



W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, który pozwoli na lepszą ocenę wpływu epidemii COVID-19 na aktywność gospodarczą w Polsce.** Prognozujemy, że wskaźnik zmniejszył się do 44,0 pkt. w marcu z 48,2 pkt. w lutym. Podobną skalę pogorszenia koniunktury obserwowaliśmy w Niemczech i strefie euro (patrz poniżej). Ze względu na konstrukcję wskaźnika, skala spadku indeksu będzie ograniczana przez wydłużenie czasu dostaw. Materializacja naszej prognozy, która jest obarczona istotną niepewnością, będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy marcowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że indeks Caixin PMI wzrósł do 44,0 pkt. w marcu wobec 40,3 pkt. w lutym, a indeks CFLP PMI zwiększył się w naszej ocenie do 44,5 pkt. wobec 35,7 pkt. w lutym. Poprawa koniunktury będzie efektem wznowienia działalności przez wiele chińskich przedsiębiorstw po wstrzymaniu produkcji w następstwie epidemii COVID-19 oraz będzie odzwierciedleniem działań chińskiego rządu i Ludowego Banku Chin mających na celu stymulację popytu wewnętrznego. Nasze prognozy dotyczące wskaźników PMI kształtują się poniżej oczekiwań rynkowych, a tym samym ich materializacja może być lekko negatywna dla kursu złotego.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zmniejszyło się o 100 tys. osób w marcu wobec wzrostu o 273 tys. w lutym, przy jednoczesnym zwiększeniu stopy bezrobocia do 3,9% wobec 3,5% w lutym. Będzie to efekt rozprzestrzeniającej się epidemii COVID-19 w USA. Dane te zbierane są w połowie miesiąca, a tym samym wskażą one na mniejszą skalę spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia niż wynikałoby to z silnego wzrostu liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej). Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje spadku o 150 tys. w marcu wobec wzrostu o 183 tys. w lutym). W środę opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zmniejszy się do 46,0 pkt. w marcu wobec 50,1 pkt. w lutym. Spadek indeksu w następstwie wstrząsu związanego z epidemią COVID-19 sygnalizowany był już wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Conference Board wskaże na dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich (118,0 pkt. w marcu wobec 130,7 pkt. w lutym). Materializacja naszych prognoz będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen obniżyło się do 0,7% r/r w marcu z 1,2% w lutym, do czego przyczynił się spadek inflacji bazowej i dynamiki cen nośników energii. Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że zmniejszyła się ona do 1,2% r/r w marcu z 1,7% w lutym. Publikacja inflacji w strefie euro będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się do 4,4% r/r w marcu wobec 4,7% w lutym.** Spadek dynamiki cen paliw został tylko częściowo skompensowany przez wzrost inflacji bazowej (efekt m.in. podwyżki opłat za wywóz śmieci). Zgodnie z komunikatem GUS, ze względu na epidemię COVID-19 w marcu wstrzymane zostało badanie cen detalicznych w sposób tradycyjny (zbieranie danych osobiście przez ankieterów) na rzecz pozyskiwania informacji drogą telefoniczną lub mailową. Oznacza to, że wskaźnik inflacji w marcu będzie w mniejszym stopniu niż zazwyczaj odzwierciedlał notowania cenowe w mniejszych sklepach i targowiskach, a w większym stopniu informacje pochodzące z dużych sieci handlowych. Dostępne informacje dotyczące kształtowania się cen w sklepach wielkopowierzchniowych wskazują, że po przejściowym wzroście cen żywności w pierwszych tygodniach marca związanym ze skokowym popytem wynikającym z dokonywania zapasów

przez gospodarstwa domowe, ceny obniżyły się wyraźnie w II połowie miesiąca. W rezultacie prognozujemy, że dynamika cen żywności nie zmieniła się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosła 7,5% r/r. Nasza prognoza inflacji ogółem jest zgodna z konsensusem rynkowym, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu.

