




W tym tygodniu

- **W tym tygodniu senat najprawdopodobniej odrzuci proponowane przez sejm zmiany w prawie wyborczym, które umożliwiłyby przeprowadzenie wyborów prezydenckich za pomocą głosowania korespondencyjnego.** Odrzucona ustawa wróci wówczas do sejmu, który może odrzucić weto bezwzględną większością głosów. Trudno obecnie przewidzieć wynik tego głosowania. Dostrzegamy znaczące ryzyko, że senackie weto nie zostanie odrzucone w sejmie ze względu na brak poparcia przez część posłów Porozumienia. Oznaczałoby to zwiększone prawdopodobieństwo wprowadzenia stanu klęski żywiołowej, co skutkowałoby przesunięciem wyborów prezydenckich. Możliwy byłby również rozpad koalicji rządowej i przyspieszone wybory parlamentarne, co rodziłoby podwyższoną niepewność co do skali impulsu fiskalnego łagodzącego negatywne gospodarcze skutki wybuchu epidemii COVID-19. Taki scenariusz byłby lekko negatywny dla kursu złotego.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy, które pozwolą lepiej ocenić negatywny wpływ epidemii COVID-19 na aktywność gospodarczą w USA. Biorąc pod znaczącą skalę wzrostu liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ostatnich tygodniach (patrz poniżej) oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zmniejszyło się o 22,5 mln osób w kwietniu wobec spadku o 701 tys. w marcu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje spadku o 20 mln w kwietniu wobec spadku o 27 tys. w marcu). Materializacja naszej prognozy zmiany zatrudnienia poza rolnictwem w USA, która kształtuje się poniżej oczekiwań rynkowych (-20 mln osób) będzie lekko negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W czwartek opublikowane zostaną dane nt. chińskiego bilansu handlowego.** Rynek oczekuje, że saldo bilansu zmniejszyło się do 9,7 mld USD w kwietniu wobec 19,9 mld USD w marcu. Zgodnie z konsensusem tempo wzrostu eksportu zmniejszyło się do -12,1% r/r w kwietniu z -6,6% w marcu, a dynamika importu obniżyła się do -12,4% r/r z -1,0% w marcu. Uważamy, że publikacja danych o chińskim bilansie handlowym nie spotka się z istotną reakcją rynkową.
- **Dzisiaj opublikowany został indeks PMI dla polskiego przetwórstwa.** Wskaźnik zmniejszył się w kwietniu do 31,9 pkt. wobec 42,4 pkt. w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (34,6 pkt.) i naszej prognozy (34,3 pkt.). Tym samym indeks osiągnął najniższą w historii wartość w szeregu (tj. od połowy 1998 r.). Do spadku wskaźnika PMI przyczyniły się przede wszystkim niższe składowe dla bieżącej produkcji (20,9 pkt. w kwietniu wobec 36,6 pkt. w marcu) i nowych zamówień ogółem (17,1 pkt. wobec 34,2 pkt.). Jednocześnie doszło do pogłębienia spadku zamówień eksportowych. Obniżenie wspomnianych wskaźników jest spójne z obostrzeniami nakładanymi przez rząd w Polsce i innych krajach oraz przestojami w wielu firmach. Dzisiejsze dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy spadku produkcji przemysłowej o 18,0% r/r w kwietniu. W warunkach ograniczonego wykorzystania mocy produkcyjnych firmy nadal ograniczały zatrudnienie, i to w szybszym tempie niż w marcu. W przeciwieństwie do lutego i marca, wydłużenie czasu dostaw w kwietniu w ograniczonym stopniu (tylko 0,1 pkt.) wspierało indeks PMI. Najbardziej pesymistycznym elementem wyników badań koniunktury jest dalszy znaczący spadek indeksu wskaźnika przyszłej produkcji (w horyzoncie 12-miesięcy), co wskazuje, że firmy nie oczekują poprawy swojej sytuacji w kolejnych miesiącach. Przedsiębiorcy uzasadniali swój pesymizm obawą przed długofalowymi skutkami gospodarczymi obostrzeń społecznych obowiązujących w Polsce i za granicą. Kwietniowe wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy dynamiki PKB w II kw. (-11,7% r/r wobec +0,1% w I kw.).

