

W tym tygodniu

- **Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych marcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się w marcu do 35,0 pkt. wobec 51,6 pkt. w lutym. Do spadku wskaźnika przyczyniło się pogorszenie koniunktury w Niemczech i we Francji, co było związane z negatywnym wpływem epidemii koronawirusa na aktywność gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Ze względu na konstrukcję wskaźnika PMI, skala jego spadku będzie ograniczana przez wydłużenie czasu dostaw – z podobną sytuacją mieliśmy już do czynienia w lutym (por. MAKROMAPA z 24.02.2020). Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich materializacja będzie negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** W czwartek zostanie opublikowany finalny szacunek PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego nie zmieniło się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 2,1%. W środę poznamy również dane nt. wstępnych zamówień na dobra trwałe. Naszym zdaniem ich dynamika zwiększyła się do 0,5% m/m w lutym wobec -0,2% w styczniu z uwagi na wyższe zamówienia w firmie Boeing. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (93,0 pkt. w marcu wobec 101,0 w lutym) wskaże na znaczące pogorszenie nastrojów konsumenckich ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię koronawirusa w USA. Dane dotyczące amerykańskiej gospodarki pozostaną w cieniu napływających informacji dotyczącej rozwoju epidemii COVID-19.
- **Na piątek zaplanowana jest aktualizacja długoterminowego ratingu długu Polski przez agencję Fitch.** We wrześniu ub. r. Fitch utrzymał długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspierane przez dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz „odpowiedzialną politykę gospodarczą”, jak również członkostwo Polski w Unii Europejskiej. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki dług zagraniczny netto. Oczekujemy, że agencja Fitch utrzyma w tym tygodniu niezmienny 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). Fitch najprawdopodobniej zaznaczy, że takie działanie zwiększa ryzyko wyraźnego pogorszenia sytuacji w finansach publicznych w kolejnych latach, co byłoby negatywne dla ratingu. Uważamy, że komunikat agencji w ograniczonym stopniu będzie uwzględniał negatywny wpływ epidemii COVID-19 na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce oraz sytuację w finansach publicznych. W komunikacie najprawdopodobniej zostanie zwrócona uwaga na negatywny wpływ epidemii koronawirusa i związanych z działaniami podjętych przez rząd na stabilność sektora finansowego w Polsce. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji. Decyzja agencji zostanie ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nią nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.
- **W weekend trwały negocjacje w Kongresie nt. pakietu stymulującego gospodarkę USA z uwagi na epidemię COVID-19.** Kwota proponowanego programu wynosi 2 biliony dolarów. Negocjacje zakończyły się impasem w niedzielę ze względu na sprzeciw Demokratów przeciwko jednemu z elementów pakietu polegającego na stworzeniu funduszu pomocy dla dużych firm w wysokości 500 mld dolarów. Uważamy, że brak porozumienia w Kongresie

będzie negatywny dla nastrojów rynkowych.