W zeszłym tygodniu

-  **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała 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 „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. Fitch uważa, że Polska jest stosunkowo odporna (w porównaniu do innych krajów z takim samym ratingiem) na wstrząs gospodarczy związany z COVID-19 ze względu na relatywną zamkniętą i zróżnicowaną gospodarkę, z umiarkowanym udziałem turystyki. Ponadto Polska jest importerm netto nośników energii, posiada płynny kurs walutowy, prawie zbilansowany rachunek bieżący oraz pewną przestrzeń w finansach publicznych, która pozwoli na ograniczenie negatywnego wpływu wstrząsu za pomocą ekspansywnej polityki fiskalnej. W rezultacie tempo wzrostu PKB obniży się do 1,8% r/r w 2020 r. i wzrośnie do 3,2% w 2021 r. Fitch prognozuje, że deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB wyniesie 5,0% w 2020 r. (wobec prognozowanych wcześniej 1,5%) i zmniejszy się do 3,3% w 2021 r. (poprzednio 1,5%). Zdaniem Fitch, z uwagi na wyjątkową sytuację, przejściowe złamanie stabilizującej reguły wydatkowej nie będzie miało negatywnego wpływu na wiarygodność kredytową Polski, jeśli sytuacja w finansach publicznych poprawi się w średnim terminie. Scenariusz przedstawiony przez agencję jest znacznie bardziej optymistyczny od naszych prognoz zarówno w przypadku ścieżki wzrostu gospodarczego, jak i deficytu sektora finansów publicznych. Uważamy jednak, że materializacja naszego scenariusza nie skłoni Fitch do obniżki ratingu Polski w najbliższym czasie. Agencja będzie potrzebowała kilku kwartałów, aby ocenić długotrwały wpływ luzowania polityki fiskalnej na kondycję finansów publicznych w długim okresie. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.
-  **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro obniżył się w marcu do 31,4 pkt. wobec 51,6 pkt. w lutym, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (37,8 pkt.).** Tym samym indeks ukształtował się na rekordowo niskim poziomie. Jednocześnie był to również jego najsilniejszy miesięczny spadek w historii. Zmniejszenie indeksu wynikało ze spadku składowych zarówno dla aktywności biznesowej w usługach jak również bieżącej produkcji w przetwórstwie. Dane wskazują zatem na bardzo silny negatywny wpływ rozprzestrzeniającej się na świecie pandemii COVID-19 na aktywność gospodarczą w obszarze wspólnej waluty. Zgodnie z komunikatem szczególnie silnie sytuacja pogorszyła się w sektorze usług, zwłaszcza w turystyce i gastronomii. Wynika to z licznych ograniczeń administracyjnych wprowadzonych przez rządy krajów strefy euro w ramach walki z rozprzestrzenianiem się wirusa. Gwałtowne pogorszenie koniunktury ma szeroki zakres geograficzny i zostało odnotowane we wszystkich gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W strukturze danych na uwagę zasługuje relatywnie wysoki poziom indeksu PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który obniżył się do 45,7 pkt. wobec 48,0 pkt. pozostając lekko powyżej poziomów odnotowywanych pod koniec 2019 r. Warto jednak zauważyć, że spadek indeksu ograniczany był przez silne zwiększenie wkładów składowych dla czasu dostaw oraz zapasów, co jest efektem pozrywanych przez pandemię łańcuchów dostaw i tym samym nie

świadczy o poprawie koniunktury. Pozostałe składowe indeksu, w szczególności dla bieżącej produkcji i nowych zamówień, odnotowały znaczący spadek.