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się w kwietniu do 3,4% r/r wobec 4,6% w marcu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą równą oczekiwaniom rynku.** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji ogółem oddziaływała niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (7,4% r/r w kwietniu wobec 8,0% w marcu), paliw (-18,8% r/r wobec -2,9%) oraz nośników energii (5,2% r/r wobec 5,5%). Zgodnie z naszymi szacunkami, inflacja bazowa wyniosła w kwietniu ok. 3,4-3,6% r/r wobec 3,6% w marcu. Z uwagi na panującą suszę, która oddziałuje w kierunku wzrostu cen żywności, dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja wyniesie średniorocznie 3,1% r/r wobec 2,3% w 2019 r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 15 maja.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami FED utrzymał na nim docelowy przedział dla wahań stopy funduszy federalnych na poziomie [0,00%; 0,25%]. Kontynuowany będzie również program skupu aktywów w skali, która „umożliwi płynne funkcjonowanie rynków finansowych”. Od połowy marca FED skupił 1,4 biliona USD obligacji skarbowych i 575 mld USD papierów MBS (*mortgage backed securities*). Na konferencji prasowej prezes FED stwierdził, że stopy procentowe będą utrzymywane blisko zera przez dłuższy okres, zgodnie z oczekiwaniami rynków. J. Powell podczas konferencji wezwał Kongres do poluzowania polityki fiskalnej. Nie podane zostały żadne prognozy numeryczne dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego w USA. J. Powell wskazywał na dużą niepewność dotyczącą przebiegu ewentualnego ożywienia gospodarczego po opanowaniu epidemii COVID-19. Biorąc pod uwagę szeroki zakres czynników ryzyka wskazywany przez FED, nie oczekuje on ożywienia w kształcie litery „V”. Treść komunikatu po posiedzeniu FOMC oraz wydzwięk konferencji po posiedzeniu stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, w którym zakładamy stabilizację stóp procentowych w USA co najmniej do końca 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe zostały utrzymane na dotychczasowym poziomie. W komunikacie i na konferencji po posiedzeniu, Ch. Lagarde podkreślała elastyczność EBC w kształtowaniu parametrów polityki pieniężnej w strefie euro. EBC jest w pełni przygotowany na zwiększenie skali i dostosowanie struktury programu skupu aktywów, w takim stopniu i na tak długo, jak będzie to konieczne. Jest w każdym razie gotowy odpowiednio dostosować wszystkie narzędzia, jakimi dysponuje, żeby sprawić – w zgodzie z zadeklarowanym dążeniem do symetrii – że inflacja będzie stabilnie zmierzać do docelowego poziomu. Na posiedzeniu podjęto decyzję o złagodzeniu warunków prowadzenia ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III). Oprócz tego „żeby wspomóc warunki płynnościowe w strefie euro i przyczynić się do zapewnienia płynnego funkcjonowania rynków pieniężnych”, zostanie przeprowadzona nowa seria nieukierunkowanych nadzwyczajnych dłuższych operacji refinansujących w czasie pandemii (PELTRO), mających stanowić skuteczny mechanizm ochrony płynności. Seria PELTRO obejmie siedem dodatkowych operacji refinansujących, które rozpoczną się w maju 2020 i będą kolejno zapadać między lipcem a wrześniem 2021 r.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z USA.** Sprowadzona do wymiaru rocznego (zannualizowana) zmiana PKB wyniosła -4,8% w I kw. wobec 2,1% w IV kw. 2019 r., co było poniżej oczekiwań rynku (-4,0%) i naszej prognozy (-3,0%). Spadek PKB wynikał z w przede wszystkim z wyraźnego obniżenia konsumpcji (-5,26 pp. w I kw. wobec 1,24 pp. w IV kw.). Wkłady inwestycji (-0,43 pp. w I kw. wobec -0,09 pp. w IV kw.), wydatków rządowych (0,13 pp. wobec 0,44 pp.) oraz eksportu netto (1,30 pp. wobec 1,51 pp.) również zmniejszyły się. Przeciwny wpływ miał wyższy wkład zmiany zapasów (-0,53 pp. wobec -0,98 pp.). Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła w ubiegłym tygodniu 3839 tys. wobec 4442 tys.