- **W weekend pojawiły się informacje, zgodnie z którymi Urząd Ochrony Konsumenta i Konkurencji będzie postulował wprowadzenie cen maksymalnych na niektóre produkty oraz zawieszenie spłat kredytów (zarówno odsetek, jak i rat kapitałowych) przez rok.** Zgodnie z wypowiedzią Minister Rozwoju, J. Emilewicz działania te zostaną rozważone przy konstruowaniu ustawy regulującej „tarczę antykryzysową”, jednak zwróciła ona uwagę, że dokładny zakres działań w tym zakresie podlega jeszcze dyskusji i rząd skupi się najprawdopodobniej na rozwiązaniach „antylichwiarskich”, czyli ograniczających ryzyko wpadnięcia konsumentów w spiralę zadłużania. W podobnym tonie wypowiedział się J. Jastrzębski, Przewodniczący KNF, który stwierdził, że propozycję UOKiK w zakresie zawieszenia spłat kredytów traktuje jako roboczą i w ostatecznej wersji przepisów trzeba wziąć również pod uwagę wpływ regulacji na stabilność sektora bankowego. Materializacja scenariusza, w którym spłaty kredytów zostałyby zawieszane oddziaływałyby w kierunku wyraźnego zmniejszenia akcji kredytowej banków komercyjnych, spadku wyceny banków na giełdzie oraz osłabienia kursu złotego. Rynki finansowe zaczną wyceniać ryzyko realizacji takiego scenariusza z wyprzedzeniem, a tym samym wspomnianą reakcją zaobserwujemy najprawdopodobniej już w tym tygodniu.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną z 1,50% do 1,00%.** Zgodnie z oceną przedstawioną w komunikacie po posiedzeniu oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego w najbliższym czasie oraz wyraźny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych będą oddziaływały w kierunku istotnego obniżenia dynamiki cen. W efekcie, Rada uznała, że wzrosło prawdopodobieństwo szybszego niż oczekiwano w marcowej projekcji obniżenia się inflacji w 2020 r. oraz ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego RPP (2,5%) w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W ocenie Rady głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce jest wybuch epidemii COVID-19, która w krótkim okresie przyczyni się do ograniczenia aktywności gospodarczej niektórych sektorów. Rada podkreśliła, że zmniejszenie aktywności gospodarczej w Polsce będzie pogłębiane przez jednoczesny spadek aktywności w wielu krajach. RPP obniżyła również stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5% i podniosła jej oprocentowanie z 0,5% do poziomu stopy referencyjnej (1,00%), co zdaniem Rady powinno ograniczyć ryzyko wpływu zaburzeń gospodarczych na podaż kredytu. Efektem obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej będzie zwiększenie płynności sektora bankowego. Ponadto, Rada zapowiedziała skup obligacji skarbowych na rynku wtórnym przez NBP w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Rada oczekuje, że operacje te zmienią długoterminową strukturę płynności w sektorze bankowym oraz przyczynią się do utrzymania płynności rynku wtórnego obligacji skarbowych (por. MAKROpuls z 17.03.2020). Ponadto NBP będzie oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie nowych kredytów udzielanych podmiotom gospodarczym przez banki (operacja podobna do stosowanego przez EBC programu LTRO). Decyzje RPP oraz treść komunikatu po posiedzeniu Rady stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2021 r. W ubiegłym tygodniu wypowiedział się również członek RPP J. Żyżyński, który stwierdził, że kolejna obniżka stóp procentowych jest niewykluczona. Komentując ogłoszony przez NBP program skupu obligacji skarbowych, wyraził swoje obawy czy banki będą zainteresowane odkupem papierów w sytuacji gdy nie ma popytu na kredyt. Wypowiedź ta stanowi dodatkowe wsparcie dla naszej opinii, że ogłoszony przez NBP program skupu obligacji skarbowych jest – jak na razie - instrumentem mającym na celu dostarczenie płynności i nie należy go postrzegać jako programu luzowania ilościowego (QE).

- Dynamika produkcji przemysłowej w Polsce zwiększyła się w lutym do 4,9% r/r wobec 1,1% w styczniu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia tempa wzrostu produkcji przemysłowej pomiędzy styczniem a lutym był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Do wzrostu dynamiki produkcji przyczyniły się również efekty niskiej bazy sprzed roku w części kategorii. W strukturze danych na uwagę zasługuje wysoka dynamika produkcji w działach odpowiadających za dostarczanie surowców i materiałów używanych w budownictwie. W naszej cenie przyczyną utrzymującej się wysokiej dynamiki produkcji w tych działach była wyjątkowo ciepła zima, która umożliwiała prowadzenie prac budowlanych (por. MAKROpuls z 19.03.2020). Wysoka dynamika produkcji została odnotowana również w branżach o dużym udziale eksportu w sprzedaży, co stanowi pewne zaskoczenie w kontekście obserwowanego wyhamowania wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych, oddziałującego w kierunku wyraźnego zmniejszenia popytu na polski eksport. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w lutym o 5,5% r/r wobec wzrostu o 6,5% w styczniu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w lutym o 3,3% m/m wobec wzrostu o 9,4% w styczniu. Wyraźnie wyższy od oczekiwań wzrost produkcji budowlano-montażowej w lutym nastąpił mimo bardzo wysokiej ubiegłorocznej bazy, a także obserwowanego w ostatnim czasie wygasania cyklu w inwestycjach publicznych. Sugeruje to, że podobnie jak w styczniu do zwiększenia produkcji przyczyniła się wyjątkowo łagodna zima. Lutowe dane nt. produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej dotyczą innej rzeczywistości niż ta, z którą mamy obecnie do czynienia, tj. sprzed wybuchu epidemii koronawirusa. Wstrząs gospodarczy związany z COVID-19 poprzez zerwane łańcuchy dostaw i efekty mnożnikowe przyczyni się naszym zdaniem do wyraźnego spadku produkcji w kolejnych miesiącach. Czynnikiem ryzyka w dół dla produkcji w najbliższych miesiącach jest również przywrócenie granic, w tym granicy UE, co pogłębia zaburzenia w łańcuchach dostaw. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest również ogłoszona w weekend przez premiera Włoch G. Conte decyzja o wstrzymaniu produkcji nie mającej strategicznego znaczenia dla funkcjonowania kraju. Czynnikiem łagodzącym obniżenie aktywności gospodarczej jest natomiast ogłoszony przez niemiecki rząd pakiet pomocowy w kwocie 822 mld EUR mający na celu złagodzenie gospodarczych skutków pandemii COVID-19. Dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego, zgodnie z którą II kw. br. polski PKB spadnie o 0,5% r/r wobec wzrostu o 2,0% w I kw.
- Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się w lutym w cenach bieżących o 9,6% r/r wobec wzrostu o 5,7% w styczniu.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych wzrosła w lutym do 7,3% r/r wobec 3,5% w styczniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia tempa wzrostu sprzedaży detalicznej pomiędzy styczniem a lutym był efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Struktura danych o sprzedaży detalicznej wskazuje na wzrost skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji w okresie poprzedzającym wybuch epidemii COVID-19 (por. MAKROpuls z 20.03.2020). Ze względu na rozwój epidemii, ograniczający mobilność gospodarstw domowych, a także silne ograniczenia po stronie podaży wielu usług będące następstwem podjętych przez rząd działań w ramach walki z epidemią, użyteczność danych o lutowej sprzedaży dla prognozowania konsumpcji w 2020 r. jest bardzo ograniczona. Opublikowane w ubiegłym tygodniu wyniki badań koniunktury GUS za marzec wskazały już na bardzo silne pogorszenie sytuacji w działach „transport i gospodarka magazynowa” oraz „zakwaterowanie i gastronomia”.
- Dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw wyniosła w lutym 7,7% r/r wobec 7,1% w styczniu.** Naszym zdaniem, w kierunku szybszego wzrostu wynagrodzeń w lutym oddziaływał silny wzrost płacy minimalnej z początkiem roku. Do zwiększenia tempa wzrostu płac pomiędzy styczniem a lutym przyczynił się również efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, który oddziaływał w kierunku wzrostu dynamiki płac pracowników zatrudnionych na akord. Jedną z przyczyn wzrostu nominalnej dynamiki wynagrodzeń w lutym mogły być zapowiadane w niektórych branżach podwyżki płac.