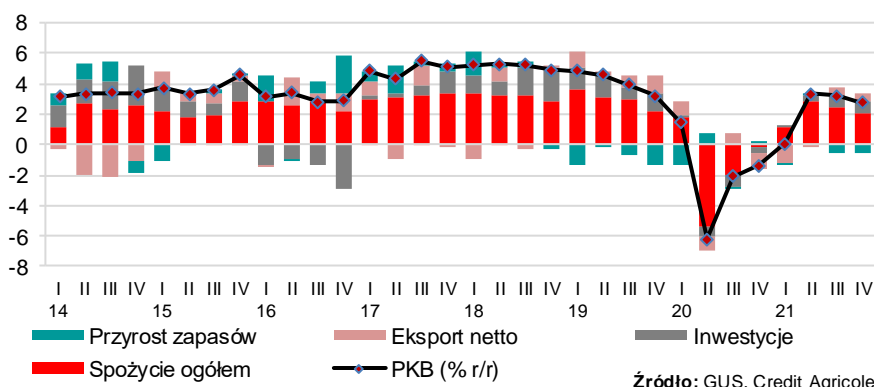
➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r. nie zmieniło się w porównaniu do drugiego szacunku i wyniosło 2,1%. Z jednej strony w górę zrewidowane został wkład konsumpcji prywatnej (1,24 pp. w trzecim szacunku wobec 1,17 pp. w drugim szacunku), z drugiej strony w dół zrewidowano wkłady wydatków rządowych (0,44 pp. wobec 0,46 pp.) i eksportu netto (1,51 pp. wobec 1,53 pp.). Wkłady inwestycji i zapasów nie zmieniły się i wyniosły odpowiednio -0,09 pp. oraz -0,98 pp. Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu amerykańskiej gospodarki w IV kw. był eksport netto, podczas gdy w poprzednich kwartałach była to konsumpcja. Ostatni raz sytuacja, w której spożycie prywatne nie było głównym źródłem wzrostu PKB w USA miała miejsce w III kw. 2013 r. – wtedy głównym czynnikiem wzrostu były zapasy. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w lutym o 1,2% m/m wobec wzrostu o 0,1% w styczniu, co w znacznym stopniu wynikało z wyższych zamówień w firmie Boeing. Bez uwzględnienia środków transportu dynamika zamówień na dobra trwałe spadła w lutym do -0,6% m/m wobec 0,6% w styczniu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży nowych domów, która zmniejszyła się w lutym do 765 tys. wobec 800 tys. w styczniu, wskazując na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych, która zwiększyła się w ubiegłym tygodniu do 3283 tys. wobec 282 tys. dwa tygodnie temu, co jest najwyższym wzrostem w historii. Liczba zgłoszonych wniosków wskazuje na pierwsze efekty wstrzymanej działalności przez część firm ze względu na ograniczenia wprowadzone przez amerykański rząd w ramach walki z pandemią koronawirusa. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w marcu do 89,1 pkt. wobec 101,0 pkt. w lutym oraz 95,9 pkt. we wstępnym szacunku. Tym samym był to najsilniejszy miesięczny spadek indeksu od października 2008 r. Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań, co związane było z rosnącymi obawami amerykańskich konsumentów o wpływ pandemii COVID-19 na ich sytuację ekonomiczną. Ze względu na rozprzestrzeniającą się epidemię koronawirusa znaczna część opublikowanych w ubiegłym tygodniu danych z realnej sfery amerykańskiej gospodarki dotyczy 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.

➤ **W ubiegłym tygodniu w USA przyjęty został pakiet stymulacyjny (tzw. pakiet mamuci) w wysokości 2 bln USD mający na celu złagodzenie skutków gospodarczych pandemii COVID-19.** W skład pakietu wchodzi m.in. pomoc dla dużych firm w formie pożyczek (ok. 500 mld USD), pomoc dla małych firm w formie pożyczek (ok. 350 mld USD – po spełnieniu określonych warunków będą musiały być zwracane), wydatki na służbę zdrowia (ok. 150 mld USD), jednorazowe transfery dla gospodarstw domowych (ok. 500 mld USD) oraz zwiększenie zasiłków dla bezrobotnych (ok. 250 mld USD). W strukturze tych wydatków na szczególną uwagę zasługują te elementy programu, które przełożą się na bezpośredni wzrost popytu wewnętrznego, czyli transfery dla gospodarstw domowych, wydatki na służbę zdrowia oraz bezzwrotne pożyczki dla firm. Zgodnie z naszymi szacunkami stanowią one ok. 6% amerykańskiego PKB. Uchwalenie pakietu stymulacyjnego przez senat doprowadziło do silnego wzrostu na głównych giełdach. Na początku ubiegłego tygodnia FED podkreślił, że wykorzysta wszystkie swoje narzędzia aby wesprzeć gospodarkę. Jednocześnie zapowiedział, że skala uruchomionego programu luzowania ilościowego będzie dostosowana do potrzeb związanych z zapewnieniem płynnego funkcjonowania rynku i skuteczności prowadzonej polityki pieniężnej. Rezerwa Federalna ogłosiła, że uruchomi programy umożliwiające zwiększenie dostępności finansowania zewnętrznego (poprzez kredyt i emisję obligacji) dla gospodarstw

domowych, przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego. Decyzje FED zostały odebrane jako gołębnie, co oddziaływało w ubiegłym tygodniu w kierunku osłabienia dolara względem euro.

➤ **W zeszłym tygodniu EBC opublikował szczegóły dotyczące zapowiedzianego dwa tygodnie temu nowego programu skupu aktywów PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme).** Celem programu jest przeciwdziałanie negatywnemu wpływowi epidemii COVID-19 na gospodarkę strefy euro (por. MAKROmapa z 23.03.2020). Zgodnie z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu informacjami w programie nie będzie obowiązywał limit emitenta oraz zaangażowania w poszczególne papiery dłużne, który w przypadku prowadzonego obecnie równoległe przez EBC programu skupu aktywów wynosi 33%. Znacząco zwiększa to dostępność instrumentów dłużnych, które mogą być przedmiotem skupu w ramach programu PEPP. Jednocześnie EBC zapowiedział, że skupując papiery będzie elastycznie podchodził do klucza kapitałowego, który określa udział papierów z poszczególnych krajów strefy euro w skupie. W naszej ocenie w ten sposób EBC dał do zrozumienia, że nie będzie dopuszczał do znaczącego wzrostu spreadu pomiędzy obligacjami skarbowymi krajów strefy euro. Ponadto, zapadalność papierów będących przedmiotem skupu będzie musiała wynosić przynajmniej 70 dni i nie będzie mogła przekraczać 30 lat i 364 dni, podczas gdy w przypadku prowadzonego równoległe programu skupu aktywów wynosi ona od 365 dni do 20 lat i 364 dni. Oznacza to, że EBC poprzez program PEPP chce mieć większy wpływ na krótki koniec krzywej dochodowości. Jednocześnie EBC zapowiedział, że nie będzie reinwestował skupionych w ramach programu PEPP zapadających papierów. Tym samym ogłoszony przez EBC program jest krótkoterminowy i jego celem jest łagodzenie doraźnych gospodarczych skutków epidemii COVID-19. Szczegóły dotyczące programu PEPP zostały odebrane przez inwestorów jako gołębnie, sprzyjając spadkowi rentowności obligacji krajów strefy euro. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w czerwcu 2020 r. EBC obniży stopę depozytową o 10 pb.

Prognozy na lata 2020 – 2021



Publikując nasz scenariusz makroekonomiczny dwa tygodnie temu (por. MAKROmapa z 16.03.2020) zakładaliśmy inny przebieg wydarzeń w kontekście przebiegu epidemii COVID-19 w Polsce. Wówczas uważaliśmy, że jej przebieg będzie ostry, ale jej wpływ na warunki gospodarcze w Polsce będzie krótkotrwały. Dodatkowo, zakładaliśmy, że

reakcja ze strony polityki gospodarczej będzie relatywnie szybka, co będzie ograniczało negatywny wpływ epidemii na aktywność gospodarczą. Takie założenia znalazły odzwierciedlenie w naszych prognozach, które przewidywały tylko spowolnienie wzrostu PKB w br. (do 1,2% r/r średniorocznie w br.), a nie recesję.