dwa tygodnie temu. Tym samym skumulowana liczba wniosków o zasiłki w ostatnich sześciu tygodniach zwiększyła się do 30,0 mln. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także wyniki badań koniunktury w USA. Pogorszenie sytuacji w przetwórstwie zasygnalizował indeks ISM, który zmniejszył się w kwietniu do 41,5 pkt. wobec 49,1 pkt. w marcu, osiągając najniższy poziom od 2009 r. Jego spadek wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz bieżącej produkcji). Wydłużenie czasu dostaw oraz zwiększenie zapasów oddziaływały w przeciwnym kierunku. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także indeks Conference Board, który obniżył się w kwietniu do 86,9 pkt. wobec 118,8 pkt. w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (88,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia składowej dla oceny bieżącej sytuacji, podczas gdy składowa dla oczekiwań zwiększyła się. Oczekujemy, że sprowadzona do wymiaru rocznego zmiana amerykańskiego PKB wyniesie ok. -30% w II kw., do czego przyczyni się przede wszystkim dalszy znaczący spadek konsumpcji i inwestycji.

-  **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zmniejszył się w kwietniu do 49,4 pkt. wobec 50,1 pkt. w marcu, co było poniżej oczekiwań rynku (50,3 pkt.).** Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw). W strukturze danych na uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień eksportowych, przy nieznacznym obniżeniu subindeksu dla nowych zamówień ogółem. Oznacza to, że skala ożywienia w Chinach jest obecnie ograniczana przez osłabienie popytu zagranicznego z uwagi na rozprzestrzeniającą się epidemię COVID-19 w innych krajach. Jednocześnie popyt krajowy jest silny, wspierany przez stymulację fiskalną i monetarną realizowaną przez chiński rząd. Na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks CFLP PMI, który zmniejszył się w kwietniu do 50,8 pkt. wobec 52,0 pkt. w marcu, co również było poniżej oczekiwań rynku (51,0 pkt.). Wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa nie zmieniają naszego scenariusza zakładającego przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach w II poł. br. W konsekwencji prognozujemy, że dynamika chińskiego PKB w całym 2020 r. wyniesie 2,0% wobec 6,1% w 2019r.
-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro zmniejszyła się w kwietniu do 0,4% r/r wobec 0,7% w marcu, kształtując się powyżej naszych oczekiwań (-0,1%) i konsensusu rynkowego (0,1%).** Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen nośników energii i niższej inflacji bazowej, podczas gdy przeciwny wpływ miał szybszy wzrost cen żywności. Oczekujemy, że do końca 2020 r. będziemy obserwowali lekką deflację w strefie euro wynikającą z dalszego spadku inflacji bazowej i cen nośników energii. Prognozujemy, że inflacja HICP wyniesie 0,0% r/r średniorocznie w 2020 r. wobec 1,1% w 2019 r.
-  **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro w I kw. br. zmniejszyła się do -3,8% wobec 0,1% w IV kw. 2019 r. (-3,3% r/r wobec 1,0% w IV kw.), co było powyżej oczekiwań rynku (-3,4%) i naszej prognozy (-4,5%).** W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wstępne szacunki PKB w kilku gospodarkach strefy euro, m.in. we Francji (-5,8% kw/kw w I wobec -0,1% w IV kw.), Hiszpanii (-5,2% w I kw. wobec 0,4% w IV kw.) oraz we Włoszech (-4,7% w I kw. wobec -0,3% w IV kw.). Opublikowane dane o PKB są wstępnym szacunkiem i nie uwzględniają jego struktury. Kolejny szacunek PKB w strefie euro w I kw., uwzględniający tempo wzrostu we wszystkich krajach obszaru wspólnej waluty, zostanie opublikowany 15 maja, a dane nt. struktury PKB poznamy 6 czerwca. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą PKB w strefie euro obniży się o 8,2% r/r w 2020 r. wobec wzrostu o 1,2% w 2019 r.

Jak długo utrzyma się wypłaszczona krzywa dochodowości?

W poniższej analizie przedstawiamy nasz scenariusz dla perspektyw polityki pieniężnej oraz jego implikacje dla kształtowania się krótko- i długoterminowych stóp procentowych.

