

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

1 czerwca 2020

## Szczyt UE – obniżenie ryzyka gospodarek europejskich. W Polsce stopy NBP blisko zera.

W minionym tygodniu nadal poprawiały się nastroje rynkowe globalnie. Za tą poprawą, podobnie jak w poprzednim tygodniu, stała kontynuacja procesu „odmrażania” gospodarek, przy dodatkowym pozytywnym wpływie kierunkowego uzgodnienia na szczycie UE ws. finansowego mechanizmu odbudowy gospodarki europejskiej po obecnym kryzysie. W efekcie silne wzrosły indeksy akcji na rynkach światowych i postępowało osłabienie dolara. Szczególnie zyskiwały aktywa europejskie, w tym solidnie wzmacniło się euro.

Na krajowym rynku widoczna była poprawa nastrojów w warunkach korzystnych globalnych nastrojów, z solidnym wzrostem WIG i silnym umocnieniem złotego. Pod koniec trend ten wyhamowała zaskakująca decyzja RPP o obniżeniu stóp NBP do blisko zera, co spowodowało czasowe wstrzymanie aprecjacji złotego oraz wzrostu WIG (przez efekt spadku notowań banków). Z kolei decyzja RPP poskutkowała skokowym spadkiem rentowności krajowych papierów skarbowych do historycznych minimów. Z początkiem tego tygodnia optymizm powrócił na krajowy rynek akcji, ponownie zyskuje też złoty.

W bieżącym tygodniu kontynuowana będzie seria publikacji danych obrazujących skutki pandemii dla światowej gospodarki w II kw. Najistotniejsze będą dane z rynku pracy oraz wskaźniki koniunktury ISM w przemyśle i usługach w USA.

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie rady EBC. Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy bez zmian, ale w warunkach ryzyka dla perspektyw inflacyjnych jednocześnie zapowie zwiększenie skali skupu aktywów finansowych w ramach programu PEPP.

### Kontynuacja dobrych nastrojów rynkowych globalnie

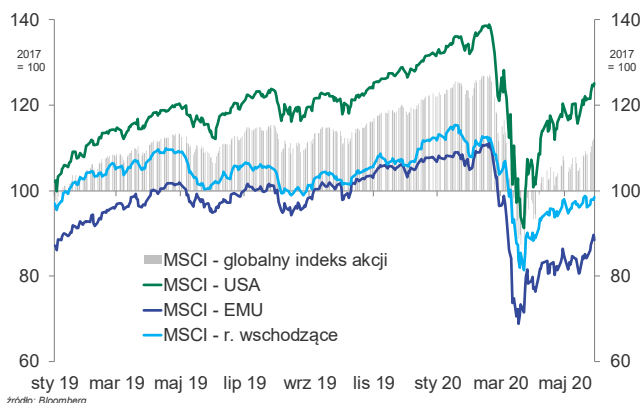
- W minionym tygodniu na globalnym rynku finansowym kontynuowane były dobre nastroje z poprzedniego tygodnia. Obok pozytywnie oddziałujących na rynki informacji o kontynuacji procesu „odmrażania” aktywności gospodarczej, nastroje wsparło kierunkowe poparcie na szczycie UE ambitnego programu odbudowy gospodarki europejskiej.
- W rezultacie miniony tydzień był kolejnym z rzędu tygodniem o silnym wzroście notowań na rozwiniętych rynkach akcji. Globalny indeks rynku akcji MSCI wzrósł o 3,2% w skali tygodnia, przy podobnej skali spadku indeksu w USA (3,0%) oraz ponownie silniejszym wzroście rynków strefy euro (4,7%). Także na rynkach wschodzących odnotowano solidny wzrost 2,4%, po słabszym wcześniejszym tygodniu.
- Na rynku walutowym, w warunkach spadku globalnej awersji do ryzyka, nasilił się trend osłabienia dolara (1% w wobec koszyka walut), słabł też frank i jen. Informacje ze szczytu UE wsparły euro (+1% w skali tygodnia), w rezultacie kurs euro wobec dolara wzrósł powyżej 1,11 USD/EUR.

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
bosbank.analizy@bosbank.pl

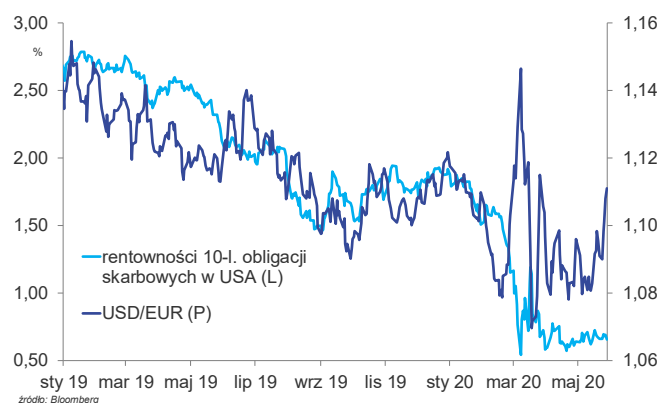
**Łukasz Tarnawa**  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

### Kontynuacja wzrostu notowań akcji na globalnym rynku...



### ...spadek awersji do ryzyka dalej osłabia dolara



- Podobnie jak w poprzednich tygodniach, zdecydowanie mniejsza zmienność panowała na rynkach bazowych stopy procentowej. W warunkach spadku awersji do ryzyka rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Niemczech wzrosły o 5 pkt. baz. do poziomu 0,50%.
- Jednocześnie kontynuowane było zawężenie spreadu między rentownościami obligacji na rynkach „peryferyjnych” (Włochy, Hiszpania) a obligacjami niemieckimi. Na rynku amerykańskim rentowności 10-latek podążały w trendzie bocznym w przedziale 0,65%-0,70%.
- Po wcześniejszym silnym wzroście notowań ropy naftowej miniony tydzień przyniósł stabilizację notowań w okolicach poziomu 35 USD za baryłkę Brent (najwyższego od połowy marca).

