. osiągnie swoje maksimum lokalne i w kolejnych kwartałach będzie kształtowała się w wyraźnym trendzie spadkowym. Będzie to wynikało z efektów wysokiej bazy sprzed roku, a także prognozowanego przez nas spadku dynamiki cen warzyw i owoców. Zakładamy, że tegoroczne zbiory owoców i warzyw będą wyraźnie wyższe niż przed rokiem, a obserwowane w ostatnich miesiącach warunki agrometeorologiczne stanowią wsparcie dla tej oceny. Jednocześnie uważamy, że wpływ epidemii COVID-19 na ceny żywności w Polsce będzie ograniczony.

Uwzględniając charakterystykę łańcuchów dostaw w sektorze rolno-spożywczym, które na ogół są relatywnie krótkie i skoncentrowane na stosunkowo niewielkich obszarach geograficznych ryzyko ich przerwania oceniamy jako niskie. Dlatego nie oczekujemy, aby epidemia COVID-19 doprowadziła do spadku podaży żywności. Z kolei po obserwowanym obecnie przejściowym gwałtownym wzroście popytu na żywności związanym z akumulacją jej zapasów przez gospodarstwa domowe oczekujemy silnego wyhamowania popytu na żywność. Nadal uważamy, że w II poł. 2020 r. powinniśmy obserwować wyhamowanie wzrostu inflacji bazowej w warunkach obniżającej się dynamiki PKB. 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 1,9%.

Zrewidowaliśmy nasz scenariusz krajowej polityki pieniężnej. Oczekujemy, że w 2021 r., a więc horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtowała się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Jednocześnie w najbliższych miesiącach będziemy obserwować wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego. Uważamy, że w takich warunkach RPP podejmie decyzję o obniżce stóp procentowych o 50 pb w II kw. br. Dla większości członków RPP głównym argumentem przeciwko wcześniejszej obniżce stóp procentowych będzie inflacja utrzymująca się obecnie wyraźnie powyżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu. W naszej prognozie zakładamy, że po górze inflacyjnej w I kw. roczne tempo wzrostu cen spadnie poniżej górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu (3,5%) w kwietniu (wstępny szacunek zostanie opublikowany pod koniec kwietnia), co ułatwia Radzie podjęcie decyzji o złagodzeniu polityki pieniężnej już w II kw. Wsparciem dla naszej prognozy jest ubiegłotygodniowe oświadczenie prezesa NBP, A. Głapińskiego oraz zaskakująca skala łagodzenia polityki pieniężnej przez FED (patrz powyżej). Dopuszczamy scenariusz, w którym RPP obniży stopy na nadzwyczajnym posiedzeniu już w marcu, choć bardziej prawdopodobna jest obniżka na kwietniowym posiedzeniu.

Ze względu na spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego, oczekiwane przez nas złagodzenie polityki pieniężnej przez RPP i utrzymującą się światową awersję do ryzyka prognozujemy, że kurs EURPLN wzrośnie do 4,36 na koniec II kw. Następnie, wraz z oczekiwanym przez nas lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego kurs złotego będzie się umacniał z zasięgiem 4,25 względem euro na koniec 2021 r.