Zrealizowana w marcu i kwietniu obniżka stóp procentowych przez RPP o łącznie 100 pb nastąpiła przed publikacją jakichkolwiek danych makroekonomicznych, które odzwierciedlały wpływ wprowadzanych obostrzeń związanych z epidemią COVID-19 na aktywność gospodarczą. Efekty te widoczne były już częściowo w marcu (por. MAKROMAPA z 27.04.2020) z uwagi na trwające 2 tygodnie „zamrożenie” gospodarki. W kwietniu, wraz z przedłużającymi się ograniczeniami nakładanymi przez rząd, główne miesięczne wskaźniki makroekonomiczne (produkcja przemysłowa, produkcja budowlano-montażowa i sprzedaż detaliczna) odnotują naszym zdaniem dwucyfrowe spadki w ujęciu rok do roku (por. tabela z prognozami miesięcznymi). Uważamy, że po zapoznaniu się z tymi danymi (publikacja zaplanowana jest na trzeci tydzień maja) RPP zdecyduje się na obniżenie stóp procentowych efektywnie do zera (stopa referencyjna równa 0,05%). Oczekujemy, że inflacja w horyzoncie kilku kwartałów będzie kształtowała się blisko celu inflacyjnego (2,5±1%). Pozwala to RPP na realizację drugiego celu NBP, jakim jest wspieranie polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu czyli utrzymywania stabilnego poziomu cen. Uważamy, że przesunięcie majowego posiedzenia Rady z 6 na 28 maja było częściowo podyktowane koniecznością zapoznania się przez członków RPP z napływającymi danymi przed podjęciem kolejnych decyzji w polityce pieniężnej.

Materializacja scenariusza, w którym senackie weto w sprawie wyborów korespondencyjnych nie zostałyby odrzucone (patrz powyżej) stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy stóp procentowych. Prawdopodobne silne osłabienie złotego w tym scenariuszu zmniejszałyby przestrzeń do obniżki stopy referencyjnej.

RPP znacznie normalizować politykę pieniężną najprawdopodobniej dopiero wówczas, gdy epidemia COVID-19 zostanie opanowana. Oczekujemy, że stopa referencyjna zostanie podniesiona do 0,50% w II poł. 2021 r. Tym samym krótkoterminowe stopy procentowe będą utrzymywać się na niskim poziomie co najmniej w horyzoncie kilku kwartałów.

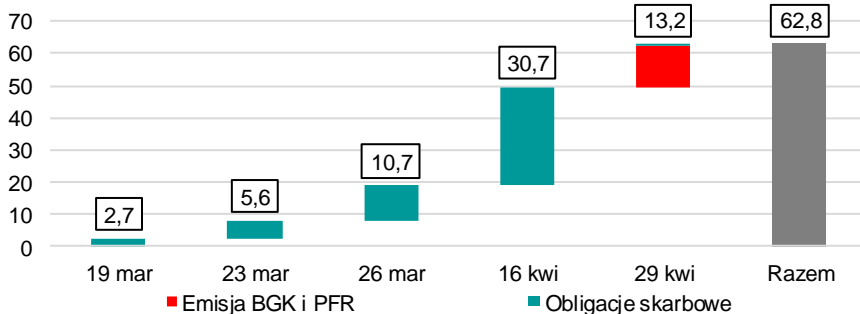
Obserwowane w ostatnich tygodniach tzw. wypłaszczenie krzywej dochodowości (czyli zmniejszenie różnicy pomiędzy długo- i krótkoterminowymi stopami procentowymi) w Polsce nastąpiło z uwagi na łagodzenie polityki pieniężnej przez główne banki centralne oraz realizację programu skupu obligacji przez NBP. Od połowy marca spread pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacji w Polsce a 3-miesięczną stawką WIBOR zmniejszył się o ok. 20 pb. Uważamy, że długookresowe stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie do połowy 2021 r.

	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
Rentowności niemieckich obligacji (%)							
2Y	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
5Y	-0,64	-0,59	-0,56	-0,53	-0,53	-0,51	-0,51
10Y	-0,50	-0,40	-0,35	-0,30	-0,30	-0,25	-0,25
30Y	-0,10	0,00	0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
EUR IRS (%)							
2Y	-0,15	-0,20	-0,20	-0,25	-0,25	-0,30	-0,30
5Y	-0,14	-0,09	-0,06	-0,08	-0,08	-0,11	-0,11
10Y	0,00	0,10	0,15	0,15	0,15	0,20	0,20
30Y	0,05	0,15	0,20	0,20	0,20	0,25	0,25

Źródło: Credit Agricole

Wsparciem dla prognozy utrzymywania się rentowności na długim końcu krzywej na niskim poziomie są nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się stóp procentowych w strefie euro. Zakładamy, że z uwagi na silne długotrwałe skutki pandemii i związaną z nimi łagodną politykę pieniężną EBC, rentowności niemieckich obligacji i stawki EUR IRS będą kształtowały się poniżej lub blisko zera.

