

# Tygodnik ekonomiczny

## Inflacja w cieniu wirusa

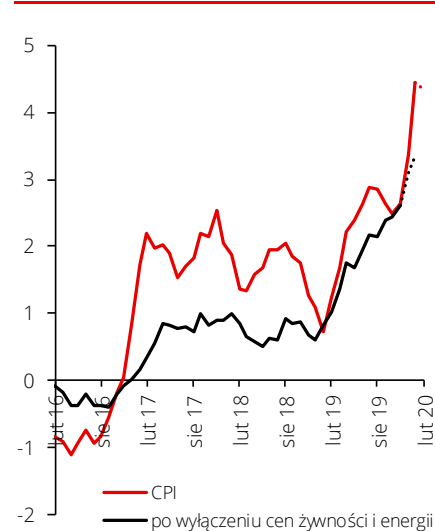
### Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- W centrum uwagi będzie wciąż tempo rozwoju epidemii wśród krajów rozwiniętych. Poprawa nastrojów na światowych rynkach prawdopodobnie przyjdzie kiedy liczba nowych wykrytych w nich zachorowań zacznie spadać, tak jak to ma już miejsce w Chinach i Korei Płd. Epidemia będzie też tematem niedzielnego spotkania koalicji rządzącej w Niemczech – możliwe więc, że nowy tydzień zacznie się od oceny przez rynki czy zaproponowane na spotkaniu działania będą dostateczne do zażegnania ryzyka dotkliwego spadku aktywności gospodarczej w tym kraju. Pamiętajmy, że w ubiegłym tygodniu pojawiły się działania polityki gospodarczej: Fed i Bank Kanady obniżyły stopy o 50 pb, cięcia miały miejsce też poza G7: w Malezji i Australii; rząd Włoch wyasygnował 7,5 mld € na wsparcie firm ponoszących straty przez wirus oraz na wsparcie dla rodzin. Komisja Europejska dała już znać rządów krajów UE, że wydatki fiskalne podjęte przeciw epidemii nie podlegają rygorom unijnym; specjalne środki, 8,3 mld USD, są też zatwierdzane niemal jednomyślnie przez Kongres USA (brakuje jeszcze podpisu Donalda Trumpa, który wcześniej proponował przyznanie 6-7 razy mniejszych środków i generalnie spotkał się z krytyką za umniejszanie ryzyka związanego z wirusem – jego obecne stanowisko poznamy w poniedziałek, gdy wystąpi na światowej konferencji nt. zdrowia).
- Rynek czeka na informację, ja te działania odbiją się na postawie EBC, którego posiedzenie odbędzie się w ten czwartek. Możliwe, że bank skieruje uwagę na działania rządów, dodając że ze swojej strony utrzymuje silnie akomodacyjną politykę. Cięcie stóp przez EBC wydaje nam się mało prawdopodobne. W strefie euro ten instrument już wyczerpał swoje możliwości i bank mógłby raczej pójść w stronę działań przeciwdziałających utracie płynności przez firmy.
- W Polsce kluczową publikacją będzie inflacja za luty. Poznamy też rewizję styczniowego odczytu wg nowych wag (nie spodziewamy się istotnego wpływu zmiany wag). Naszym zdaniem w lutym inflacja ustabilizowała się na 4,4% r/r a w kolejnych miesiącach może zacząć opadać, m.in. z powodu zdecydowanego spadku cen ropy (Brent poniżej 50\$ wobec 65-70\$ w pierwszych tygodniach br.). W poniedziałek pojawi się *Raport o inflacji*, a w nim szczegóły nowej projekcji inflacji i PKB sporządzonej przez NBP. Z komunikatu RPP wiemy już, że prognoza inflacji została wyraźnie podniesiona 2020 ale w 2021 ścieżka wraca do celu a w 2022 znajduje się nawet pod celem 2,5%. Z kolei perspektywy wzrostu zostały zrewidowane w dół. Poza tym poznamy dane GUS o handlu zagranicznym za styczeń a także publikację nt. popytu na pracę w IV kw. ub.r. Powróci też temat sporu o praworzędność w związku z przesłuchaniem stron w TSUE 9 marca w ramach ustalania czy należy nałożyć na Polskę karę finansową za utrzymywanie działalności Izby Dyscyplinarnej Sądu Najwyższego.
- Istotnym dla złotego wydarzeniem mogą się też okazać wystąpienia władz węgierskich (premier, szef banku centralnego i minister finansów) – niedawno węgierski bank centralny przyjął bardziej jastrzębią postawę wobec gwałtownego nasilenia się inflacji, więc teraz w obliczu epidemii może się z tego wycofać.