Kurs złotego pozostanie pod negatywnym wpływem epidemii COVID-19



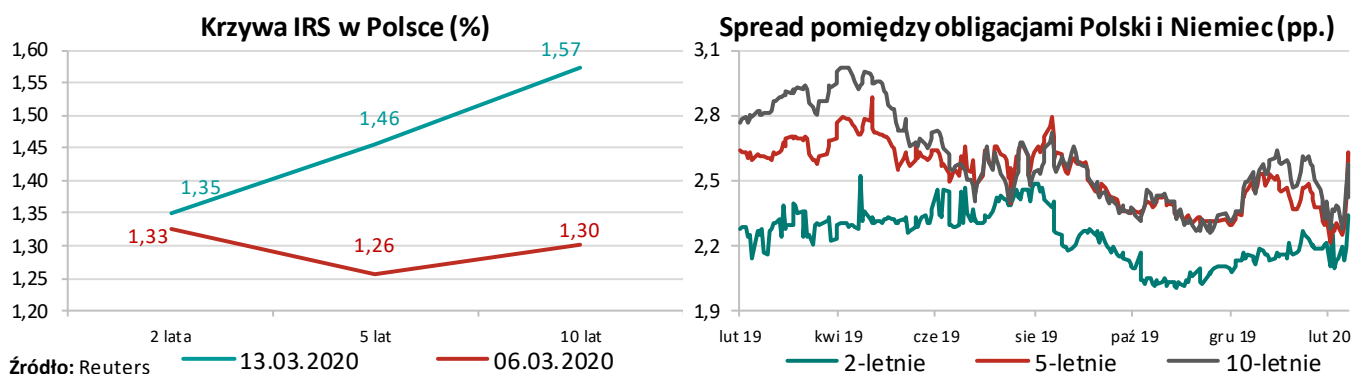
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3756 (osłabienie złotego o 1,7%). W zeszłym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, sytuacja na rynku walutowym pozostawała pod wpływem nastrojów inwestorów kształtowanych przez doniesienia medialne nt. epidemii koronawirusa. W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym, czemu sprzyjało pojawianie się kolejnych danych wskazujących na szybkie rozprzestrzenianie się epidemii COVID-19 w Europie. Jednocześnie czynnikiem negatywnym dla złotego była wyprzedaż na warszawskiej giełdzie. W

piątek doszło do nieznacznej korekty i umocnienia złotego oraz innych walut rynków wschodzących. Było to związane z ogłoszeniem w USA stanu wyjątkowego, co zostało odebrane przez inwestorów jako wzrost prawdopodobieństwa szybszego zwalczenia epidemii w tym kraju. Dane o inflacji w Polsce pozostały w cieniu nastrojów na rynku globalnym związanych epidemią COVID-19.

W ubiegłym tygodniu obserwowane było umocnienie dolara względem euro. Sprzyjało mu złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC (choć mniejsze od oczekiwań), a także decyzja D. Trumpa o ogłoszeniu stanu wyjątkowego w USA. W konsekwencji ze względu na wzrost kursu EURPLN i spadek kursu EURUSD w ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia złotego względem dolara. Złoty tracił na wartości również względem franka szwajcarskiego, a kurs CHFPLN przekraczając poziom 4,15 osiągnął w ubiegłym tygodniu najwyższą wartość od grudnia 2016 r.

Piątkowe oświadczenie prezesa A. Głapińskiego sugerujące, że obniżka stóp procentowych w Polsce nastąpi szybciej niż tego dotąd oczekiwał rynek będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Do podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty może przyczynić się ogłoszony w ubiegłym tygodniu przez prezydenta USA D. Trumpa stan wyjątkowy, który będzie miał istotny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie zaskakująca skala złagodzenia polityki pieniężnej przez FED na wczorajszym posiedzeniu powinna przyczynić się do poprawy nastrojów rynkowych w tym tygodniu, wzrostu kursu EURUSD oraz spadku kursu EURPLN. Nie można jednak wykluczyć, że tak znaczące złagodzenie polityki pieniężnej przez FED zostanie odebrane przez rynki jako sygnał wskazujący na silne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. W takiej sytuacji korzystny wpływ decyzji FED na nastroje globalne będzie ograniczony. Opublikowane dziś dane z Chin (patrz powyżej) są negatywne dla kursu złotego. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, sprzedaż domów na rynku wtórnym, pozwolenia na budowę, rozpoczęte budowy), Niemiec (indeks ZEW) oraz Polski (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, bilans płatniczy) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Huśtawka na krajowym rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,33 (wzrost o 2 pkt.), 5-letnie do poziomu 1,46 (wzrost o 20pb), a 10-letnie do 1,57 (wzrost o 27pb). Po gwałtownym spadku stawek IRS odnotowanym dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 9.03.2020) w ubiegłym tygodniu doszło do ich silnego wzrostu w ślad za rynkiem niemieckim. Wzrost stawek IRS był szczególnie wyraźny w drugiej części tygodnia, co związane było w naszej ocenie z mniejszą od oczekiwań rynku skalą łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC, a także ogłoszeniem przez niemiecki rząd planów uruchomienia pakietu stymulacji fiskalnej na wielką skalę (patrz powyżej). Krajowe dane o inflacji pozostały w cieniu nastrojów globalnych związanych z epidemią COVID-19.