### W Europie – pozytywny wpływ na rynki szczytu UE ws. działań odbudowujących gospodarkę po pandemii...

- Choć osiągnięcie ostatecznego kompromisu w sprawie wspólnej reakcji krajów europejskich na kryzys jest jeszcze odległą perspektywą, to należy przyznać, że ubiegłotygodniowa propozycja Komisji Europejskiej (jest istotnym krokiem naprzód w kierunku znaczącej (skala) i bardziej wspólnotowej reakcji wsparcia gospodarek po kryzysie pandemii).
- KE zaproponowała przeznaczenie 750 mld EUR jako pakiet Next Generation EU (NGEU) wsparcia ożywienia gospodarczego w Europie po kryzysie pandemii. W celu sfinansowania pakietu KE wyemitowałyby euroobligacje (co implikuje oczywiście częściowe, ale jednak uwspólnotowanie długu wszystkich krajów UE). Jednocześnie w kolejnej rundzie budżetu UE Multiannual Financial Framework (MFF) wartość budżetu ma wzrosnąć do 1,1 bln EUR (wzrost wartości pomimo wyjścia Wielkiej Brytanii z UE). W celu sfinansowania wyższych wydatków, zwiększone zostałyby dochody Budżetu UE (wzrost wartości budżetu pomimo wyjścia Wielkiej Brytanii z UE) do max. 2,0% sumy Dochodu Narodowego Brutto wszystkich członków UE (obecnie 1,2%). Według zewnętrznych ośrodków analitycznych, łącznie z dotychczasowym mechanizmem pomocy w kwocie 540 mld EUR, pakiet gospodarczy uwzględniający propozycję KE wyniósłby znaczące 17% PKB wspólnoty, ok. 2,5% PKB rocznie w kolejnej perspektywie budżetowej.
- Choć proces uzgodnień ostatecznego kształtu programu będzie zapewne długi i trudny, szczególnie że będzie uwzględniał całą grupę Unii Europejskiej, a nie jak

dotychczas krajów strefy euro, a przy propozycji zwiększenie dochodów budżetu będzie implikował trudne negocjacje dot. mechanizmu wyznaczania udziałów w tych dochodach poszczególnych krajów.

- Z punktu widzenia rynkowego sama propozycja jest bardzo pozytywną informacją, wskazującą na istotną zmianę dotychczasowego podejścia. Zwiększenie dochodów Budżetu UE implikuje, że wartość pakietu nie oznacza przesunięć z innych wydatków, natomiast skutkuje zastrzykiem „nowych środków finansowych”, ponadto emisja euroobligacje przez KE jest pierwszym, na razie pośrednim, jednak już na istotną skalę (co do wartości emisji) krokiem w kierunku uwspólnotowienia długu krajów strefy euro / Unii Europejskiej.

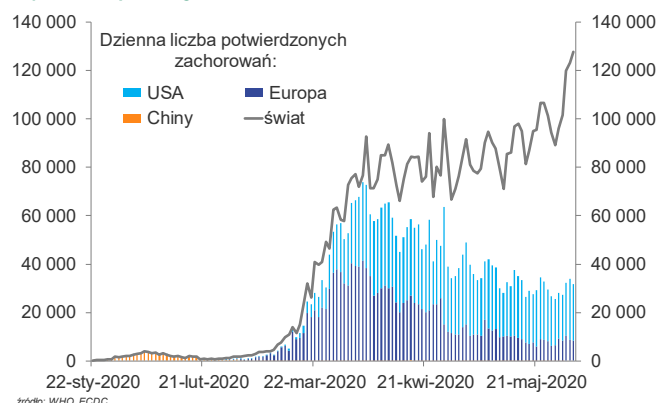
### Stabilizacja zachorowań w gospodarkach rozwiniętych oraz kontynuacja odmrażania aktywności

- Kolejny tydzień przyniósł potwierdzenie trendu stabilizacji liczby zachorowań w Europie (z wyłączeniem Turcji i Rosji) oraz w USA. Utrzymanie w większości krajów UE liczby nowych zachorowań w okolicach kilkuset dziennie, przy dynamicznym wzroście osób zdrowiejących przekłada się na spadek liczby osób zainfekowanych. Jednocześnie niekorzystne tendencje w zakresie zachorowań miały miejsce poza Europą, USA i Azją. W wyniku wysokiego przyrostu chorych w Rosji, Turcji i dynamicznego wzrostu chorych m.in. w Ameryce Łacińskiej w minionym tygodniu globalna dzienna liczba zachorowań przekroczyła poziom 100 tys. Niemniej, ze względu na uwagę rynkową skupioną na gospodarkach rozwiniętych i na Chinach (najistotniejszych z punktu widzenia sytuacji gospodarki światowej), tendencje te nie miały wpływu na sytuację rynkową.

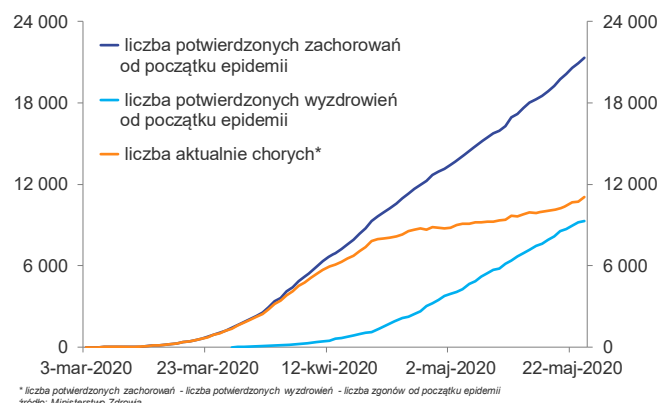
- W Polsce, w związku z utrzymującymi ogniskami epidemii w śląskich kopalniach dzienna liczba zachorowań stabilizowała się w granicach 300-500 przypadków dziennie.

- W gospodarkach rozwiniętych postępowało (w różnym tempie) odmrażanie aktywności gospodarczej lub podtrzymanie planów odmrażania w kolejnych tygodniach.

Stabilizująca się liczba zachorowań w Europie i USA, ale wzrost w pozostałych regionach świata



W kraju ogniska zachorowań na Śląsku ograniczają spadek liczby nowo rozpoznawanych przypadków



- W Polsce w minionym tygodniu premier Morawiecki zapowiedział przejście z początku czerwca do IV etapu odmrażania gospodarki. Na 6 czerwca zapowiedziano wznowienie działalności m.in. klubów fitness, siłowni, basenów, sal zabaw, parków rozrywki, solariów i salonów masażu, jak również kin, teatrów i opery w nowym reżimie sanitarnym.
- Od 30 maja możliwa jest organizacja koncertów premierowych do 150 osób. Ponadto od 30 maja zostały zniesione limity liczby klientów w sklepach, na poczcie i w restauracjach (przy zachowaniu odległości między stolikami), przestał też obowiązywać zakaz działalności restauracji i barów hotelowych. Od 6 czerwca zniesiony zakaz działalności hotelowych basenów, siłowni i klubów fitness.