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się w lutym w porównaniu ze styczniem i wyniosła 1,1% r/r. Uważamy, że wzrost liczby etatów był ograniczany głównie przez dwa czynniki – wzrost płacy minimalnej oraz malejący popyt na pracę związany ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Należy pamiętać, że dość dobre, lutowe dane z rynku pracy dotyczą innej rzeczywistości niż tej, z którą obecnie mamy do czynienia, tj. sprzed wybuchu epidemii koronawirusa. Wstrząs gospodarczy związany z COVID-19 przyczyni się naszym zdaniem do wyraźnego 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 (por. MAKROpuls z 18.03.2020). Uważamy, że w efekt netto epidemii na konsumpcję w Polsce w I kw. br. będzie ograniczony. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu spożycia prywatnego o 2,0% r/r wobec 3,3% w IV kw. ub. r. Silny spadek konsumpcji w ujęciu rok do roku zaobserwujemy naszym zdaniem dopiero w II kw.

✓ **W styczniu nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyła się do 2 265 mln EUR wobec 990 mln EUR w grudniu.** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług oraz dochodów pierwotnych (odpowiednio o 106 mln EUR, 399 mln EUR i 1358 mln EUR wyższe niż w grudniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe saldo dochodów wtórnych (o 588 mln EUR niższe niż w grudniu). Odnotowany w styczniu silny wzrost salda dochodów pierwotnych wynikał z wyższego salda transferów z Unią Europejską. Dynamika eksportu zmniejszyła się styczniem do 3,0% r/r wobec 10,6% w grudniu, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 3,0% wobec 0,8%. Wstrząs gospodarczy związany z COVID-19 poprzez zerwane łańcuchy dostaw przyczyni się naszym zdaniem do znaczącego obniżenia polskiego importu oraz eksportu towarów w kolejnych miesiącach. Dodatkowym czynnikiem ryzyka w dół dla wielkości handlu zagranicznego w najbliższych miesiącach jest przywrócenie granic, w tym granicy UE, co pogłębia zaburzenia w łańcuchach dostaw. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w I kw. do 0,6% wobec 1,1% w IV kw. 2019 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu EBC ogłosił uruchomienie nowego programu skupu aktywów PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), którego celem jest przeciwdziałanie negatywnemu wpływowi epidemii COVID-19 na gospodarkę strefy euro.** Zgodnie z komunikatem program potrwa do końca br. a jego skala wyniesie 750 mld EUR. Niemniej EBC dopuszcza wydłużenie programu w wypadku przedłużającego się kryzysu związanego z epidemią COVID. Program PEPP będzie prowadzony na takich samych zasadach jak istniejący już program skupu aktywów. W przeciwieństwie do prowadzonego obecnie programu nie ma on jednak zdefiniowanej miesięcznej wielkości skupu. Sumując wszystkie prowadzone przez EBC programy skupu aktywów, do końca br. skupione zostaną papiery o wartości 1 bln EUR, czyli ok. 100 mld EUR średniomiesięcznie. EBC w swoim komunikacie odwołał się jednocześnie do podnoszonych przez inwestorów obaw dotyczących dostępności aktywów będących przedmiotem skupu. Znalazł się w nim zapis, zgodnie z którym EBC rozważy zmianę wymogów dotyczących skupowanych aktywów, jeśli będzie to konieczne. Decyzja EBC o uruchomieniu programu PEPP jest pozytywna dla złotego i cen polskiego długu. Jest ona negatywna dla kursu euro oraz rentowności obligacji państw strefy euro. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w czerwcu 2020 r. EBC obniży stopę depozytową o 10 pb.