Piątkowe oświadczenie prezesa A. Glapińskiego sugerujące, że obniżka stóp procentowych w Polsce nastąpi szybciej niż tego dotąd oczekiwał rynek, może oddziaływać w kierunku obniżenia krótkiego końca krzywej dochodowości. Do podwyższonej zmienności stawek IRS, szczególnie na długim końcu krzywej, może przyczynić się ogłoszony w ubiegłym tygodniu przez prezydenta USA D. Trumpa stan wyjątkowy, który będzie miał istotny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Zaskakująca skala wczorajszego łagodzenia polityki pieniężnej przez FED powinna przyczynić się do spadku stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, sprzedaż domów na rynku wtórnym, pozwolenia na budowę, rozpoczęte budowy), Niemiec (indeks ZEW) oraz Polski (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, bilans płatniczy) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	lut 19	mar 19	kw i 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	4,32
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	3,93
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	4,00
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	4,3	4,7	
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	3,1	3,6	
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	2020				2021				2019	2020	2021	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	-0,5	1,3	1,7	2,5	3,0	2,7	2,4	4,1	1,2	2,7	
Konsumpcja (% r/r)	2,5	-3,0	2,0	2,8	3,0	3,8	3,5	3,2	3,9	1,1	3,4	
Inwestycje (% r/r)	3,3	-0,2	-0,5	-0,5	0,6	1,4	1,0	0,7	6,9	0,2	0,9	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,4	0,6	2,1	3,9	4,2	4,5	4,0	4,1	4,2	2,3	4,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	1,0	0,0	1,8	4,0	4,5	5,0	3,4	3,0	3,0	1,7	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	-1,7	1,2	1,4	1,9	2,2	2,1	1,6	2,2	0,6	1,9
	Inwestycje (pp.)	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,3	0,0	0,2
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,5	0,7	0,8	0,4	0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	1,1	0,4	0,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,2	5,2	5,2	5,5	5,4	5,4	5,4	5,7	5,2	5,5	5,7	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,3	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,5	6,9	6,8	6,8	6,3	6,1	5,5	5,3	7,2	7,0	5,8	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,8	1,8	2,1	1,8	1,7	2,3	3,4	1,9	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,69	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,71	1,20	1,20	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,00	1,00	
EURPLN**	4,32	4,36	4,32	4,29	4,28	4,27	4,26	4,25	4,26	4,29	4,25	
USDPLN**	3,93	3,89	3,79	3,80	3,82	3,81	3,84	3,83	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 16.03.2020 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	8,0		0,8
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	6,9		1,5
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Luty	5,4		2,8
13:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	12,9		4,4
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Luty	3,1	3,4	3,4
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Styczeń	990	3128	2542
Wtorek 17.03.2020 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Marzec	8,7		-29,0
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	0,3	0,2	0,2
14:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-0,3	0,5	0,4
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Luty	76,8		77,0
15:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Styczeń	0,1		-0,1
Środa 18.03.2020r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	1,1	1,0	1,1
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Luty	7,1	7,0	7,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Luty	1,2	1,2	1,2
13:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Luty	1567	1536	1500
13:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Luty	1550	1504	1505
Czwartek 19.03.2020 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	I kw.	-0,75		
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Luty	1,1	1,8	1,6
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	0,8	0,3	0,3
13:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Marzec	36,7		10,0
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Marzec			
Piątek 20.03.2020 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Luty	5,7	7,0	5,9
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	5,46	5,53	5,50

* 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