### **Wyniki gospodarek USA i Chin potwierdzają, że w II kw. aktywność osiągnęła dno**

- Kwietniowe dane z USA wpisują się w dotychczasowe założenia tąpnięcia wzrostu gospodarczego w II kw. w skali ponad 10% kw/kw. W kwietniu miał miejsce spadek zamówień na dobra trwałego użytku o ponad 17%, potwierdzając silne spowolnienie aktywności w przemyśle. O ponad 20% obniżyła się także liczba umów sprzedaży nowych mieszkań. Negatywnie zaskoczył majowy indeks koniunktury w okręgu Chicago, gdzie zamiast oczekiwanego wzrostu nastąpił dalszy spadek. Sądzymy, że w większym stopniu takie dane to efekt utrzymujących się dłuższych dostosowań w sektorze przemysłowym, gdzie spowolnienie globalne jeszcze w kolejnych miesiącach będzie wyraźnie ciążyło globalnemu handlowi i sektorowi przemysłu.
- Właśnie efekty niskiego popytu zagranicznego poskutkowało majowym spadkiem indeksu PMI w Chinach (wg NBS). Z kolei indeks Caixna PMI dla przemysłu wzrósł, niemniej ze słabszego kwietniowego poziomu. Generalnie indeks dla chińskiego przemysłu ustabilizował się na poziomie 50 - 51 pkt., co implikuje lekki wzrost aktywności, pomimo bardzo silnego dotychczasowego spadku. Bardzo stopniowo rośnie indeks aktywności w usługach w Chinach (dane majowe wg NBS wzrost o 0,1 pkt. do 53,5 pkt.), w warunkach jedynie stopniowego powrotu do aktywności społecznej i gospodarczej podmiotów gospodarczych w sektorze usług, który częściej opiera się na kontakcie bezpośrednim.
- Zapewne także jedynie stopniowo będzie powracał popyt konsumpcyjny w USA. W kwietniu wartość wydatków gospodarstw domowych obniżyła się aż o 13,6%. Jednocześnie w tym okresie wartość dochodów wzrosła o 10,5%, po marcowym spadku o 2,2%. Choć spadek dochodów z pracy w kwietniu zapewne jeszcze się pogłębił, to dynamiczny wzrost dochodów był zapewne efektem kumulacji transferów federalnych świadczeń dla gospodarstw domowych związanych z pandemią koronawirusa. W rezultacie stopa oszczędności gospodarstw domowych w kwietniu wzrosła do niespotykanego poziomu 33%.
- Te wartości dają podstawy do oczekiwania wyraźnego wzrostu wydatków konsumentów, począwszy od maja, w warunkach „odmrażania” gospodarki, choć oczywiście utrzymujące się obawy zdrowotne oraz większa ostrożność w wydatkowaniu środków, będą osłabiały skalę odbicia popytu. Z drugiej strony na optymizm w kontekście ożywienia aktywności konsumentów może wskazywać potwierdzenie stabilizacji wskaźników nastrojów konsumentów w maju oraz pierwszy od początku wprowadzenia obostrzeń w USA spadek tygodniowej liczby osób

kontynuujących pobieranie zasiłku dla bezrobotnych w tygodniu kończącym się 23.05. Liczba nowych bezrobotnych jeszcze nie obniża się wyraźnie, co wskazuje na jeszcze dalsze dostosowania na rynku pracy, niemniej spadek liczby osób pobierających zasiłki to już zapewne efekt powrotu do pracy niektórych pracowników wraz z odmrażaniem aktywności.

- Coraz powszechniejsze i szersze odmrażanie gospodarek (w szczególności w USA i Europie), a jednocześnie stabilne poziomy nowych zachorowań w tych regionach sprawiają, że obecnie w coraz większym stopniu sytuacja rynkowa będzie podyktowana tempem poprawy aktywności i to ona, przynajmniej w nadchodzących tygodniach, będzie kluczowa dla nastrojów na globalnym rynku finansowym.

### **Notowania aktywów na krajowym rynku wsparte przez globalne nastroje, choć zaskakująca obniżka stóp NBP chwilowo „namieszała” na rynku...**

- Na krajowym rynku, w warunkach globalnego spadku awersji do ryzyka, w drugim tygodniu z rzędu solidnie zyskały notowania akcji oraz złoty. Szeroki indeks warszawskiego giełdy WIG zyskał 4,8%. Z kolei kurs złotego kontynuował aprecjację i w skali tygodnia zyskał 2% w relacji do koszyka walut. W efekcie w trakcie tygodnia kurs złotego umocnił się poniżej 4,43 PLN/EUR, 4,15 PLN/CHF.

- Dopiero czwartkowe nieoczekiwane obniżenie przez RPP stóp procentowych czasowo wstrzymało trend wzrostu akcji (przez spadki notowań banków, których wyniki ucierpią z powodu obniżenia stóp) oraz korektę notowań złotego, do poziomów na koniec tygodnia 4,45 PLN/EUR, 4,16 PLN/CHF. Jednocześnie w warunkach osłabienia dolara złoty przez cały tydzień zyskiwał na wartości wobec waluty amerykańskiej do poziomu 4,00 USD/PLN. Ostatecznie wpływ RPP na rynek akcji i złotego okazał się krótkotrwały i z początkiem bieżącego tygodnia indeks WIG i kurs złotego rozpoczęły kolejne wzrosty.

- Na krajowym rynku obligacji nieoczekiwana decyzja RPP o obniżce przyczyniła się do silnego spadku rentowności złotych obligacji o 30 pkt. baz. na krótkim końcu krzywej i o 20 pkt. baz. na dłuższym końcu. W efekcie rentowności krajowych SPW spadły do poziomów najniższych w historii – 0,13% w przypadku papierów 2-letnich, 0,64% w przypadku papierów 5-letnich oraz do 1,15% w przypadku obligacji 10-letnich.