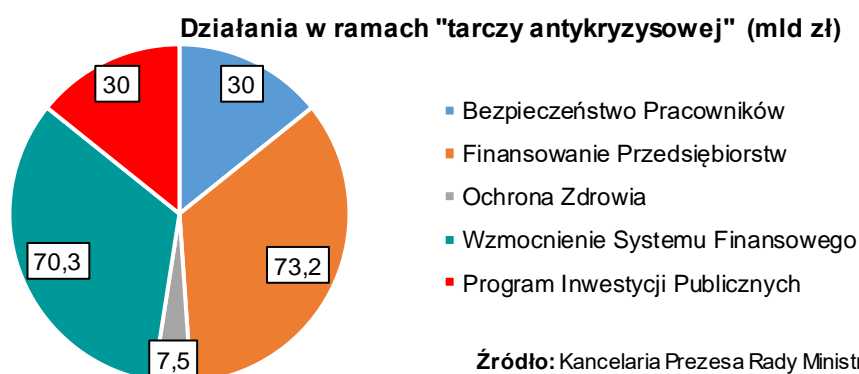
✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** SNB utrzymał swoją główną stopę procentową na niezmiennym poziomie (-0,75%), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. W komunikacie zaznaczono, że w obecnych wyjątkowych okolicznościach ekspansywna polityka pieniężna SNB jest potrzebna jak nigdy dotąd. Jednocześnie SNB poinformował, że zwiększył swoje interwencje na rynku walutowym. Podkreślił, że niskie stopy procentowe oraz interwencje walutowe są konieczne by obniżyć presję na umocnienie franka szwajcarskiego. Jednocześnie SNB zdecydował się również od 1

kwietnia br. zwiększyć wielkość pułapu dla środków lokowanych w banku centralnym po preferencyjnym oprocentowaniu wynoszącym 0,0% z 25 do 30-krotności rezerwy obowiązkowej poszczególnych banków. Celem tego zabiegu jest osłabienie negatywnego wpływu ujemnych stóp procentowych na stabilność szwajcarskiego systemu bankowego. SNB opublikował również swoje najnowsze projekcje makroekonomiczne, choć zaznaczył, że ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię COVID-19 są one obciążone szczególnie niepewnością. SNB oczekuje, że w 2020 r. w Szwajcarii zostanie odnotowana recesja, podczas gdy w grudniu oczekiwał wzrostu na poziomie ok. 1,5%-2,0%. Ze względu na silny spadek cen ropy naftowej, pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego oraz umocnienie franka szwajcarskiego obniżeniu uległa również ścieżka inflacji. Zgodnie z marcową projekcją inflacja wyniesie -0,3% w 2020 r. (0,1% w grudniowej projekcji), 0,3% w 2021 r. (0,5%) oraz 0,7% w 2022 r. Dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą kurs CHFPLN na koniec 2020 r. wyniesie 3,83.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w lutym do 0,6% wobec -0,5% w styczniu, co było efektem wyższej dynamiki produkcji przetwórstwie i dostarczania mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w lutym do 77,0% wobec 76,6% w styczniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zmniejszyła się w lutym o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,6% w styczniu. Zmniejszenie miesięcznej dynamiki sprzedaży detalicznej wynikało z obniżenia tempa wzrostu sprzedaży w większości jej kategorii. Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży obniżyła się w lutym do -0,4% m/m wobec 0,6% w styczniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. pozwoleń na budowę domów (1464 tys. w lutym wobec 1550 tys. w styczniu), rozpoczętych budów domów (1599 tys. wobec 1624 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,77 mln wobec 5,42 mln), które wskazały na ogół na utrzymującą się wysoką aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także regionalne wyniki badań koniunktury. Zarówno indeks NY Empire State (-21,5 pkt. w marcu wobec 12,9 pkt. w lutym), jak również indeks Philadelphia FED (-12,7 pkt. w marcu wobec 36,7 pkt. w lutym) zasygnalizowały silne pogorszenie sytuacji w przetwórstwie wskazując na pierwsze oznaki wpływu epidemii COVID-19 na aktywność w tym sektorze. Ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię koronawirusa opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki dotyczą innej rzeczywistości niż ta, z którą mamy obecnie do czynienia, tj. sprzed wybuchu epidemii COVID-19. W konsekwencji, użyteczność tych danych dla prognozowania aktywności gospodarczej w USA w 2020 r. jest bardzo ograniczona.

➤ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech obniżył się w marcu do 49,5 pkt. wobec 8,7 pkt. w lutym.** Indeks odnotował tym samym największy miesięczny spadek w swojej historii (tj. od grudnia 1991 r.). Jednocześnie jest to najniższa wartość indeksu od grudnia 2011 r. Zgodnie z komunikatem główną przyczyną spadku indeksu były rosnące obawy respondentów o wpływ epidemii koronawirusa na niemiecką gospodarkę. W ubiegłym tygodniu opublikowany został również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi, który zmniejszył się w marcu do 87,7 pkt. wobec 96,0 pkt. w lutym. Podobnie jak w przypadku indeksu ZEW, był to najsilniejszy miesięczny spadek indeksu od 1991 r. Jednocześnie indeks ukształtował się na najniższym poziomie od sierpnia 2009. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym silne pogorszenie koniunktury odnotowano we wszystkich działach objętych badaniem: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Publikacja indeksu Ifo sygnalizuje ryzyko głębokiej recesji w Niemczech w 2020 r.

Tarcza antykryzysowa napompuje deficyt sektora finansów publicznych



Źródło: Kancelaria Prezesa Rady Ministrów

W ubiegłym tygodniu rząd ogłosił tzw. „tarczę antykryzysową” czyli szereg działań polegających na ograniczeniu negatywnego wpływu rozprzestrzeniającej się epidemii COVID-19 na sytuację gospodarczą w Polsce. Poniżej przedstawiamy główne założenia programu oraz szacujemy ich wpływ na tempo wzrostu PKB i sytuację w finansach publicznych.

Zaprezentowany przez rząd pakiet obejmuje pięć głównych obszarów działań:

- **Bezpieczeństwo Pracowników** – dofinansowanie zatrudnienia przez państwo, finansowanie postojowego dla umów cywilnoprawnych i samozatrudnionych, wydłużenie dodatkowego zasiłku opiekuńczego, „wakacje kredytowe”, wakacje od obowiązków administracyjnych, ochrona konsumentów i pożyczkobiorców, przesunięcie płatności za media (w porozumieniu z firmami energetycznymi).
- **Finansowanie Przedsiębiorstw** – finansowanie instytucji rozwoju Grupy PFR: gwarancje, kredyty, kapitał, ubezpieczenia i dopłaty, finansowanie leasingu dla firm transportowych, specjalna pożyczka 5 tys. zł dla firm zatrudniających mniej niż 10 pracowników, odroczenie lub rozłożenie na raty składek ZUS bez opłat, brak kar za opóźnienia w przetargach publicznych, przedłużenie bankowych kredytów obrotowych, rozliczenie całej tegorocznej straty w przyszłym roku, polityka drugiej szansy (wsparcie w procesie restrukturyzacji).
- **Ochrona Zdrowia** – finansowanie działań związanych z walką z epidemią koronawirusa, rozwój kanałów informacyjnych dla pacjentów, dofinansowanie infrastruktury służby zdrowia, dodatkowe finansowanie cyfryzacji systemu opieki zdrowotnej.
- **Wzmocnienie Systemu Finansowego** – pakiet regulacyjny KNF i MF, pakiet płynnościowy NBP.
- **Program Inwestycji Publicznych** – utworzenie Funduszu Inwestycji przeznaczanego na wydatki na infrastrukturę, modernizację szkół i szpitali, transformację energetyczną, cyfryzację, biotechnologię i farmację, politykę ochrony środowiska.

Zgodnie z informacjami podanymi przez rząd, szacowana całkowita wartość programu to 212 mld zł w 2020 r. Kwota ta podzielona jest na:

- **Gotówkowy komponent rządowy (o wartości ok. 66 mld zł)** – wydatki budżetu państwa, ZUS i funduszy celowych.
- **Płynnościowy komponent rządowy (ok. 74,5 mld zł)** – wakacje kredytowe i odroczone daniny oraz finansowanie płynnościowe w postaci kredytów i kapitału głowie z wykorzystaniem instrumentów finansowych Grupy Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR, BGK, KUKI, ARP).
- **Pakiet płynnościowy NBP (ok. 70 mld zł)** – zapewnienie niezbędnej płynności i warunków kredytowych.

Należy zwrócić uwagę, że w łącznej skali programu rząd sumuje składniki, o odmiennej od siebie charakterystyce, których wartości nie można ze sobą porównywać. Kluczowy wpływ na pobudzenie wzrostu gospodarczego będzie miał rządowy komponent gotówkowy – przyczynia się on bezpośrednio do zwiększenia popytu krajowego. Pozostałe elementy nie będą miały bezpośredniego wpływu na popyt

zagregowany, a ich ostateczne efekty są zależne od realizacji wielu czynników (m.in. skali popytu na kredyt). W rezultacie skala pozytywnego wpływu „tarczy antykryzysowej” na tempo wzrostu PKB będzie dużo mniejsza niż sugerowałaby łączna kwota programu, tj. 9,2% PKB.

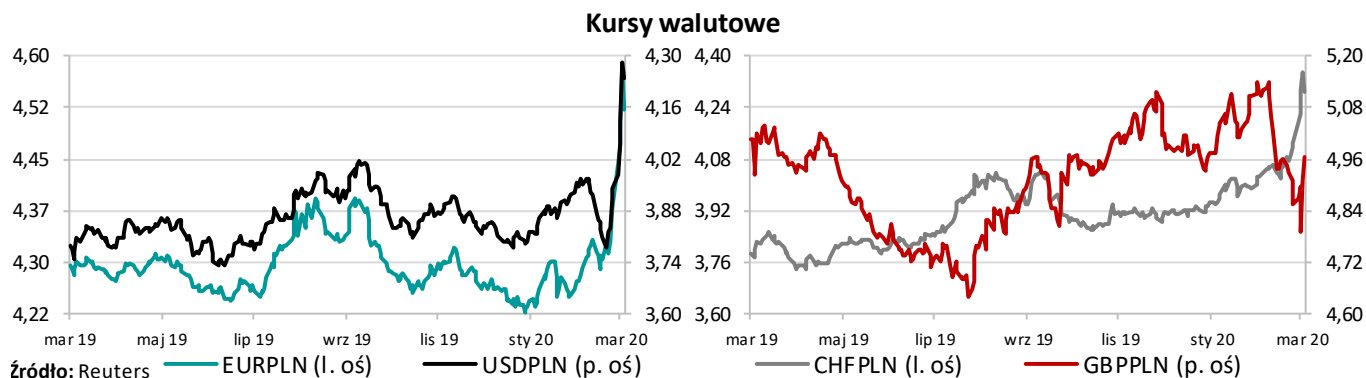
Z 66 mld zł przewidzianych na gotówkowy komponent rządowy, 30 mld zł stanowią zwiększone inwestycje publiczne. Uważamy, że w warunkach zaburzeń związanych z rozprzestrzenianiem się epidemii COVID-19 (m.in. przerwane łańcuchy dostaw, kwarantanny) realizacja dodatkowych inwestycji publicznych będzie utrudniona. Tym samym zakładamy, że zakładane plany inwestycyjne zostaną zrealizowane tylko w połowie (15 mld zł). Pozostałe elementy popytowej części rządowego programu (m.in. dotacje dla mikrofirm, dofinansowanie zatrudnienia, postojowe dla firm) powinny być dosyć łatwe do wprowadzenia. Szacując wpływ pakietu rządowego na tempo wzrostu gospodarczego zakładamy tym samym, że w wyniku jego uruchomienia popyt krajowy zwiększy się o 50 mld zł. Zakładając, że efekty programu będą rozłożone równomiernie do końca br., szacujemy, że ograniczy on spadek dynamiki PKB o 2,9 pkt. proc. w okresie II-IV kw., a średniorocznie w skali całego roku o 2,2 pkt. proc.

Obecnie dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w br. (1,2% r/r, por. MAKROmapa z 16.03.2020). W naszej prognozie nie uwzględniliśmy wpływu zamknięcia granic w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej, które będzie oddziaływać w kierunku znaczącego ograniczenia przepływu towarów. Ponadto we Włoszech wstrzymana została wszelka działalność produkcyjna, która nie jest niezbędna, a w wielu krajach UE epidemia rozprzestrzenia się szybciej od oczekiwań. Dodatkowo, obecnie istnieje ryzyko, że szkoły w Polsce pozostaną zamknięte przez dłuższy okres niż pierwotnie zakładaliśmy (jeden miesiąc). Materializacja powyższych dwóch czynników oznaczałaby rosnące ryzyko wystąpienia głębokiej recesji w Polsce w br. W takich warunkach skala ogłoszonych przez rząd działań stymulujących popyt krajowy byłaby naszym zdaniem niewystarczająca. Nasz zrewidowany scenariusz makroekonomiczny przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