### Wnioski rynkowe

- Od połowy stycznia EURPLN rośnie i tempo tego trendu nieco spadło. Nie sądzimy jednak, by w krótkim terminie złoty zyskał istotnie, bowiem awersja do ryzyka raczej nie ustąpi na dłużej w najbliższym czasie. Co więcej, wzrost EURUSD wydaje nam się przesadzony i jeśli dolar zacznie się umacniać, to może to generować negatywną presję na złotego.
- Nastroje rynkowe mogą pozostać niestabilne przez najbliższe tygodnie lub nawet miesiące, co powinno pomóc rentownościom pozostać na obecnych lub niższych poziomach. W krótkim terminie możliwa jest korekta rentowności jeśli decyzja EBC rozczaruje inwestorów.

Inflacja CPI w Polsce, % r/r



Źródło: Bloomberg, Santander

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luzziński 22 534 18 85  
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

## Ostatni tydzień w gospodarce

W ostatnim tygodniu nie poznaliśmy zbyt dużo ważnych makro. Najistotniejszym wydarzeniem było posiedzenie RPP. Tuż przed nim inwestorzy zaczęli wyceniać możliwość obniżki stóp w Polsce, skuszeni gołębim zwrotem największych banków centralnych.

**PMI dla polskiego przemysłu** wzrósł w lutym do 48,2 pkt z 47,4, przy czym wzrost wynikał przede wszystkim z wydłużenia czasu dostaw. Indeksy produkcji i zamówień lekko się poprawiły m/m, ale wciąż wskazują na wygaszanie aktywności. Firmy odnotowały wyraźny wzrost kosztów, który przeniosły na ceny własne. Skorygowano w dół oczekiwania co do przyszłej aktywności, spadł też wskaźnik zatrudnienia.

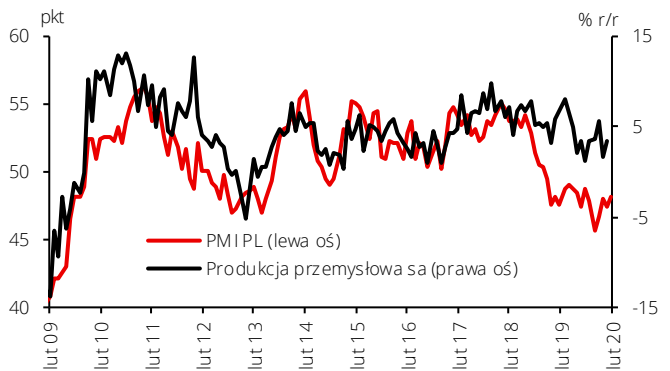
**Budżet państwa** zanotował nadwyżkę 3,4 mld zł w styczniu. Dochody wzrosły o 4,0% r/r, w tym wpływy z VAT wzrosły o ok. 6% r/r, a z PIT i CIT obniżyły się, odpowiednio o 3,6% i 1,6% r/r. Wydatki wzrosły o 14,6% r/r. Jakkolwiek styczniowe dane nie dają wiele możliwości wyrokowania o wykonaniu całego roku, to naszym zdaniem rządowe założenia co do wpływów podatkowych mogą się okazać zbyt ambitne w obliczu spowalniającej gospodarki (VAT: 8,0%, CIT: 3,8%, PIT: 1,1%).

**Ministerstwo Pracy** podało, że w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się na 5,5%. Liczba bezrobotnych spadła o 1,2 tys. m/m czyli o mniej niż poprzednich trzech latach w tym samym miesiącu. Czynniki sezonowe mogą sprowadzić stopę bezrobocia poniżej 5% w połowie roku. Styczniowa stopa **bezrobocia według BAEL** wyniosła 2,9%, utrzymując się (po rewizji danych) na rekordowo niskim poziomie trzeci miesiąc z rzędu.