Wartość obligacji zakupionych przez NBP (mld zł)



Źródło: Reuters, Credit Agricole

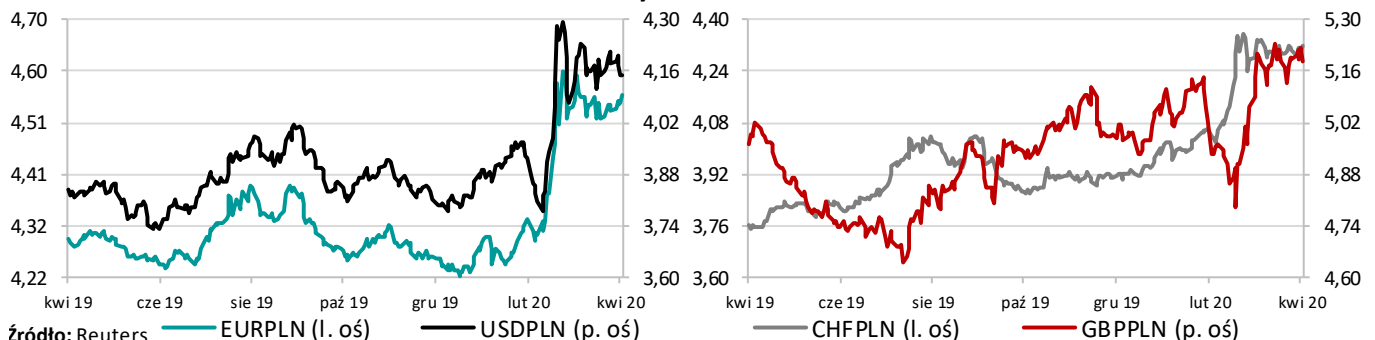
Oprócz niskich stóp na tzw. rynkach bazowych, czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku rentowności polskich obligacji jest program skupu aktywów realizowany przez NBP. W ramach operacji strukturalnych zrealizowanych w marcu i kwietniu NBP skupił 50,4 mld zł obligacji skarbowych i 12,5 mld zł obligacji wyemitowanych przez PFR i BGK (łącznie 62,8 mld zł). Uważamy, że

długi koniec krzywej będzie utrzymywał się na niskim poziomie tak długo, jak NBP będzie kontynuował skup tych papierów. Polski Fundusz Rozwoju zaplanował emisję obligacji w wysokości 100 mld zł na sfinansowanie tzw. tarczy finansowej (por. MAKROpuls z 08.04.2020). Z kolei Bank Gospodarstwa Krajowego zapowiedział emisję obligacji o wartości do 100 mld na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, z którego najprawdopodobniej zostaną sfinansowane publiczne programy inwestycyjne. Wspomniane papiery będą najprawdopodobniej w znacznym stopniu skupione przez NBP.

Oczekujemy, że długoterminowe stopy procentowe w Polsce zwiększą się wyraźnie dopiero gdy NBP będzie zbliżał się do zakończenia realizacji swojego programu skupu aktywów. Emisja obligacji na potrzeby Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 będzie przeprowadzana stopniowo, zgodnie z postępami w realizacji projektów inwestycyjnych. W tym czasie NBP będzie skupował obligacje skarbowe w celu pobudzenia popytu banków komercyjnych na obligacje BGK, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku rentowności na długim końcu krzywej dochodowości. Oczekujemy, że NBP zaprzestanie skupu obligacji w połowie 2021 r. W efekcie, premia terminowa zawarta w długoterminowych stopach procentowych (teraz zredukowana przez operacje strukturalne) zacznie rosnąć w I poł. 2021 r. Ponadto, czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu rentowności obligacji w drugiej połowie 2021 r. będą nasilające się rynkowe oczekiwania wzrostu stopy referencyjnej NBP. W konsekwencji, oczekujemy, że w drugiej połowie 2021 r. rentowność 10-letnich polskich obligacji wzrośnie o ok. 80 pb. Z silnym wzrostem długiego końca krzywej dochodowości w reakcji na przybliżającą się perspektywę zakończenia skupu obligacji mieliśmy do czynienia w USA w 2013 r. Wypowiedzi ówczesnego prezesa FED, B. Bernanke nt. planowanego ograniczania programu luzowania ilościowego (QE3) przyczyniły się do znaczącego wzrostu rentowności obligacji (o ok. 60 pb w ciągu miesiąca). W II poł. 2021 r. będziemy zatem obserwować wystromienie krzywej dochodowości w Polsce.

Oslabienie złotego pod nieobecność krajowych inwestorów

Kursy walutowe



Źródło: Reuters

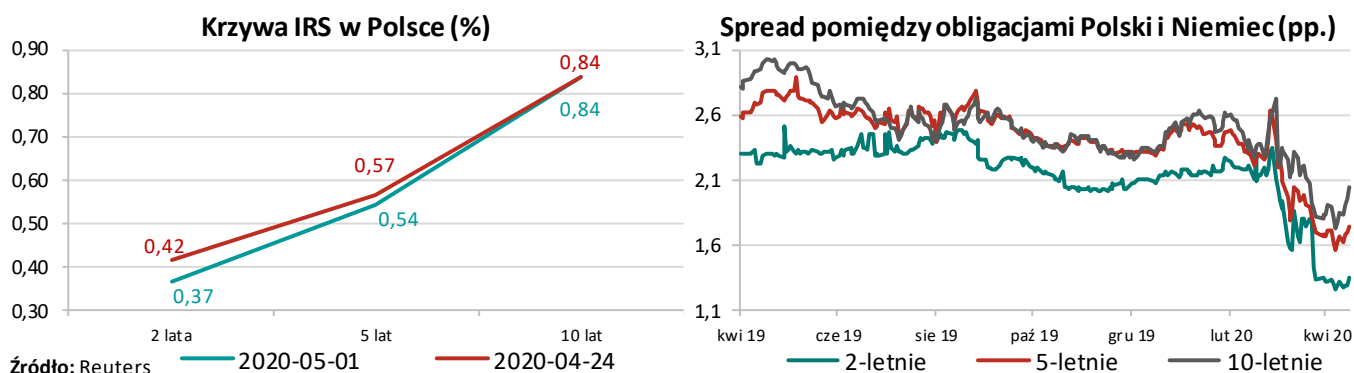
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,56 (osłabienie złotego o 0,7%). Od poniedziałku do czwartku złoty znajdował się w trendzie bocznym – kurs EURPLN kształtował się w przedziale 4,53-4,55.

Konferencje po posiedzeniach FOMC i EBC nie miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Dane o krajowej inflacji również przeszły bez echa. W piątek, pod nieobecność krajowych inwestorów doszło do osłabienia kursu złotego. Było ono częściowo związane ze wzrostem awersji do ryzyka (patrz poniżej).

Podobnie jak kurs EURPLN, kurs EURUSD był relatywnie stabilny przez pierwszą część tygodnia. W piątek nastąpiło wyraźne osłabienie dolara względem euro po publikacji gorszych od oczekiwań wyników finansowych Apple i Amazon oraz wypowiedzi D. Trumpa dotyczących nałożenia kolejnych sankcji gospodarczych na Chiny. Prezydent USA w swoich wypowiedziach ponownie obarczył Chiny odpowiedzialnością za wybuch pandemii COVID-19 i groził wprowadzeniem ceł na import towarów z tego kraju.

Oczekujemy, że w tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z przebiegiem pandemii COVID-19. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. tempa rozprzestrzeniania się pandemii. Istotne dla złotego będą również dane z amerykańskiego rynku pracy, które mogą przyczynić się do osłabienia polskiej waluty. Dane o chińskim bilansie handlowym nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kształtowanie się kursu złotego. W przypadku materializacji scenariusza, w którym spodziewane senackie weto w sprawie wyborów korespondencyjnych nie zostanie odrzucone przez sejm w tym tygodniu możemy mieć do czynienia z lekkim osłabieniem złotego (patrz powyżej).