Oprócz szacowanego wpływu na dynamikę PKB, ważny jest również wpływ uruchomionego pakietu na sytuację w finansach publicznych. Przed wybuchem epidemii szacowaliśmy, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie w br. 1,8% PKB. Wolniejszy wzrost gospodarczy, w tym niższa konsumpcja oznaczają mniejsze dochody podatkowe do budżetu państwa. Szacujemy, że w przypadku materializacji naszej obecnej prognozy wzrostu PKB w br. (1,2%) dochody budżetu byłyby niższe o ok. 0,8% PKB. Zwróciliśmy już uwagę, że nasza prognoza wzrostu gospodarczego jest obciążona znaczącym ryzykiem w dół. Zakładając scenariusz materializacji recesji w br. (spadek PKB średniorocznie o 2%) dochody budżetowe byłyby niższe o ok. 2,4% PKB w porównaniu do scenariusza bez epidemii. Dodatkowo należy założyć, że ze względu na panujące warunki rynkowe w br. najprawdopodobniej nie zostanie zrealizowane przekształcenie OFE w IKE, co oznacza utratę jednorazowych wpływów do budżetu w wysokości 18,7 mld zł (0,8% PKB). W weekend prezydent A. Duda zapowiedział rozszerzenie „tarczy antykryzysowej”. Wszyscy samozatrudnieni i mikroprzedsiębiorcy, jeśli ich przychody spadły o więcej niż 50% w stosunku do lutego 2020 roku, będą zwolnieni z płacenia składek na ZUS przez trzy miesiące. Przy założeniu, że 60% wspomnianych osób (i ich pracowników) zakwalifikuje się do umorzenia składek, utracone dochody FUS z tytułu działania zaproponowanego przez A. Dudę to ok. 16 mld zł (0,7% PKB). Uważamy, że rząd będzie starał się znaleźć oszczędności w ramach innych wydatków publicznych. Skalę tego działania oceniamy na ok. 5 mld zł (0,2% PKB). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki szacujemy, że w przypadku realizacji naszej obecnej prognozy wzrostu gospodarczego deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 6,1% PKB w br. W przypadku materializacji scenariusza recesyjnego, deficyt wzrósłby do 7,7% PKB. Należy pamiętać, że oba szacunki deficytu są obciążone ryzykiem w górę ze względu na możliwe wydłużenie czasu wsparcia przez rząd (np. finansowanie postojowego powyżej 3 miesięcy) lub rozszerzenie zakresu działań w ramach „tarczy antykryzysowej” (np. umorzenie zamiast odłożenie w czasie płatności ZUS i podatków). Zarysowany powyżej scenariusz dla finansów publicznych będzie oddziaływał w kierunku wyraźnego wzrostu potrzeb finansowych rządu, co będzie wiązało się z koniecznością emisji długu. Uważamy, że w takiej sytuacji NBP zwiększy skalę skupu

obligacji na rynku wtórnym (w porównaniu do tej obserwowanej w ub. tygodniu) w celu przeciwdziałania znaczącemu wzrostowi rentowności polskich obligacji.

Złoty silnie traci na wartości ze względu na epidemię COVID-19

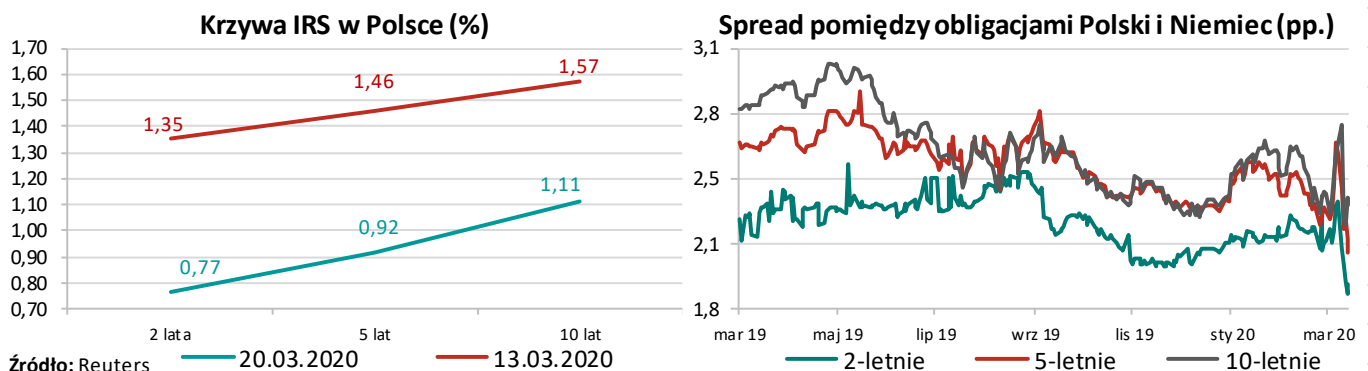


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5198 (osłabienie złotego o 3,2%). W zeszłym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, sytuacja na rynku walutowym pozostawała pod wpływem nastrojów inwestorów kształtowanych przez doniesienia medialne nt. epidemii koronawirusa. Coraz większe obawy inwestorów dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oddziaływały w kierunku dalszego spadku popytu na ryzykowne aktywa i osłabienia złotego. W piątek doszło do nieznacznej korekty. Ogłoszone w ubiegłym tygodniu przez RPP decyzje o łagodzeniu polityki pieniężnej, a także liczne krajowe dane nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Ze względu na naturę ubiegłotygodniowego osłabienia złotego związaną ze spadkiem popytu na ryzykowne aktywa złoty tracił na wartości również względem innych głównych walut: dolara amerykańskiego (o 7,1%), franka szwajcarskiego (o 3,8%) oraz funta brytyjskiego (o 2,2%). Kurs CHFPLN przekroczył 4,37 osiągając najwyższy poziom od 15 stycznia 2015 r., czyli tzw. czarnego czwartku, kiedy to SNB nieoczekiwanie uwolnił kurs franka względem euro. W ubiegłym tygodniu obserwowane było również osłabienie euro względem dolara, któremu sprzyjało ogłoszone przez EBC silne łagodzenie polityki pieniężnej (patrz powyżej).

Oczekujemy, że w tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z epidemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. tempa rozprzestrzeniania się pandemii. Istotne dla rynku mogą być także zaplanowane na wtorek publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro. W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz dane mogą przyczynić się do dalszego osłabienia złotego. Uważamy, że brak porozumienia w Kongresie w sprawie pakietu stymulującego amerykańską gospodarkę będzie negatywny dla nastrojów rynkowych, a tym samym będzie oddziaływał w kierunku wzrostu kursu EURPLN. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek walutowy. Czynnikiem ryzyka w górę dla kursu EURPLN może być również wprowadzenie opisanych wyżej propozycji UOKiK dotyczącej rocznego moratorium na spłatę kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Piątkowa aktualizacja polskiego rynku przez agencję Fitch zostanie ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, stąd jej wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wstępne indeksy PMI mogą pogłębić spadek stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do poziomu 0,765 (spadek o 59 pkt.), 5-letnie do poziomu 0,92 (spadek o 54pb), a 10-letnie do 1,11 (spadek o 46pb). Po wzroście stawek IRS odnotowanym dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 13.03.2020) w ubiegłym tygodniu doszło do ich silnego spadku. Obniżeniu stawek IRS sprzyjały rosnące obawy o perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię COVID-19, a także złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC i RPP.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach głównym czynnikiem wpływającym na stawki IRS będą doniesienia medialne w sprawie epidemii COVID-19. W centrum uwagi rynku będą informacje nt. rozprzestrzeniania się pandemii. Istotne dla stawek IRS mogą być także zaplanowane na wtorek publikacje wstępnych indeksów PMI, które w naszej ocenie mogą doprowadzić do dalszego spadku stawek IRS. Uważamy, że brak porozumienia w Kongresie w sprawie pakietu stymulującego amerykańską gospodarkę będzie negatywny dla nastrojów rynkowych, a tym samym będzie oddziaływał w kierunku wzrostu stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień publikacje danych z USA (PKB, wstępne zamówienia na dobra trwałe, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) będą naszym zdaniem neutralne dla rynku. Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się natomiast ewentualne wprowadzenie opisanych wyżej propozycji UOKiK dotyczącej moratorium na spłatę kredytów konsumenckich i mieszkaniowych. Piątkowa aktualizacja polskiego rynku przez agencję Fitch zostanie ogłoszona 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	1,00
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	4,4	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	3,3	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	4,9	
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	0,1	
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	9,6	
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	7,7	
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	1,1	
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	2265		
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	3,0		
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	3,0		

* 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 rolnictwem (% 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 (%)**	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,71	1,20	1,20	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	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 23.03.2020 r.						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	9,3	8,4	9,0
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	-6,6		-15,0
Wtorek 24.03.2020 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	48,0		40,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	52,6	32,0	38,1
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	49,2	41,0	39,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	51,6	35,0	37,8
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	5,5	5,5	5,5
14:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,7		42,5
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	-2,0		
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	764	756	750
Środa 25.03.2020r.						
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	-0,2	0,5	-0,9
Czwartek 26.03.2020 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	5,2		5,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Marzec	0,10	0,10	0,10
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	2,1	2,1	2,1
Piątek 27.03.2020 r.						
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Luty	0,1		
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	95,9	93,0	89,5

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

** Konsensus Reuters