**Szczegółowe dane o inwestycjach** w IV kw. 2019 pokazały, że przyspieszenie wobec III kw. 2019 wynikało z wyższych nakładów na maszyny i urządzenia oraz broń (8,0% r/r wobec 5,6% r/r w III kw. 2019 r.). Jest to zgodne z sugestiami, że wzrost inwestycji w IV kw. 2019 r. został podciągnięty przez wydatki militarne. Trzymamy się naszego poglądu, że perspektywy inwestycji w 2020 r. nie są kolorowe.

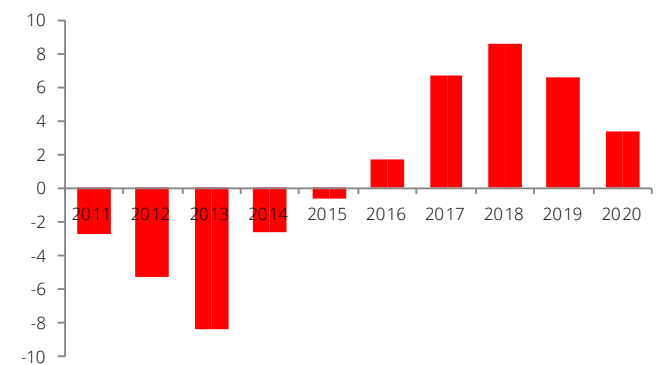
**RPP** pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. W oficjalnym komunikacie trudno się doszukać oznak poważnego zaniepokojenia efektami koronawirusa. Zgodnie z oczekiwaniami nowa projekcja NBP zakłada wyższą inflację (środek przedziału +0,8pp w 2020) i niższy wzrost PKB (-0,35pp w 2020) niż poprzednio. Niemniej RPP nadal ocenia, że perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce są dobre (choć wzrost nieco spowolni), a inflacja powróci do celu w średnim okresie, po wygaśnięciu efektów, na które polityka pieniężna nie ma wpływu. Prezes NBP podtrzymał swój dotychczasowy pogląd, że stabilne stopy do końca kadencji RPP to dla niego scenariusz bazowy. Taką opinię podzielili obecni na konferencji prasowej Grażyna Ancyparowicz i Rafał Sura. Słowem podsumowania: RPP nadal widzi dużą wartość w stabilizacji stóp procentowych i nie wydaje się być szczególnie mocno przejęta ewentualnym wpływem koronawirusa. Według nas skręt w stronę bardziej gołębiej retoryki wymagałby jasnych sygnałów wskazujących, że wzrost gospodarczy spowalnia znacznie bardziej niż się teraz oczekuje. Z drugiej strony wydaje się jasne, że rozważania na temat podwyżek stóp nie wchodzi obecnie w rachubę, mimo prognoz wskazujących, że inflacja będzie powyżej celu w tym i przyszłym roku.

## PMI i produkcja przemysłowa



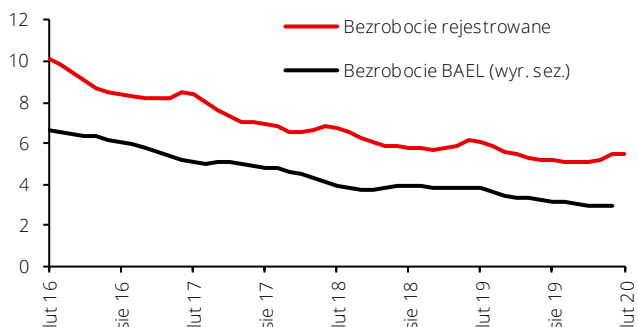
Źródło: GUS, Markit, Santander

## Wynik budżetu centralnego po styczniu, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Stopa bezrobocia w Polsce



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

## Główne wyniki projekcji NBP

	Wzrost PKB			
	Mar 19	Lip 19	Lis 19	Mar 20
2020	3,65 (±0,95)	3,9 (±0,9)	3,55 (±0,85)	3,2 (±0,7)
2021	3,35 (±0,95)	3,35 (±0,95)	3,25 (±0,95)	3,0 (±0,9)
2022	-	-	-	2,75 (±0,95)
Inflacja CPI				
2020	2,65 (±0,95)	2,8 (±0,9)	2,85 (±0,75)	3,65 (±0,55)
2021	2,4 (±1,1)	2,4 (±1,1)	2,6 (±1,0)	2,65 (±0,95)
2022	-	-	-	2,35 (±1,05)