Spadek stawek IRS pomimo rosnącego spreadu względem rynków bazowych



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,365 (spadek o 5pb), 5-letnie do 0,5425 (wzrost o 2pb), a 10-letnie nie zmieniły się i wyniosły 0,835. Ubiegłotygodniowy stawk IRS wynikał ze spadku rentowności obligacji na rynkach bazowych. Był on związany z dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej przez EBC (patrz powyżej). Jednocześnie obserwowany był wzrost spreadu pomiędzy polskimi i niemieckimi obligacjami, co ograniczało spadek stawek IRS. Był to efekt wzrostu awersji do ryzyka oraz obaw inwestorów dotyczących planowanych dużych emisji obligacji przez rząd, BGK i PFR (patrz powyżej). W ubiegłym tygodniu w ramach operacji strukturalnych NBP skupił obligacje o wartości 13,2 mld zł, w tym 12,5 mld zł wyemitowanych przez BGK i PFR. Aukcja nie miała istotnego wpływu na krzywą dochodowości.

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. Dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA będą oddziaływały w kierunku wzrostu stawek IRS. Pozostałe publikacje będą neutralne dla krzywej dochodowości.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 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	1,00	0,50	0,05
Kurs EURPLN*	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,50
Kurs USDPLN*	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,14
Kurs CHFPLN*	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,25
Inflacja CPI (r/r, %)	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,3	-18,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,5	-1,5	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,1	-29,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	5,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-1,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-158	-227	10	-824	-820	846	442	1412	366	2348	659	648		
Eksport (r/r, % EUR)	9,5	11,5	-2,4	6,4	-1,2	13,0	4,0	0,8	9,0	3,6	5,7	-6,8		
Import (r/r, % EUR)	8,5	11,5	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,7	2,4	0,5	-6,7		

* 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)	0,1	-11,7	-2,1	-1,8	0,7	5,6	3,6	2,9	4,1	-3,8	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	-0,3	-20,0	-5,1	-2,0	2,1	8,1	4,3	3,7	3,9	-6,8	4,1	
Inwestycje (% r/r)	2,5	-9,4	-6,8	-2,8	1,3	4,5	4,0	2,9	6,9	-4,3	3,1	
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	-7,0	-5,4	1,0	4,5	5,0	3,4	3,5	3,0	-2,6	4,0	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	-0,2	-11,6	-3,0	-1,0	1,3	4,3	2,4	1,8	2,2	-3,9	2,2
	Inwestycje (pp.)	0,3	-1,6	-1,2	-0,7	0,2	0,8	0,7	0,7	1,3	-0,8	0,6
	Eksport netto (pp.)	0,9	0,0	1,5	-1,0	-1,3	0,0	0,5	0,5	0,8	0,3	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	0,9	0,7	1,1	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	9,4	8,7	8,2	7,2	6,2	5,8	6,1	5,2	8,2	6,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,3	-3,7	-3,7	-2,3	-1,0	3,2	2,9	2,2	0,3	-2,3	1,8	
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	2,6	2,1	3,2	2,1	3,7	3,3	1,8	2,3	3,1	2,7	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,25	0,25	0,25	0,25	0,62	0,70	0,78	1,71	0,25	0,78	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	0,50	1,50	0,05	0,50	
EURPLN**	4,55	4,44	4,40	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33	
USDPLN**	4,13	4,07	4,00	3,94	3,93	3,95	3,95	3,94	3,79	3,94	3,94	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 04.05.2020 r.						
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	42,4	34,3	34,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	34,4	34,4	34,4
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Kwiecień	33,6	33,6	33,6
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Maj	-42,9		-33,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	0,0	-10,0	-9,8
Wtorek 05.05.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Marzec	-1,3		-2,7
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Kwiecień	52,5	38,5	
Środa 06.05.2020 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Marzec	-1,4		-10,0
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Kwiecień	11,7	11,7	11,7
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Kwiecień	13,5	13,5	13,5
11:00	Strefa euro	Sprzedż detaliczna (% m/m)	Marzec	0,9		-10,5
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Kwiecień	-27		-20000
Czwartek 07.05.2020 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Kwiecień	19,9		9,7
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Marzec	0,3		-7,0
8:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Maj	0,10	0,10	0,10
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	4427		3500
Piątek 08.05.2020 r.						
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Marzec	21,6		18,8
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Kwiecień	4,4	17,5	16,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Kwiecień	-701	-22500	-21000
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Marzec	-1,0		-1,0
16:00	USA	Sprzedż hurtowa (% m/m)	Marzec	-0,8		

* 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