### **...RPP dołączyła do banków centralnych ze stopą referencyjną bliska zera, tym samym instrumenty konwencjonalne banku zostały wyczerpane**

- W minionym tygodniu RPP obniżyła stopę referencyjną NBP o 40 pkt. baz., a lombardową o 50 pkt. baz. W rezultacie stopy procentowe NBP zostały ustalone na poziomie: - stopa referencyjna 0,10%; - stopa lombardowa 0,50%; - stopa depozytowa 0,0%; - stopa redyskonta weksli 0,11%; - stopa dyskontowa weksli 0,12%.

- Choć co do zasady trudno odmówić RPP prawa do skorzystania z opcji obniżenia stóp tak nisko jak to możliwe, biorąc pod uwagę skalę obecnego kryzysu, niemniej obniżenie stóp NBP, w szczególności na posiedzeniu majowym, było dużą niespodzianką. Zaskoczenie wynikało z tego, że w ostatnich wypowiedziach członków RPP, nawet tych najbardziej „gotębich”, żaden z nich nie wskazał na możliwość obniżki stóp na najbliższym posiedzeniu, wręcz przeciwnie dominował przekaz o stabilizacji stóp (Łon) perspektywie ich podnoszenia (Kropiwnicki) lub kontestacja ostatnich obniżek stóp (Hardt, Zubelewicz). Jedynie Grażyna Ancyparowicz wskazywała na perspektywę dalszych obniżek, ale II połowie roku. W tym kontekście należy zauważyć,

że prezes NBP nie wypowiadał się publicznie w ostatnich tygodniach, zatem można wnosić, że to jego opinia zaważyła na ostatecznej decyzji Rady.

- W świetle komunikatu wygląda na to, że większość Rady zdecydowała się na wykorzystanie całego już dostępnego arsenału działań konwencjonalnych wobec głębokiego spowolnienia aktywności w gospodarce światowej i polskiej. W komunikacie RPP wskazała, że spowolnienie aktywności wraz ze spadkiem cen surowców oznacza ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP.
- W komunikacie RPP nie zasygnalizowała w jakikolwiek sposób, że pomimo zejścia stopy referencyjnej NBP w okolice zera, cykl obniżek stóp NBP dobiegł końca. Przy braku takiego sygnału trudno jednoznacznie argumentować, że większość Rady nie jest gotowa na dalsze obniżanie stóp i wejście w obszar ujemnej stopy depozytowej. Choć dostrzegamy, że RPP nie zadeklarowała wprost zakończenia cyklu obniżek stóp, naszym zdaniem ostatecznie cykl obniżek stóp NBP dobiegł końca. Uważamy, że prawdopodobieństwo obniżek stóp do ujemnych wartości dla stopy depozytowej jest bardzo niskie, biorąc pod uwagę: – kontrowersje, które wzbudziło obniżenie przez EBC stopy depozytowej poniżej zera (m.in. w kontekście sytuacji sektora bankowego); – rezerwę innych banków centralnych (Fed) wobec polityki ujemnych stóp; – brak jakichkolwiek wypowiedzi członków Rady wskazujących na taką opcję (raczej wskazywanie na inne opcje niestandardowych działań w polityce monetarnej – np. posunięcie się skupu akcji spółek).
- Sądzymy zatem, że jeśli doszłoby do pogorszenia sytuacji gospodarczej (głębsza recesja, nawrót pandemii) Rada zdecyduje się raczej rozszerzenie działań niekonwencjonalnych, np. wprowadzenie długoterminowych operacji zasilania sektora bankowego w finansowanie (typu LTRO w EMU) lub zwiększenie skali skupu aktywów finansowych przez NBP.
- W bazowym scenariuszu słabej aktywności gospodarki światowej, ryzyk deflacyjnych globalnie, krajowej inflacji w okolicach celu NBP, przewidujemy, że stopy procentowe NBP pozostaną na bieżącym ultra niskim poziomie przynajmniej do końca bieżącego roku, ze sporym prawdopodobieństwem stabilizacji na obecnym poziomie także w przyszłym roku.

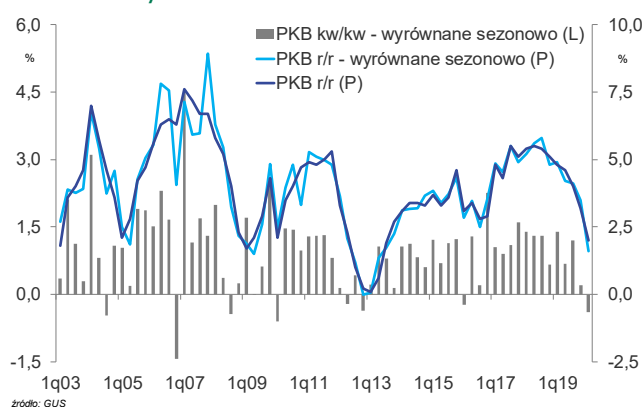
### **W I kw. PKB Polski wzrósł o 2% r/r, w II kw. oczekiwany silny spadek**

- Według opublikowanych w minionym tygodniu danych w I kw. dynamika PKB obniżyła się do 2,0% r/r, wobec 3,2% r/r w IV kw. ub.r. Tym samym GUS zrewidował lekko w górę (o 0,1 pkt. proc.) tzw. szacunek *flash*. W ujęciu zmian kwartalnych PKB w I kw. obniżył się „jedynie” o 0,4%. Choć oczywiście jak na statystyki polskie taka dynamika kwartalna jest wynikiem słabym, niemniej w porównaniu do wyników innych krajów europejskich, przy jednocześnie wczesnym wdrożeniu obostrzeń administracyjnych taki wynik można uznać za niezły. Na podstawie danych z poszczególnych sektorów gospodarki uważamy, że taki efekt w części był wynikiem bardzo dobrych wyników aktywności w styczniu i lutym (co szczególnie widoczne w przypadku danych z budownictwa) oraz nieco mniejszej (w porównaniu do innych krajów) skali zamrożenia gospodarki w marcu (wciąż czynne sklepy poza galeriami handlowymi, brak zakazu działalności większości punktów usługowych).
- Dane za I kw. wskazały na zaskakująco dobre dane w zakresie najbardziej dotkniętych w I kw. usług (np., transport, zakwaterowanie i gastronomia), przy silniejszym osłabieniu (niż wskazywałyby na to dane miesięczne) w przemyśle i

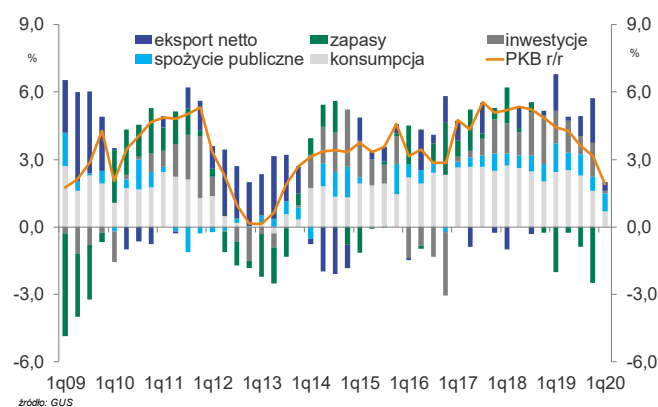
handlu, pomimo, że w okresie pandemii mniejsze jednostki powinny radzić sobie lepiej (z punktu widzenia mniejszych obostrzeń administracyjnych).