Dynamicznie rozwijająca się sytuacja w ostatnich dwóch tygodniach niekorzystnie zweryfikowała nasze założenia – były one zbyt optymistyczne. W naszej prognozie nie uwzględniliśmy wpływu zamknięcia granic w Polsce i innych krajach Unii Europejskiej, które oddziałuje w kierunku znaczącego ograniczenia przepływu towarów. Ponadto we Włoszech wstrzymana została wszelka działalność produkcyjna, która nie jest niezbędną, a w wielu krajach UE epidemia rozprzestrzenia się szybciej od oczekiwań. Marcowe

wyniki badań koniunktury sygnalizują wystąpienie recesji u najważniejszych partnerów handlowych Polski (patrz powyżej). Dodatkowo, uważamy, że szkoły w Polsce pozostaną zamknięte przez dłuższy okres niż pierwotnie zakładaliśmy (jeden miesiąc) – najprawdopodobniej zajęcia prowadzone w tradycyjny sposób zostaną wznowione na początku maja. Dodatkowe zalecenia rządu w zakresie ograniczenia przemieszczania się ludności oraz zapewnienia bezpiecznych warunków w miejscu pracy (np. odstępy pomiędzy pracownikami) są kolejnymi elementami ograniczającymi aktywność gospodarczą w Polsce. Zarysowane powyżej czynniki będą oddziaływać w kierunku wyraźnego spadku konsumpcji, inwestycji i eksportu w br. Tym samym zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu gospodarczego. Oczekujemy, że wyniesie ono -2,1% r/r w br. i +2,3% w 2021 r. (por. tabela na str. 8).

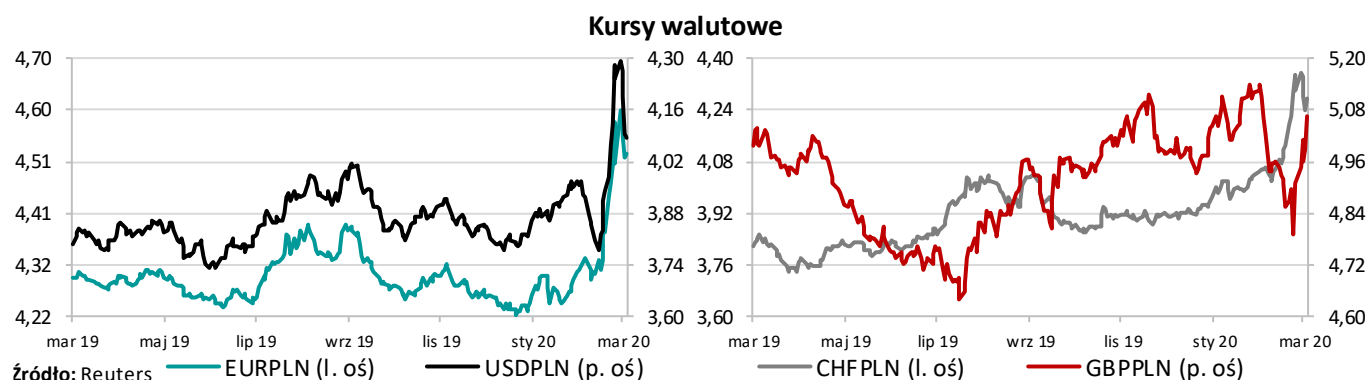
Uważamy, że tempo wzrostu PKB utrzyma się powyżej zera w I kw., choć i tak ukształtuje się ono poniżej prognozowanej przez nas dwa tygodnie temu wartości. Wyraźny spadek PKB i jego głównych składowych ujęciu r/r odnotujemy dopiero w II kw. Konsumpcja będzie ograniczana nie tylko przez restrykcje w poruszaniu się ludności, ale również spadek dochodów oraz zatrudnienia. Skala wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego będzie większa niż wynikałoby to ze spadku zatrudnienia – kontynuowana będzie tendencja do masowego rejestrowania się Polaków (m.in. osób biernych zawodowo, pracujących w szarej strefie, czy też wykonujących pracę w ramach umowy o dzieło) w urzędach pracy jako osoby bezrobotne w celu uzyskania ubezpieczenia zdrowotnego. Drugim źródłem wzrostu bezrobocia będzie powrót Polaków zza granicy. Będą to czynniki wyraźnie podbijające ścieżkę stopy bezrobocia w średnim okresie. Utracone dochody gospodarstw domowych (w wyniku kwarantanny, przejścia na zasiłek, utraty pracy), zwiększona skłonność do oszczędzania oraz niższe wydatki na niektóre usługi w obawie o swoje zdrowie (np. kino, restauracje, turystykę) będą ograniczały skalę ożywienia konsumpcji w II poł. br. Uważamy, że dynamika konsumpcji ukształtuje się poniżej zera do końca roku.

Uważamy, że epidemia koronawirusa będzie miała wyraźnie trwały negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce, wykraczający poza II kw. Trudności finansowe wielu firm, jak również podwyższona niepewność będą oddziaływały w kierunku pogorszenia klimatu inwestycyjnego dla przedsiębiorstw. Publiczne nakłady na środki trwałe będą wspierane przez uruchomienie dodatkowych środków w ramach „tarczy antykryzysowej”, jednak w warunkach zaburzeń związanych z rozprzestrzenianiem się epidemii COVID-19 (m.in. przerwane łańcuchy dostaw, kwarantanny) realizacja inwestycji publicznych będzie utrudniona i zaczną one wyraźnie rosnąć dopiero w III kw. br. W rezultacie dynamika inwestycji ogółem będzie utrzymywać się poniżej zera do końca br. Dodatkowo, głęboka recesja u głównych partnerów handlowych Polski będzie oddziaływała w kierunku spadku polskiego eksportu. Czynnikiem łagodzącym wpływ niższego eksportu na wzrost PKB będzie jednoczesny spadek importu wynikający z osłabienia popytu krajowego i zakłóceń w łańcuchach dostaw. W naszej prognozie uwzględniliśmy działania rządu w ramach „tarczy antykryzysowej” ukierunkowane na pobudzenie popytu krajowego (por. MAKROmapa z 23.03.2020), jednak będą one niewystarczające do uchronienia Polski przed recesją. Podsumowując, dynamika PKB wyraźnie zwiększy się w III kw. w porównaniu do II kw., jednak nadal będzie kształtowała się poniżej zera do końca br. Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego powróci do poziomu ok. 3% dopiero w II kw. 2021 r.

Silniejszy od naszych wcześniejszych oczekiwań spadek dynamiki PKB będzie oddziaływał w kierunku obniżenia inflacji bazowej w porównaniu do poprzedniej prognozy. Nieznacznie zrewidowaliśmy w dół naszą ścieżkę cen żywności. Uważamy, że w najbliższych miesiącach w Polsce może wystąpić przejściowa nadpodaż żywności, ze względu na niedrożne kanały jej dystrybucji (utrudnienia logistyczne w eksporcie, załamanie popytu ze strony restauracji i hoteli). Zwiększona podaż żywności na krajowym rynku nie zostanie w naszej ocenie w pełni zagospodarowana przez podwyższony popyt ze strony gospodarstw domowych akumulujących zapasy. W konsekwencji uważamy, że w najbliższych miesiącach spadek dynamiki cen żywności może być szybszy niż zakładaliśmy dwa tygodnie temu. W rezultacie zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji w 2020 r. w dół do 2,9% r/r.

Uważamy, że stopy procentowe NBP nie zmieniają się co najmniej do końca 2021 r. Polityka pieniężna będzie prowadzona z użyciem niekonwencjonalnych narzędzi (por. MAKROpuls z 17.03.2020). Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach, w warunkach rosnących potrzeb pożyczkowych rządu, NBP zwiększy skalę skupu obligacji na rynku wtórnym w celu przeciwdziałania znaczącemu wzrostowi rentowności polskich obligacji (por. MAKROmapa z 23.03.2020). Z uwagi na obecną sytuację rynkową, jak również uwzględniając silniejszy spadek PKB, podnieśliśmy oczekiwaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN. Uważamy, że na koniec II kw. kurs EURPLN obniży się do 4,44, ze względu na spadek globalnej awersji do ryzyka oraz wyceniane przez inwestorów w coraz większym stopniu ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie wspierane przez luźną politykę fiskalną i pieniężną.

Względna stabilizacja kursu złotego

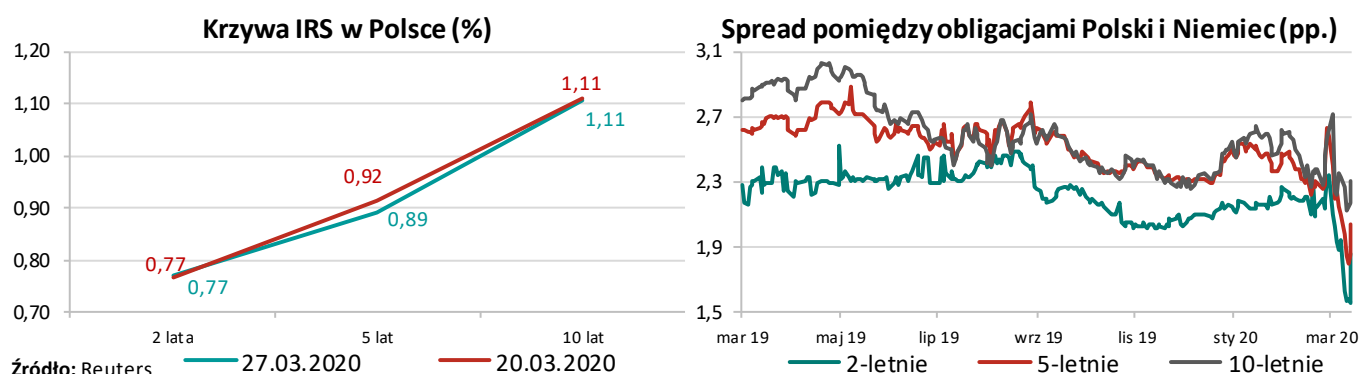


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5248 (osłabienie złotego o 0,4%). W zeszłym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach, sytuacja na rynku walutowym pozostawała pod wpływem nastrojów inwestorów kształtowanych przez doniesienia medialne nt. epidemii koronawirusa. Czynnikiem stabilizującym dla rynku były natomiast programy stymulacyjne ogłaszane w najważniejszych światowych gospodarkach (m.in. tzw. „pakiet mamuci” w USA i szczegóły programu PEPP w strefie euro – patrz powyżej). W konsekwencji kurs EURPLN w ubiegłym tygodniu był relatywnie stabilny na tle ostatnich tygodni. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane makroekonomiczne miały ograniczony wpływ na rynek walutowy.

W ubiegłym tygodniu na szczególną uwagę zasługuje również znaczące umocnienie dolara względem euro. Sprzyjało mu zapowiedź FED, zgodnie z którą jest on gotów użyć wszystkich swoich narzędzi aby wesprzeć amerykańską gospodarkę. W efekcie w ubiegłym tygodniu doszło również do umocnienia złotego względem dolara.

Ubiegłotygodniowa decyzja Fitch dotycząca polskiego ratingu jest neutralna dla złotego. 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 złotego mogą być również publikacje indeksów PMI dla przetwórstwa w Chinach i w Polsce. W przypadku realizacji naszych niższych od konsensusu rynkowego prognoz dane mogą przyczynić się do osłabienia kursu polskiej waluty. Dane ze strefy euro (wstępny szacunek inflacji) oraz USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board) nie spotkają się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

Nieznaczne uspokojenie sytuacji na rynku długu



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki wyniosły 0,77 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni), 5-letnie obniżyły się do poziomu 0,89 (spadek o 3pb), a 10-letnie wyniosły 1,11 (brak zmiany w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). Choć rynek długu cały czas pozostaje pod wpływem doniesień medialnych dotyczących rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19 ostatni tydzień przyniósł względną stabilizację stawek IRS. Poprawie nastrojów inwestorów sprzyjały programy stymulacyjne ogłaszane w najważniejszych światowych gospodarkach (m.in. tzw. „pakiet mamuci” w USA i szczegóły programu PEPP w strefie euro – patrz powyżej). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane makroekonomiczne ze światowej gospodarki nie miały istotnego wpływu na krzywą.

Ubiegłotygodniowa decyzja Fitch dotycząca polskiego ratingu jest neutralna dla stawek IRS. 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. Do spadku stawek IRS mogą przyczynić się naszym zdaniem zaplanowana na środę publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. Dane ze strefy euro (wstępny szacunek inflacji) oraz USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa, indeks Conference Board) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

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	4,52
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	4,09
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	4,27
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	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	0,9	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)	1,4	-6,2	-2,1	-1,4	0,0	3,3	3,2	2,7	4,1	-2,1	2,3	
Konsumpcja (% r/r)	2,1	-10,2	-4,3	-1,3	1,0	4,1	3,5	3,2	3,9	-3,4	2,8	
Inwestycje (% r/r)	1,1	-3,3	-4,0	-1,5	1,5	2,9	4,2	3,1	6,9	-2,1	3,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,4	-6,3	-2,3	-1,1	2,0	4,5	4,0	4,1	4,2	-1,8	3,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	1,0	-5,0	-3,9	1,0	4,5	5,0	3,4	3,5	3,0	-1,7	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,3	-5,9	-2,5	-0,6	0,6	2,3	2,0	1,6	2,2	-1,9	1,6
	Inwestycje (pp.)	0,1	-0,6	-0,7	-0,4	0,2	0,5	0,7	0,8	1,3	-0,4	0,5
	Eksport netto (pp.)	0,9	-1,0	0,7	-1,0	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,8	-0,1	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	0,9	0,7	1,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	1,1	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,6	7,0	6,3	6,3	6,5	5,7	5,3	5,7	5,2	6,3	5,7	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,5	-1,5	-2,5	-2,0	-1,5	0,0	1,0	1,0	0,3	-1,6	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,5	5,9	4,8	3,6	3,0	3,6	4,3	5,5	7,2	5,5	4,1	
Inflacja CPI (%)*	4,5	2,9	2,0	2,3	1,4	2,5	3,3	2,4	2,3	2,9	2,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	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**	4,52	4,44	4,40	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33	
USDPLN**	4,09	3,96	3,86	3,87	3,89	3,88	3,91	3,90	3,79	3,87	3,90	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 30.03.2020 r.						
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,7	1,2	1,4
Wtorek 31.03.2020 r.						
3:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Marzec	35,7	44,5	45,0
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Marzec	4,7	4,4	4,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,2	0,7	0,8
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Styczeń	0,4		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Marzec	49,0		40,0
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	130,7	118,0	111,5
Środa 01.04.2020 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	40,3	44,0	45,8
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Luty	18,5		
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	48,2	44,0	46,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	45,7	45,5	45,5
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	44,8	44,8	44,8
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Marzec	183		-150
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	49,2		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,1	46,0	44,3
Czwartek 02.04.2020 r.						
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	-0,5	-0,2	0,2
Piątek 03.04.2020 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Marzec	28,4	28,4	28,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Marzec	31,4	31,4	31,4
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	3,5	3,9	3,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Marzec	273	-100	-123
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Marzec	57,3	48,0	45,0

* 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