Źródło: NBP, Santander

## Rynek walutowy i stopy procentowe

### Ostatni tydzień na rynkach

**Rynek FX** W ostatnich dniach, złoty zachowywał się całkiem przyzwoicie, mimo wzrastającej fali awersji do ryzyka wskutek informacji o kolejnych ogniskach koronawirusa. W tygodniowym rozrachunku, złoty był drugą (za forintem) najmocniejszą z 21 głównych walut z rynków rozwijających się jakie porównaliśmy. Od początku roku w zasadzie wszystkie waluty z gospodarek wschodzących traciły do euro i dolara, przy czym strata złotego był piątą najmniejszą w tym zestawieniu.

EURPLN rozpoczął mijający tydzień na 4,33, potem spadł do 4,29, by na koniec tygodnia odbić nieco powyżej 4,30. Nieoczekiwana obniżka stóp Fed o 50 pb pchnęła EURUSD mocno w górę do nowego tegorocznego maksimum powyżej 1,13. Słaby dolar pozwolił na mocny spadek kursu USDPLN do ok. 3,81 z 3,92. GBPPLN też zanotował tygodniowy ruch w dół, a CHFPLN pozostał powyżej 4,0.

**Stopy procentowe** Polskie obligacje IRS zyskały na rosnącym popycie na bezpieczne aktywa i obecnie 2- 5- i 10-letnie rentowności oraz IRS są na nowych historycznych minimach. Z kolei rynek FRA wycenił cięcie stóp o 25 pb za trzy miesiące i w sumie o 50 pb za dziewięć miesięcy. Ze stawkami IRS na nowych rekordowych minimach i w miarę stabilnymi WIBOR-ami, ujemna różnica między WIBOR 6M i 5L IRS wynosi ok. -25 pb i jest największa od początku 2013.

Na aukcji obligacji Ministerstwo Finansów uplasowało dług za 5 mld zł i dodatkowe 773 mln zł na aukcji dodatkowej. Resort poinformował, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są pokryte w ok. 77%.

Według danych Ministerstwa Finansów, 2020 zaczęło się od dalszego znacznego spadku zaangażowania nierezydentów w złotowe rynkowe obligacje. Inwestorzy z tej grupy sprzedali dług o nominalnej wartości ponad 2,8 mld zł, głównie przez „inne podmioty” (-1,8 mld zł) i fundusze emerytalne (-1,1 mld zł). Kupowały natomiast banki komercyjne (2 mld zł). Pod kątem geograficznym, sprzedawali głównie inwestorzy z Azji bez Bliskiego Wschodu (-1,2 mld zł) i Ameryki Północnej (-714 mln zł). Polskie banki kupiły obligacje za 13 mld zł, a osoby fizyczne za 1,4 mld zł. Fundusze inwestycyjne sprzedały dług za 2,8 mld zł.

### Kluczowe wydarzenia

Banki centralne m.in. USA, Kanady i nawet Australii odpowiedziały obniżką stóp na rozprzestrzeniającego się koronawirusa. W czwartek, decyzję ogłosi EBC. Nie spodziewamy się obniżki z już i tak niskiego poziomu 0%, a nawet gdyby miała ona miejsce to raczej nie spowodowałaby poprawy nastrojów po tym jak tego celu nie osiągnięto tnąc stopy w USA.

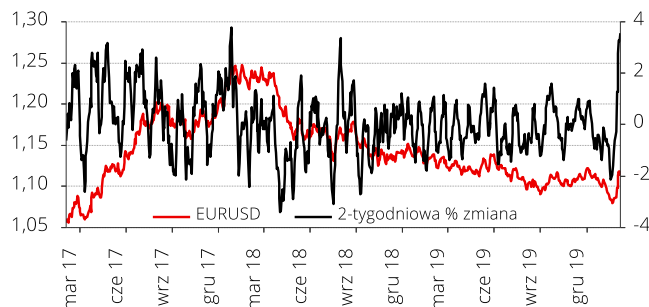
My oraz rynek oczekujemy, że dane o lutowej inflacji w Polsce pokażą stabilizację na 4,4% r/r, raczej bez wpływu na rynek w obecnej sytuacji.