- W I kw. miało wyraźnie osłabło spożycie gospodarstw domowych (brak możliwości wydatkowania środków w II poł. marca) z kolei wyraźnie lepsze okazały się dane dot. spożycia publicznego (kumulacja wydatków publicznych w okresie pandemii). Nieco słabsze okazały się wyniki inwestycji, najprawdopodobniej przy słabszych inwestycjach firm.
- Pomimo niezłych danych za I kw. nieuniknione jest dużo silniejsze osłabienie aktywności w II kw. w kierunku  $-10\%$  kw/kw i poniżej  $-8,0\%$  r/r. W pierwszym rządzie zaostrzenie rygorów oraz dłuższy okres ich obowiązywania wpłyną silniej negatywnie na wyniki gospodarki. Z drugiej strony w II kw. ujawnią się już trwalsze efekty cykliczne osłabienia popytu inwestycyjnego czy konsumpcyjnego związane z trwalszym efektem spowolnienia aktywności gospodarczej, ograniczenia inwestycji firm i pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Tylko w części te efekty będą minimalizowane nadrabianiem wydatków z okresu zamrożenia gospodarki.
- W II poł. roku, wraz z pełniejszym odmrożeniem gospodarki globalnej i krajowej oraz zakładając wyraźne zwiększenie wydatków publicznych na cele inwestycyjne oczekujemy silniejszego ożywienia aktywności i dynamicznych wzrostów PKB w ujęciu zmian kwartalnych. Jednocześnie jednak skala osłabienia oraz opisane powyżej trwale ubytki dochodu sprawią, że w ujęciu zmian rocznych dynamika PKB utrzyma się na ujemnym poziomie, a w całym roku skala recesji wyniesie ok.  $2,0\%$  r/r, przy przeważających ryzykach silniejszego osłabienia wobec powyższej prognozy bazowej.
- Podobnie jak na świecie, także w przypadku polskiej gospodarki obecnie kluczowe dla prognoz II kw. oraz całego 2020 r. będą informacje nt. tempa ożywienia aktywności. Dotychczas opublikowane dane i informacje wskazują na relatywnie solidne odbicie sprzedaży paliw i zadowalające ożywienie popytu w galeriach handlowych. Z kolei wciąż wolno rośnie popyt na energię elektryczną i bardzo wolno poprawiają się dane nt. rejestracji nowych samochodów.

**W I kw. ograniczona – jak na warunki pandemii – skala osłabienia aktywności**



**Silny spadek kontrybucji konsumpcji we wzrost w warunkach ograniczenia dostępności handlu i części usług**



## Oczekiwane w tym tygodniu dane z rynku pracy w USA oraz posiedzenie EBC...

- W bieżącym tygodniu kontynuowana będzie seria publikacji danych obrazujących skutki pandemii dla światowej gospodarki w II kw. Najistotniejsze z nich będą odczyty wskaźników koniunktury gospodarczej ISM w USA oraz tradycyjnie miesięczne dane z rynku pracy w USA – zmiana zatrudnienia i stopa bezrobocia w maju. W przypadku strefy euro najistotniejsze będą wyniki majowych zamówień w przemyśle niemieckim.
- W tym tygodniu odbędzie się też posiedzenie rady EBC. Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stabilny poziom stóp procentowych (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz zapisy dot. perspektyw stóp procentowych i polityki monetarnej (*forward guidance*). Jednocześnie zakładamy, że EBC dokona złagodzenia polityki pieniężnej poprzez zapowiedź zwiększenia skali skupu aktywów w ramach programu PEPP. Na gotowość dalszego luzowania polityki pieniężnej wskazywała zarówno prezes EBC Christine Lagarde podczas konferencji prasowej po posiedzeniu pod koniec kwietnia, jak również zapis dyskusji podczas tego posiedzenia. W warunkach bezprecedensowej skali spowolnienia aktywności gospodarczej bank centralny jest gotowy do bezprecedensowej skali luzowania polityki monetarnej, której skuteczność w warunkach odmrażania gospodarki i poprawy transmisji polityki pieniężnej będzie rosta. Uważamy, że rada EBC zdecyduje się na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej pomimo napływających informacji dot. wyższego prawdopodobieństwa większej skali luzowania polityki fiskalnej na poziomie całej UE. W dalszym ciągu bowiem ostateczna decyzja dot. pakietu pomocowego dla Europy jest niepewna, a z pewnością nie można zakładać szybkiej implementacji tego projektu
- Nie można też zapominać o wątkach geopolitycznych strategicznej rywalizacji USA – Chiny, które (przynajmniej okresowo) mogą stać się katalizatorem dla krótkoterminowych zmian sytuacji rynkowej, szczególnie po tak wyraźnej dotychczasowej poprawie.



---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie rady EBC (4 czerwca)**

Oczekujemy, że na czerwcowym posiedzeniu rada EBC utrzyma stabilny poziom stóp procentowych (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz zapisy dot. perspektyw stóp procentowych i polityki monetarnej (*forward guidance*). Jednocześnie zakładamy, że EBC dokona złagodzenia polityki pieniężnej poprzez zapowiedź zwiększenia skali skupu aktywów w ramach programu PEPP. Na gotowość dalszego luzowania polityki pieniężnej wskazywała zarówno prezes EBC Ch. Lagarde podczas konferencji prasowej po posiedzeniu pod koniec kwietnia, jak również zapis dyskusji podczas tego posiedzenia. W warunkach bezprecedensowej skali spowolnienia aktywności gospodarczej bank centralny jest gotowy do bezprecedensowej skali luzowania polityki monetarnej, której skuteczność w warunkach odmrażania gospodarki i poprawy transmisji polityki pieniężnej będzie rosła. Uważamy, że rada EBC zdecyduje się na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej pomimo napływających informacji dot. wyższego prawdopodobieństwa większej skali luzowania polityki fiskalnej na poziomie całej UE. W dalszym ciągu bowiem ostateczna decyzji dot. pakietu pomocowego dla Europy jest niepewna, a z pewnością nie można zakładać szybkiej implementacji tego projektu.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 1 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, czerwiec	41,5 pkt.	43,5 pkt.	-
1-5.06	UK	Czwarta runda negocjacji UK-UE ws. Brexitu	-	-	-
środa 3 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	CHN	Indeks koniunkt. PMI Caixin – usługi, maj (ost.)	41,4 pkt.	44,0 pkt.	-
10:00	DE	Indeks koniunkt. PMI – usługi, maj (ost.)	31,4 pkt. (wst.)	31,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunkt. PMI – usługi, maj (ost.)	28,7 pkt. (wst.)	28,7 pkt.	-
11:00	EMU	Stopa bezrobocia, kwiecień	7,4%	8,2%	-
14:15	US	Zmiana zatrudnienia wg ADP, maj	-20,2 mln	-9,5 mln	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, czerwiec	41,8 pkt.	44,0 pkt.	-
16:00	US	Zamówienia w przemyśle, kwiecień	-10,4% m/m	-15,0% m/m	-
czwartek 4 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
13:45	EMU	Posiedzenie rady EBC	-0,4% / 0,0%	-0,4% / 0,0%	-0,4% / 0,0%
14:30	EMU	Konferencja prasowa po posiedzeniu rady EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 29.05	2123 tys.	1800 tys.	-
piątek 5 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, kwiecień	-15,6% m/m	-20,0% m/m	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, maj	-20,5 mln	-8,0 mln	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, maj	14,7%	19,5%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, maj	1,7% r/r	1,1% r/r	-
niedziela 7 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, maj	3,5% r/r / -14,2% r/r	-6,4% r/r / -5,8% r/r	-
poniedziałek 8 czerwca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, kwiecień	-9,2% m/m	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

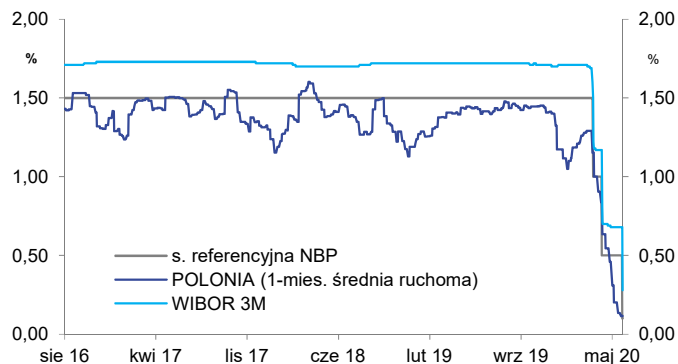
## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – czerwiec

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	maj	1.06	31,9 pkt.	40,6 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	maj	15.06	2,9% r/r (wst.)		2,9% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	kwiecień	15.06	2438 mln EUR		1167 mln EUR
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	maj	16.06	3,6% r/r		3,8% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	maj	18.06	-2,1% r/r		-2,2% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	maj	18.06	1,9% r/r		2,0% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	maj	19.06	-24,6% r/r		-14,8% r/r
Wskaźnik PPI	PL	maj	19.06	-1,3% r/r		-1,3% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	maj	22.06	-22,9% r/r		-7,9% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	maj	23.06	-0,9% r/r		2,3% r/r
Stopa bezrobocia	PL	maj	24.06	5,8%		6,1%
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	czerwiec	30.06	2,9% r/r		-

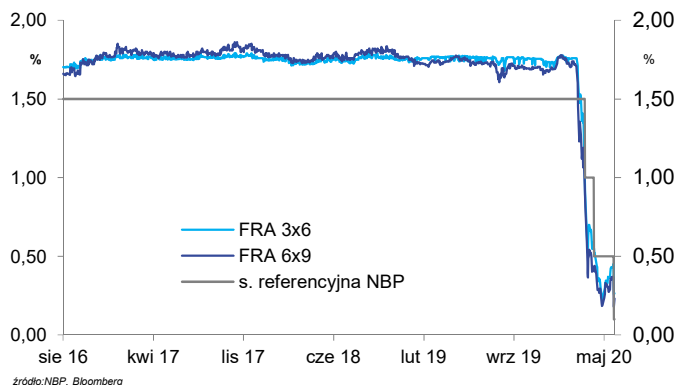
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	maj	1.06	49,4 pkt.	50,7 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	maj	1.06	41,5 pkt.		43,5 pkt.
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	maj	3.06	41,4 pkt.		44,0 pkt.
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	maj	3.06	41,8 pkt.		44,0 pkt.
Posiedzenie EBC	EMU	czerwiec	4.06	-0,4% / 0,0%		-0,4% / 0,0%
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	maj	5.06	-20,5 mln		-8,0 mln
Stopa bezrobocia	US	maj	5.06	14,7%		19,5%
Posiedzenie FOMC	US	maj	10.06	0,0%-0,25%		0,0%-0,25%
Produkcja przemysłowa	CHN	maj	14.06	3,9% r/r		-
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	czerwiec	24.06	39,5 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	czerwiec	24.06	28,7 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	maj	26.06	1,7% r/r		-
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	czerwiec	30.06	50,8 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	czerwiec	30.06	53,2 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	czerwiec	30.06	0,9% r/r		-

## Rynki finansowe

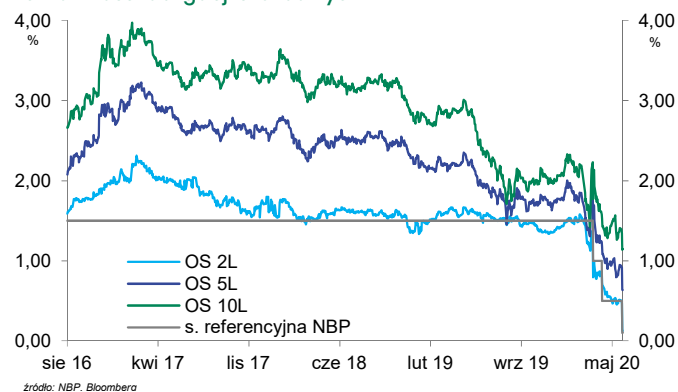
### Krajowe stopy procentowe



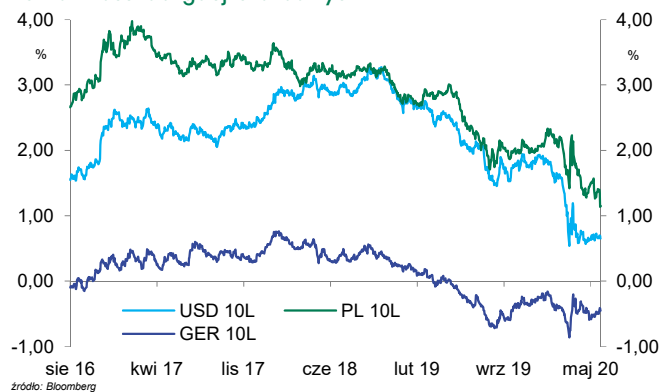
### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



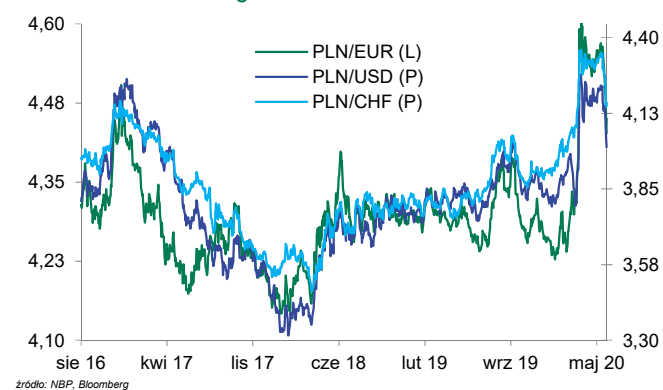
### Rentowności obligacji skarbowych



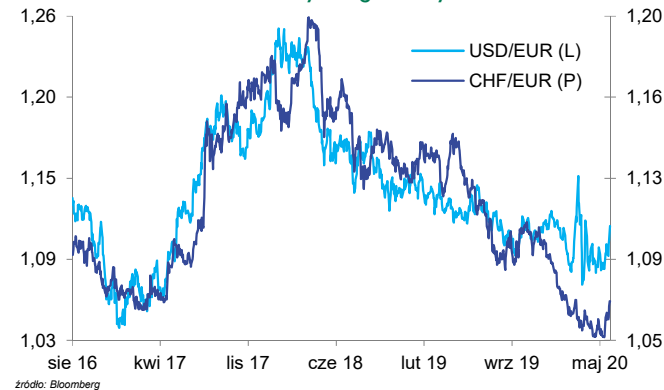
### Rentowności obligacji skarbowych



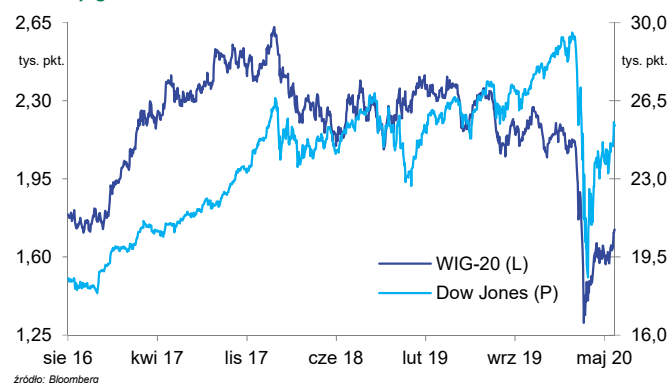
### Notowania kursu złotego



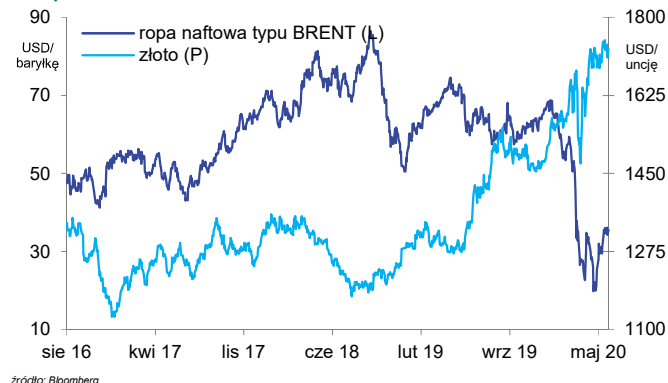
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

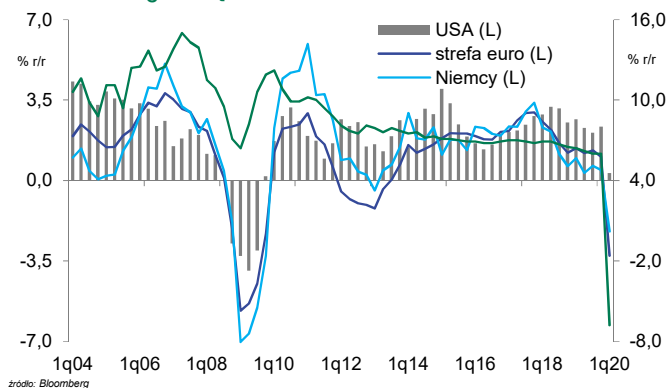


### Ceny surowców

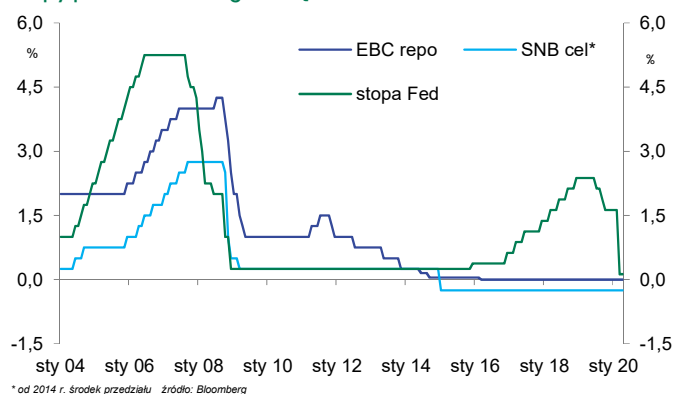


## Sfera realna

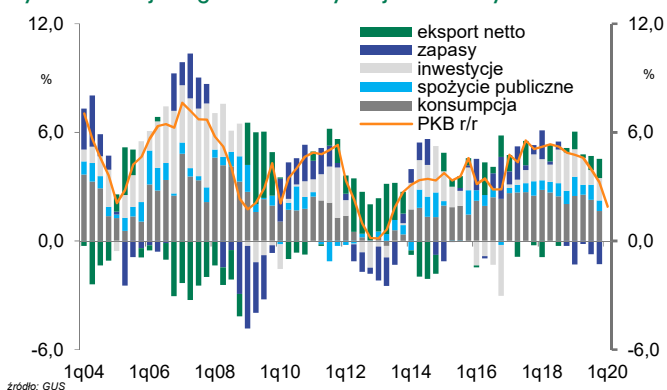
### Wzrost PKB za granicą



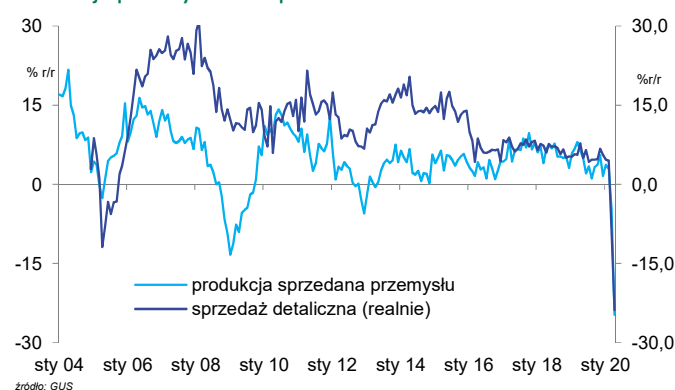
### Stopy procentowe za granicą



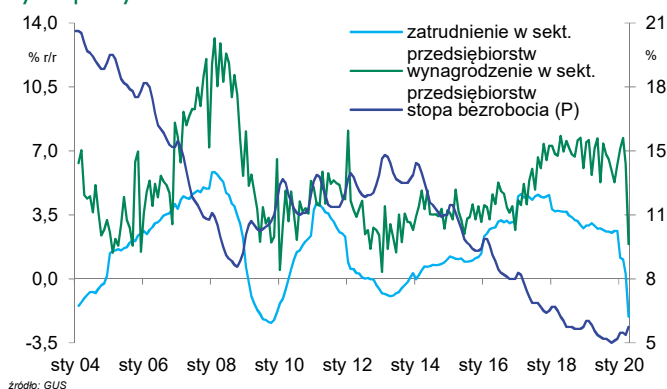
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



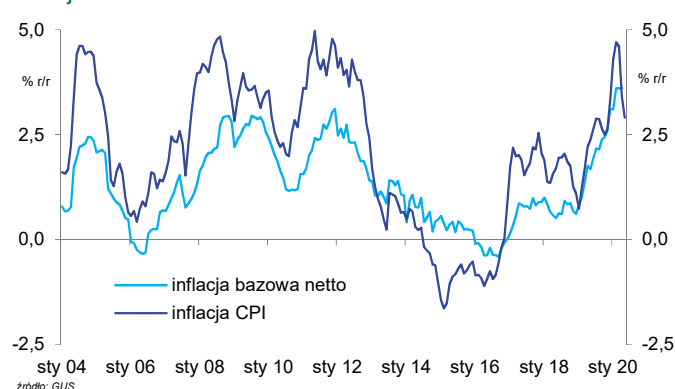
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



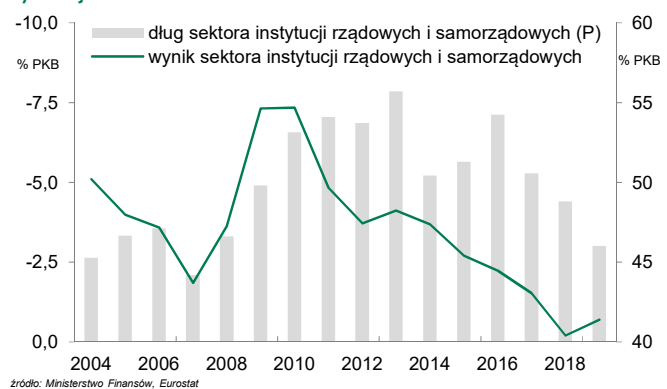
### Rynek pracy



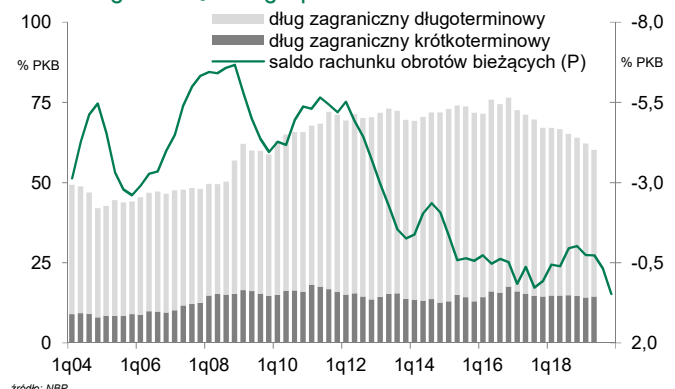
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2020	22.05.2020	29.05.2020	30.06.2020	31.07.2020	30.09.2020
Stopa lombardowa NBP	%	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa referencyjna NBP	%	0,50	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%	0,68	0,68	0,28	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe 2L	%	0,57	0,51	0,13	0,25	0,35	0,40
Obligacje skarbowe 5L	%	1,02	0,95	0,64	0,65	0,75	0,85
Obligacje skarbowe 10L	%	1,50	1,41	1,15	1,25	1,35	1,45
PLN/EUR	PLN	4,54	4,52	4,45	4,45	4,45	4,40
PLN/USD	PLN	4,17	4,15	4,00	4,05	4,05	4,00
PLN/CHF	PLN	4,30	4,27	4,16	4,18	4,18	4,13
USD/EUR	USD	1,10	1,09	1,11	1,10	1,10	1,10
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,35	0,35	0,35
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,30	-0,35	-0,35
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,70	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	0,64	0,66	0,65	0,70	0,75	0,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,59	-0,49	-0,45	-0,50	-0,50	-0,45

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.