### Wpływ na rynek

**Rynek FX** Od połowy stycznia EURPLN rośnie i tempo tego trendu nieco spadło. Nie sądzimy jednak, by w krótkim terminie złoty zyskał istotnie bowiem awersja do ryzyka raczej nie ustąpi na dłużej w najbliższym czasie. Co więcej, wzrost EURUSD wydaje nam się przesadzony biorąc pod uwagę odwrót inwestorów w stronę bezpiecznych aktywów. Kurs rośnie drugi tydzień z rzędu i patrząc na dwutygodniową zmianę procentową jest to najszybsze umocnienie euro do dolara w tym czasie od I kw. 2016. Wówczas, impuls wzrostowy został zatrzymany i rozpoczęła się trwająca kilka tygodni korekta. Jeśli dolar teraz też zyska, mogłoby to generować negatywną presję na złotego.

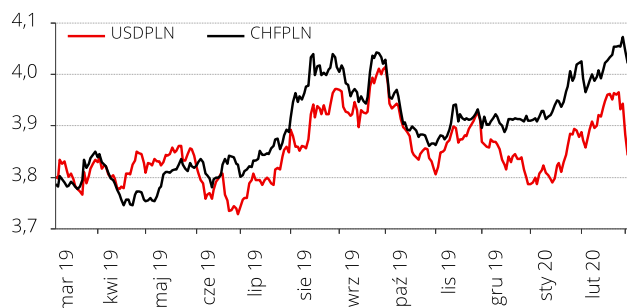
**Stopa procentowa** Nastoje rynkowe mogą pozostać niestabilne przez najbliższe tygodnie lub nawet miesiące, co powinno pomóc rentownościom pozostać na obecnych lub niższych poziomach. W krótkim terminie możliwa jest korekta jeśli decyzja EBC rozczaruje. Powrót do trwale wyższych rentowności byłby możliwy w razie skoordynowanej odpowiedzi polityki fiskalnej, a na razie nie jesteśmy na razie na tym etapie. Spread 20-letnich krajowych obligacji do Bunda zawęził się w lutym do 230 pb z 260 pb i spodziewamy się korekty w górę w najbliższych tygodniach.

### EURUSD i jego 2-tygodniowa % zmiana



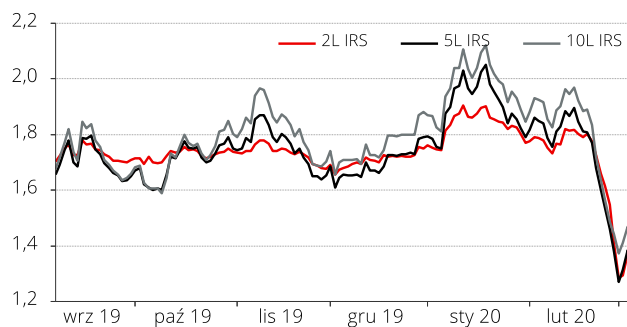
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### USDPLN i CHFPLN



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spread 5Y IRS-6M WIBOR



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA	
				RYNEK	SANTANDER	WARTOŚĆ	
<b>PONIEDZIAŁEK (9 marca)</b>							
08:00	DE	Eksport	I	% m/m	1,0	-	0,2
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,7	-	-3,5
<b>WTOREK (10 marca)</b>							
09:00	CZ	Inflacja	II	% r/r	3,6	-	3,6
09:00	HU	Inflacja	II	% r/r	4,3	-	4,7
11:00	EZ	PKB	IV kw.	% r/r	0,9	-	0,9
<b>ŚRODA (11 marca)</b>							
13:30	US	Inflacja	II	% m/m	0,0	-	0,1
<b>CZWARTEK (12 marca)</b>							
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	I	% r/r	-1,3	-	-0,9
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	I	% m/m	1,4	-	-2,1
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	215	-	216
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	0,0	-	0,0
<b>PIĄTEK (13 marca)</b>							
08:00	DE	Inflacja HICP	II	% m/m	0,6	-	0,6
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Inflacja</b>	<b>II</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>
15:00	US	Indeks Michigan	III	pkt	96,3	-	101,0

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl