

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

13 marca 2020

Gospodarka w warunkach pandemii



**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



Synteza

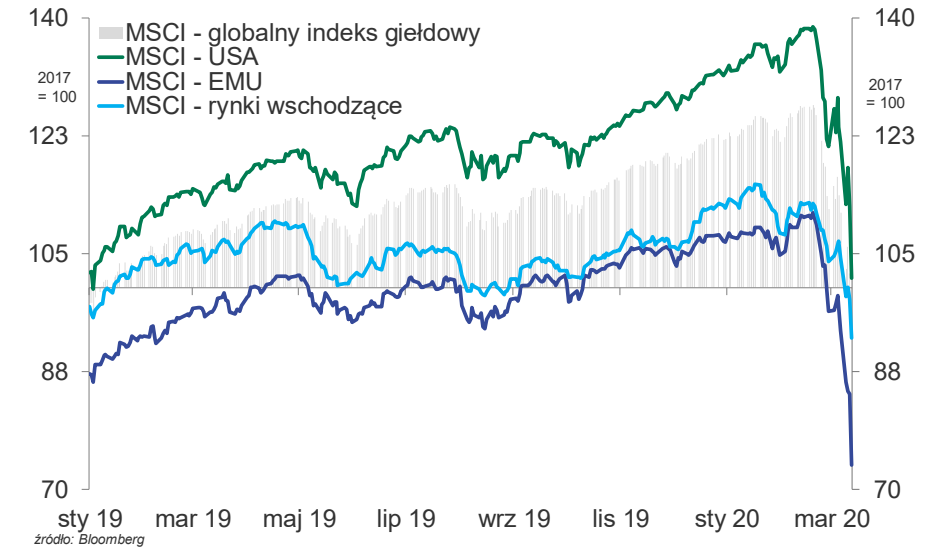
- Pandemia koronawirusa znacząco zmieniła założenia i prognozy makroekonomiczne dla gospodarki globalnej i krajowej. Choć kierunek korekt prognoz jest jednoznaczny, to na obecnym etapie oszacowanie ich skali jest obarczone bardzo wysoką niepewnością, ze względu na trudny do przewidywania scenariusz rozwoju pandemii, brak danych historycznych oraz bardzo wysoką zmienność sytuacji na globalnym rynku finansowym. Wobec dynamicznie zmieniającej się sytuacji prognozy mogą zmieniać się w bardzo krótkim czasie.
- Prawdopodobnie najwcześniej za ok. 2 miesiące będzie możliwe przedstawienie bardziej precyzyjnych scenariuszy rozwoju sytuacji gospodarczej.
- Na obecnym etapie scenariuszem bazowym jest gwałtowne tąpnięcie aktywności gospodarczej na świecie w I poł. roku oraz jej ożywienie w II poł. roku, przy założeniu cofania się pandemii w trakcie II kw. W tym kontekście pozytywne informacje płyną z Chin (jednostkowe nowe zachorowania w marcu, niemniej globalny charakter pandemii wskazuje na konieczność utrzymania ostrożności wobec tych informacji).
- Na podstawie dostępnych informacji oraz analiz ośrodków analitycznych obniżyliśmy założenia dot. wzrostu w gospodarce globalnej, najsilniej w Chinach i strefie euro (o ponad 1 pkt. proc.) nieco mniej (o 0,5 pkt. proc.) w USA.
- Banki centralne w marcu zdecydowały o poluzowaniu polityki pieniężnej, Fed przez kanał stóp procentowych, EBC przez kanał ilościowego luzowania polityki pieniężnej. W Chinach i w USA oczekujemy znaczącej skali poluzowania polityki fiskalnej. Mniejsza przestrzeń do luzowania fiskalnego w strefie euro może w średnim okresie skutkować dodatkowymi czynnikami ryzyka.
- W krótkim okresie presja na ceny krajowych aktywów zapewne utrzyma się skutkując słabszym kursem złotego oraz niższymi cenami obligacji skarbowych. W średnim okresie zakładamy stopniowe wygasanie tych efektów.
- W warunkach spowolnienia gospodarki globalnej, jak również działań krajowych, które okresowo będą obniżać aktywność gospodarczą, obniżyliśmy oczekiwania dot. wzrostu PKB. W I poł. roku oczekujemy spadku dynamiki PKB w okolice 1% r/r, po czym w II poł. roku, zakładając większą skalę luzowania fiskalnego także w kraju oczekujemy solidnego odbicia. W całym roku wzrost PKB ukształtuje się poniżej 2,0% r/r.
- Przy założeniu powyższych warunków gospodarczych uważamy, że RPP zdecyduje się na obniżenie stóp procentowych w łącznej skali 50 pkt. baz., na posiedzeniach w kwietniu oraz w maju.
- Choć inflacja CPI w najbliższych miesiącach będzie utrzymywała się na podwyższonym poziomie, to perspektywa jej szybszego spadku w obliczu znaczącego osłabienia gospodarki nie przeszkodzi RPP w decyzji o poluzowaniu polityki monetarnej.



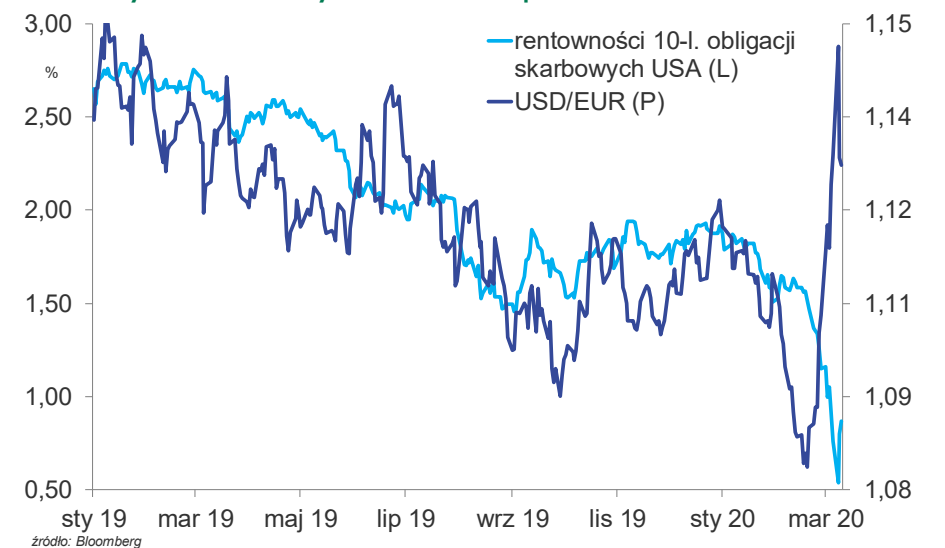
Koronawirus powodem krachu na światowych giełdach w lutym i marcu...

- Notowana na przełomie roku poprawa sytuacji na rynkach finansowych okazała się krótkotrwała. Pod koniec lutego i na początku marca doszło do gwałtownej, bezprecedensowej skali wyprzedaży aktywów o wyższym profilu ryzyka w reakcji na szybkie rozprzestrzenianie się epidemii COVID-19 powodowanej przez koronawirusa.
- Do I poł. lutego rozwój epidemii w Azji miał ograniczony wpływ na globalną sytuację rynkową, jednak rozprzestrzenianie się wirusa w Europie na przełomie lutego i marca poskutkowało tąpnięciem giełd na świecie oraz spadkiem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych do najniższych poziomów w historii.
- Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka jest pochodną rosnącego prawdopodobieństwa globalnej recesji.
- Z początkiem marca FOMC podczas nadzwyczajnego posiedzenia komitetu obniżył stopy procentowe o 50 pkt. baz. Decyzja FOMC nastąpiła po komunikacie ministrów finansów i prezesów banków centralnych krajów grupy G7, w którym wskazano na potrzebę użycia wszelkich dostępnych narzędzi w celu wsparcia aktywności gospodarczej.
- W kolejnych dniach złagodzenia polityki pieniężnej dokonało wiele banków centralnych na świecie, większość rządów zapowiedziała także poluzowanie polityki fiskalnej.
- Wzrost zmienności odnotowano także na rynku walutowym, przy bardzo silnym wzroście walut uznawanych za bezpieczne (frank szwajcarski, jen). W pierwszym okresie epidemii na wartości zyskiwał dolar, w marcu z kolei kurs dolara zaczął tracić na wartości w reakcji na oczekiwanie silniejszego luzowania polityki pieniężnej Fed, co w sytuacji silnego wzrostu globalnej awersji do ryzyka jest zaskakujące.

W I kw. gwałtowne spadki notowań giełdowych na świecie...



...przy spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych do historycznie niskich poziomów

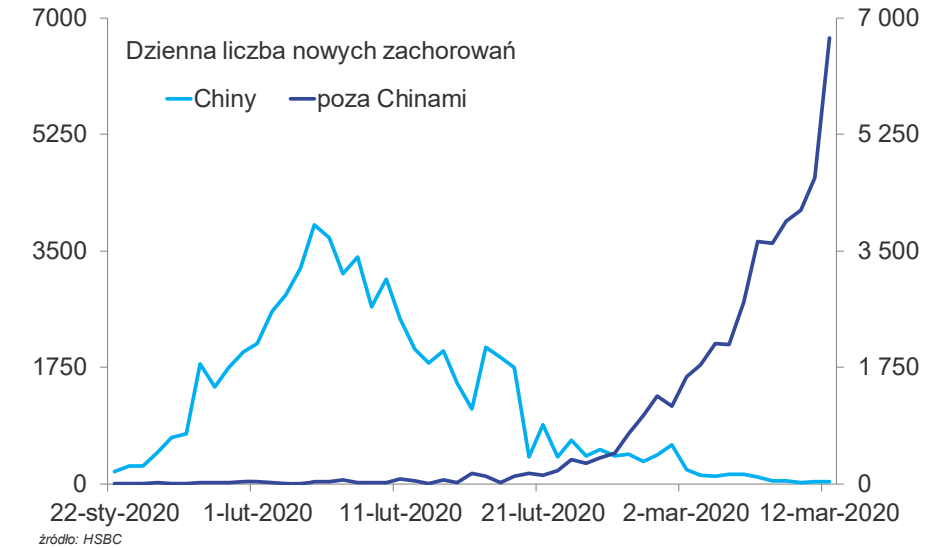




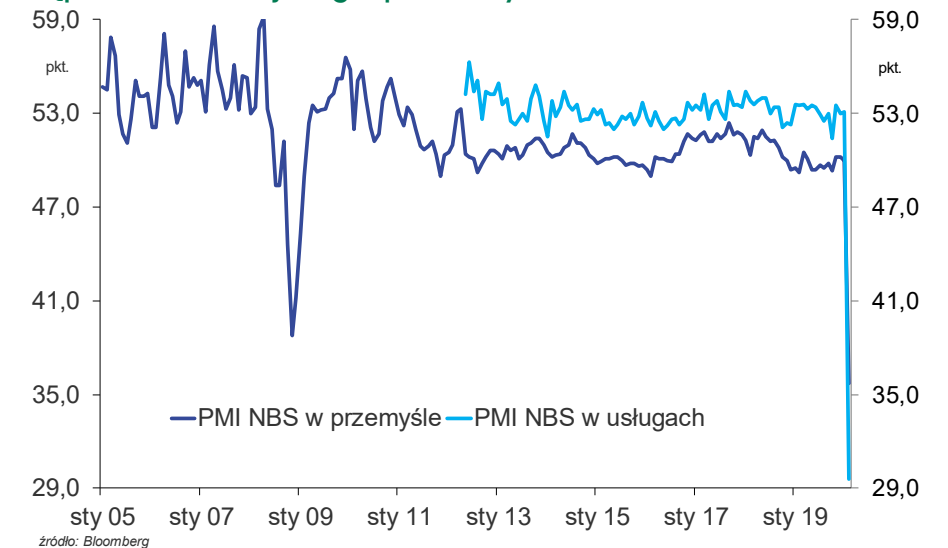
...silne spowolnienie gospodarki chińskiej oraz dynamiczny wzrost zachorowań poza Chinami

- W II połowie lutego rozpoczął się trend spadkowy liczby nowych zachorowań w Chinach, co wskazało na skuteczność podejmowanych drastycznych działań ograniczających rozprzestrzenianie się choroby (kwarantanna całych miast i prowincji, ograniczenia migracji wewnętrznych, wstrzymywanie pracy przedsiębiorstw).
- Jednocześnie jednak dane jakościowe z chińskiej gospodarki oraz pierwsze dane nt. wskaźników koniunktury za luty pokazały drastyczne skutki gospodarcze podejmowanych działań.
- Zestawienie publikacji tych danych na przełomie lutego i marca z dynamicznym wzrostem liczby zachorowań poza Chinami skutkuje znaczącymi korektami w dół prognoz wzrostu gospodarczego na świecie w kierunku scenariusza globalnej recesji.
- Wysoka niepewność przedstawianych scenariuszy dotyczy zarówno gwałtownego wzrostu liczby zachorowań jak i ograniczenia aktywności. Ponadto szeroki zasięg geograficzny o charakterze pandemii skutkuje także ograniczeniem oczekiwań dot. dynamicznego ożywienia aktywności po stabilizacji sytuacji epidemiologicznej.
- Dane dot. indeksów koniunktury w gospodarkach rozwiniętych wskazały w lutym na póki co ograniczony efekt niższej aktywności z tytułu ograniczeń podaży (tj. braku komponentów, surowców importowanych z Chin). W kolejnych miesiącach, przy niskim stanie zapasów, te problemy będą jednak rosnąć. Jeżeli faktycznie – zgodnie z bieżącymi sygnałami – sytuacja w Chinach będzie stabilizować się, te efekty w II kw. mogą stopniowo ustępować. Jednocześnie jednak problemy związane z ograniczaniem popytu krajowego w pozostałych gospodarkach (obecnie głównie w Europie) oraz z kumulacją (geograficzną) spowolnienia będą utrzymywać się zapewne jeszcze w II kw.

Miesiąc po kulminacji epidemii w Chinach, gwałtowny wzrost liczby zachorowań poza Chinami



Środki zaradcze w Chinach powodem gwałtownego tąpnięcia nastrojów gospodarczych

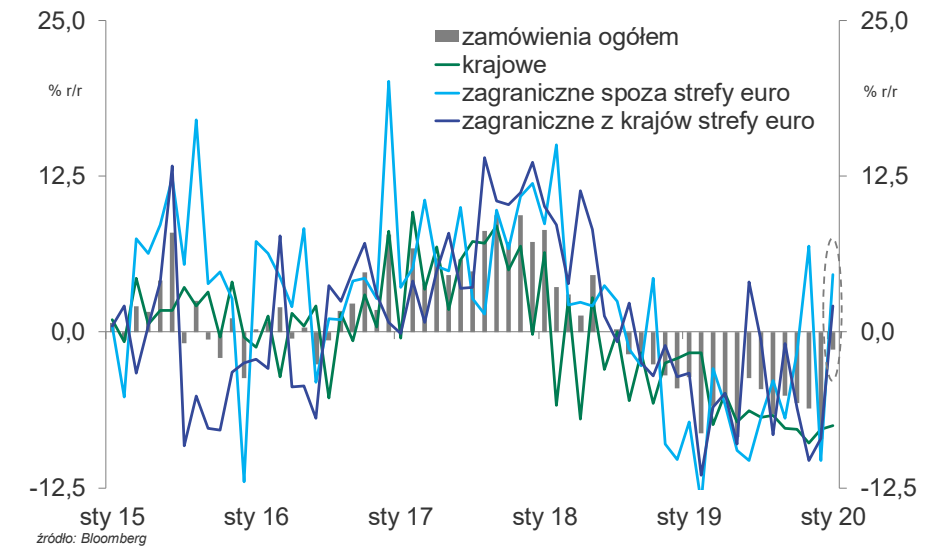




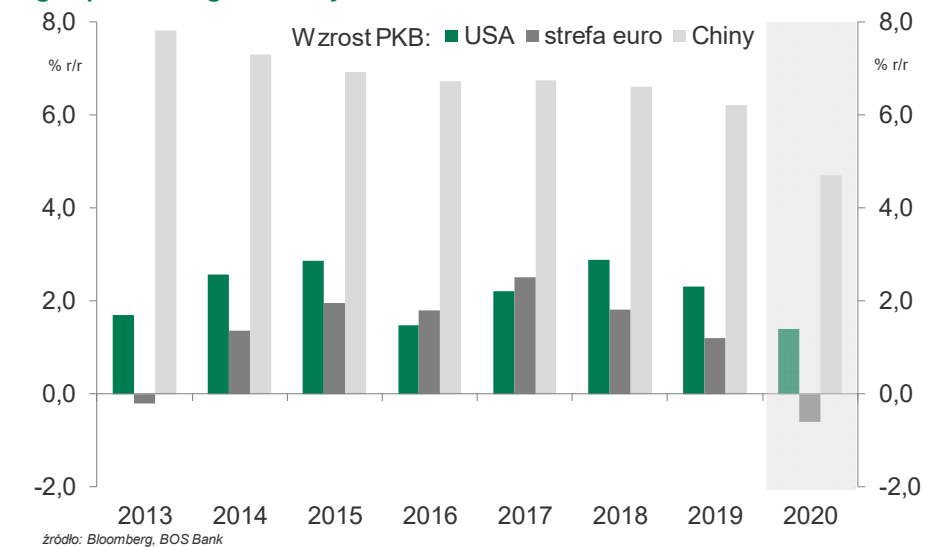
Pomimo obiecujących danych z początku roku, bardzo silne korekty prognoz gospodarki globalnej na 2020 r.

- Dane z początku 2020 r. (sprzed rozwoju epidemii koronawirusa) dawałyby szanse na materializację scenariusza ożywienia gospodarczego na świecie, w szczególności w strefie euro. W większości gospodarek notowano wyraźną poprawę indeksów koniunktury gospodarczej, bardzo dobre dane z amerykańskiego rynku pracy, a nawet pierwsze solidne ożywienie zamówień w niemieckim przemyśle.
- Biorąc jednak pod uwagę silne ograniczenia po stronie podażowej (sytuacja w Chinach), gwałtowne osłabienie popytu krajowego w wielu gospodarkach rozwiniętych – póki co głównie w Europie – zakładamy silne osłabienie wzrostu gospodarczego, o ok. 1,5 pkt. proc w Chinach, ponad 1 pkt. proc. w strefie euro oraz 0,4 pkt. proc. w USA (wobec prognoz z początku 2020 r).
- Powyższe prognozy opracowane są przy założeniu dostępnych obecnie informacji, nie uwzględniają rozwoju epidemii w takich kierunkach jak np.: nawrót wzrostowej liczby zachorowań w Azji, analogiczny do Europy scenariusz epidemiologiczny w USA. Bilans ryzyka dla prognozy ciąży w kierunku silniejszej skali spowolnienia aktywności.
- Analizując przebieg choroby w Chinach, zakładamy silniejsze osłabienie wzrostu aktywności w Europie na przełomie I i II kw. oraz poprawę koniunktury dopiero w II poł. roku. Jednocześnie jednak wzrost liczby zachorowań oraz większy zasięg geograficzny sprawiają, że to ożywienie będzie dużo słabsze niż można było tego oczekiwać w momencie rozwoju choroby tylko w Azji.

W styczniu solidne ożywienie w niemieckim przemyśle



Pandemia COVID-19 silnie negatywna dla prognoz gospodarki globalnej

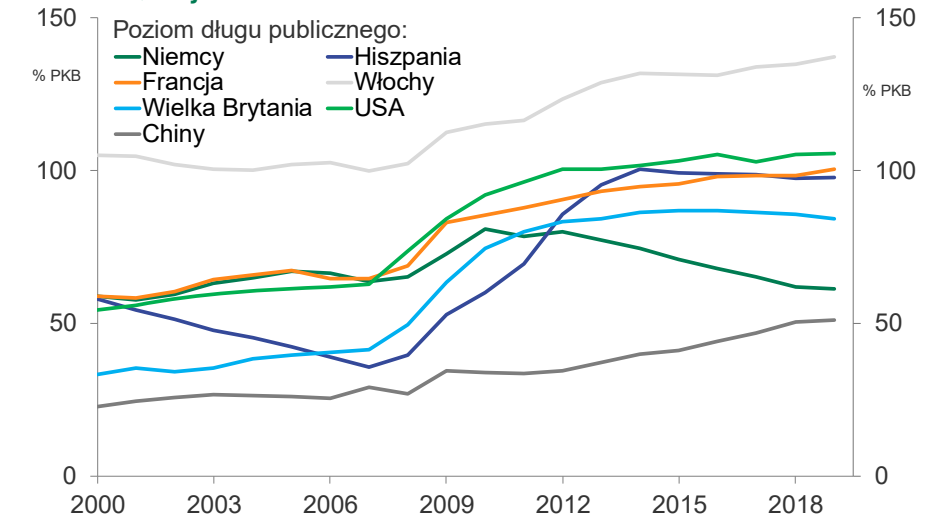




Banki centralne reagują na gwałtowne pogorszenie sytuacji rynkowej, dla silniejszego ożywienia gospodarczego niezbędne działania polityki fiskalnej

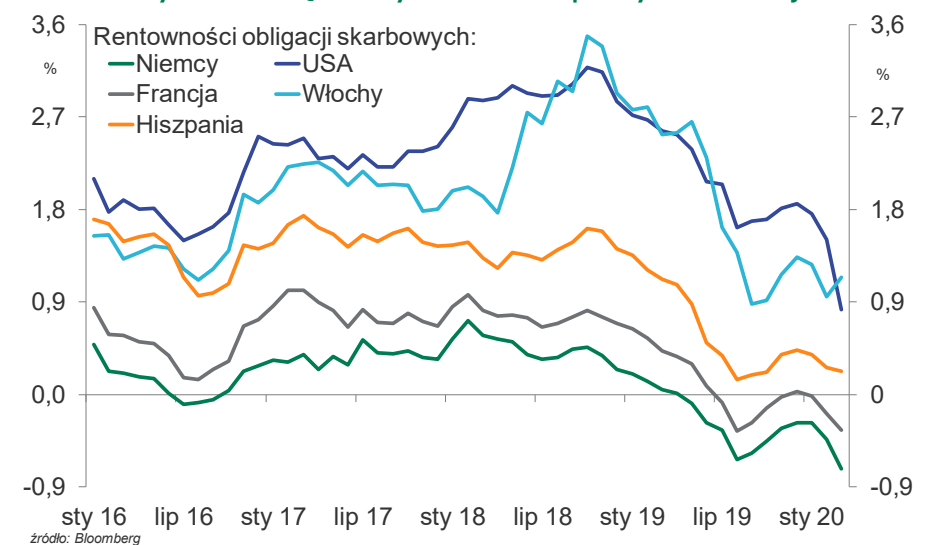
- W marcu wiele banków centralnych (w tym Fed, EBC, Bank Anglii) poluzowała politykę pieniężną przez . Te działania póki co w większym stopniu mogą służyć jedynie stabilizacji sytuacji na rynkach finansowych, przy ograniczonej, w sytuacji epidemiologicznego zagrożenia, transmisji efektów polityki pieniężnej do realnej gospodarki.
- Obecnie kluczowe z punktu widzenia polityki pieniężnej są działania nakierowane na dostarczenie płynności i taniego finansowania w celu (pośrednio) zapewnienia taniego i łatwego finansowania sektora przedsiębiorstw. W marcu Fed działając wyprzedzająco znacząco zwiększył skalę operacji otwartego rynku, EBC zapowiedział zwiększenie skali i obniżenie kosztu operacji płynnościowych, chiński bank centralny obniżył stopę rezerw obowiązkowych.
- Władze Chin zapowiedziały znaczącą skalę poluzowania polityki fiskalnej, dotychczas wdrożono ograniczenia obciążeń podatkowych dla sektora przedsiębiorstw, zapowiedziano także znaczące przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych.
- Rozluźnienie polityki fiskalnej będzie także kluczowe w Europie. Szczególnie potrzebne, ale jednocześnie szczególnie trudne, będzie ono we Włoszech (wobec bardzo wysokiego poziomu długu publicznego). W związku z pandemią Komisja Europejska zapewne ograniczy wszelkie obostrzenia dot. wskaźników fiskalnych. Wg dotychczas dostępnych informacji niemiecki rząd zapowiedział większe wsparcie fiskalne, warto zwrócić uwagę, że w 2019 r. (przy bardzo silnej recesji w niemieckim przemyśle) skala luzowania fiskalnego była ograniczona, a jednocześnie nadwyżka budżetowa Niemiec daje największą przestrzeń dla luzowania polityki fiskalnej.
- Przynajmniej w krótkim horyzoncie istotnym wsparciem dla luzowania polityki fiskalnej w gospodarkach rozwiniętych będzie gwałtowny spadek rentowności obligacji skarbowych, redukujący koszty obsługi długu, niemniej przedłużający się okres walki z pandemią może ograniczać ten efekt w przypadku części rynków (np. we Włoszech).

Różna skala przestrzeni do luzowania polityki fiskalnej na świecie, największa w Niemczech...



źródło: Bloomberg, Eurostat

...w większości krajów dużo niższe rentowności obligacji skarbowych obniżą koszty luzowania polityki fiskalnej



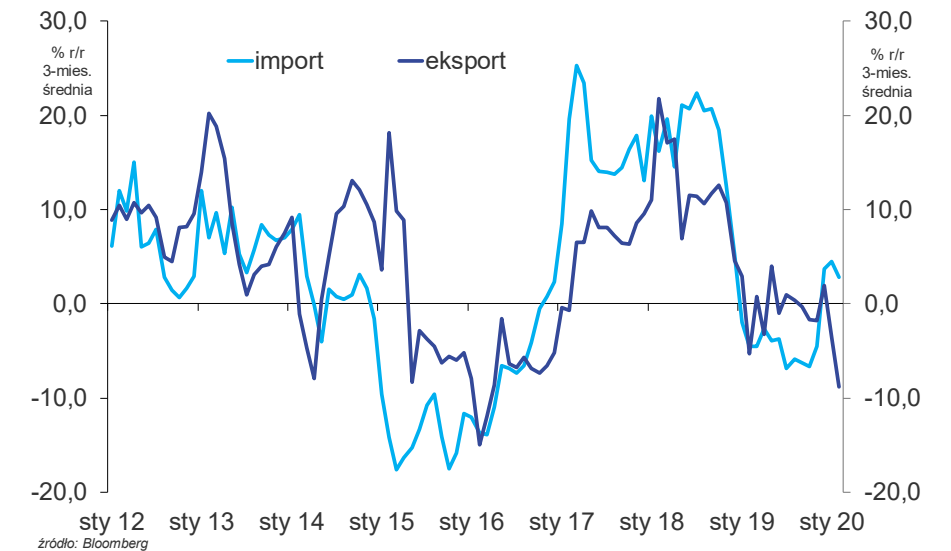
źródło: Bloomberg



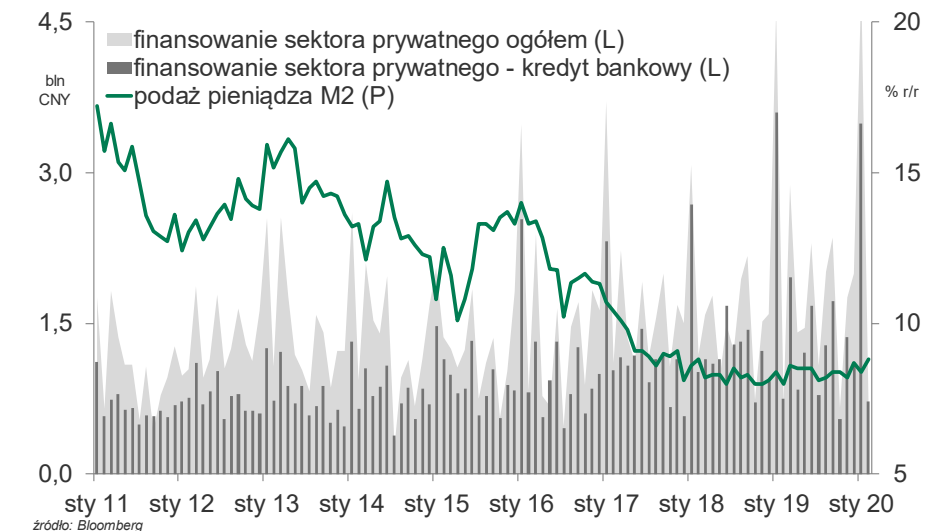
W 2020 r. najsilniejsza skala spowolnienia gospodarczego w Chinach...

- Na obecnym etapie zakładamy spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach do 4,7% r/r w całym 2020 r., przy gwałtownym ograniczeniu dynamiki PKB w I kw. w kierunku 2,0% – 3,0% r/r i stopniowej poprawie wyników aktywności w kolejnych kwartałach.
- Póki co władze nie zdecydowały się na obniżenie celu wzrostu gospodarczego na br. na poziomie 6,0%. Taka prognoza nawet przed rozwojem pandemii wydawała się mało realną, a obecnie wydaje się niemożliwa. Niemniej, silniejsze wsparcie gospodarki ze strony polityki fiskalnej – jakkolwiek niełatwe – będzie istotne dla ograniczenia skali spowolnienia aktywności.
- Dane jakościowe dot. transportu, handlu czy też produkcji w wybranych branżach wskazywały ponad 50-proc. spadek aktywności w skali roku w najgorszym momencie ograniczeń aktywności (zamykanych miast, wstrzymywania aktywności przedsiębiorstw). Dane dot. indeksów koniunktury gospodarczej wskazywały na nienotowaną dotychczas skalę osłabienia aktywności (historia danych sięga 2005 r.).
- Dotychczas opublikowane dane obejmujące najgorszy moment epidemii w Chinach, wskazały na silną – choć nie tak drastyczną jak wskazywały na to najbardziej negatywne prognozy – skalę spowolnienia w handlu zagranicznym. W styczniu odnotowano bardzo silną poprawę dostępności finansowania, ale już jej gwałtowne pogorszenie w lutym.
- W zakresie samej sytuacji w Chinach, dotychczasowy spadek liczby zachorowań pozwalałby na podtrzymanie prognozy dynamicznego ożywienia aktywności od II kw., niemniej biorąc pod uwagę bardzo trudną sytuację w Europie oraz niepewną w USA, zakładamy, że nawet pomimo silniejszej skali luzowania polityki fiskalnej oraz monetarnej skala osłabienia chińskiej gospodarki będzie bezprecedensowa.
- W kolejnych tygodniach oczekujemy dalszej redukcji stóp procentowych oraz stopy rezerw obowiązkowych. Zgodnie z zapowiedziami władz zakładamy także bardzo silne zwiększenie wydatków inwestycyjnych, szczególnie w II pol. 2020 r.

Po lutym silne osłabienie eksportu w Chinach



Wyraźne pogorszenie dostępności finansowania w lutym, po bardzo dobrych danych za styczeń

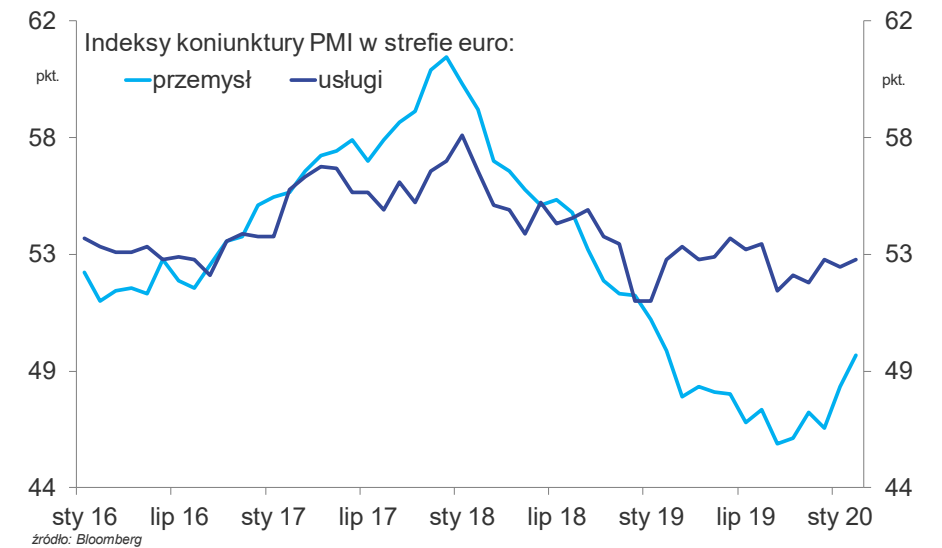




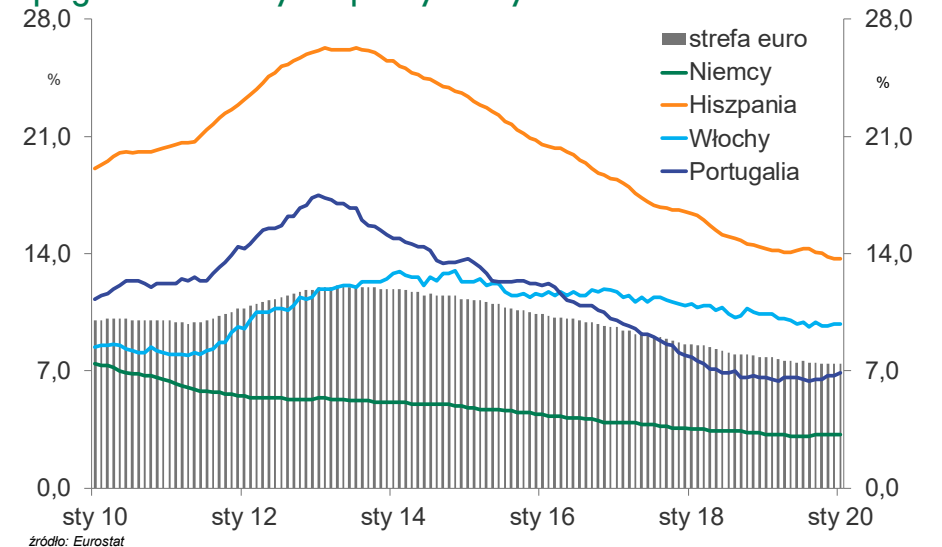
...oraz w strefie euro – w 2020 r. scenariusz recesji

- Silny wzrost liczby zachorowań w Europie Zachodniej oraz podejmowane bardzo drastyczne środki ograniczania aktywności (głównie we Włoszech) skutkują scenariuszem recesji w strefie euro.
- Choć sytuacja w przemyśle europejskim na przełomie roku zaczęła stabilizować się, to obecne zawirowania bardzo silnie dotkną sektora usługowego (turystyka, transport, rekreacja i kultura), który w I. 2018–2019 wspierał aktywność europejskich gospodarek.
- Przy dotychczas minimalnym wpływie spowolnienia aktywności na rynek pracy, należy liczyć się, że w 2020 r. będzie miało miejsce silniejsze ograniczenie zatrudnienia oraz konsumpcji gospodarstw domowych.
- Przy ograniczonych możliwościach poluzowania polityki pieniężnej przez EBC oraz polityki fiskalnej przez rządy wielu państw europejskich, kluczowe są decyzje w zakresie polityki gospodarczej w państwach o większej przestrzeni dla wsparcia fiskalnego oraz podjęcie działań na poziomie europejskim zmierzające do wsparcia wzrostu gospodarczego.
- W marcu kluczowe dla scenariusza wzrostu gospodarczego jest tempo opanowania pandemii, które będzie przekładać się na możliwości odbicia gospodarek po okresie szoku popytowego oraz podażowego.
- Zakładamy, że po okresie recesji w I poł. roku, nastąpienie wzrost PKB wyraźnie przyspieszy. Biorąc jednak pod uwagę skalę zakładanego spowolnienia z początkiem roku, w całym 2020 r. wzrost PKB w strefie euro wyniesie $-0,5\%$, wobec $1,2\%$ w 2019 r. oraz wobec dotychczasowych prognoz wzrostu gospodarczego na poziomie $0,7\%$ r/r.

Przed wybuchem pandemii perspektywy wzrostu strefy euro poprawiały się



Przy scenariuszu recesji w 2020 już zapewne nieuniknione pogorszenie na rynku pracy strefy euro

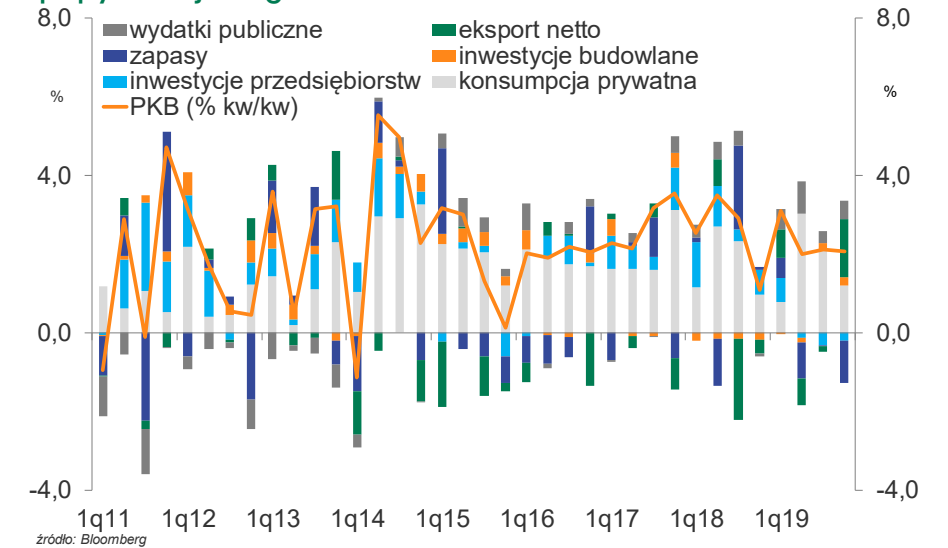




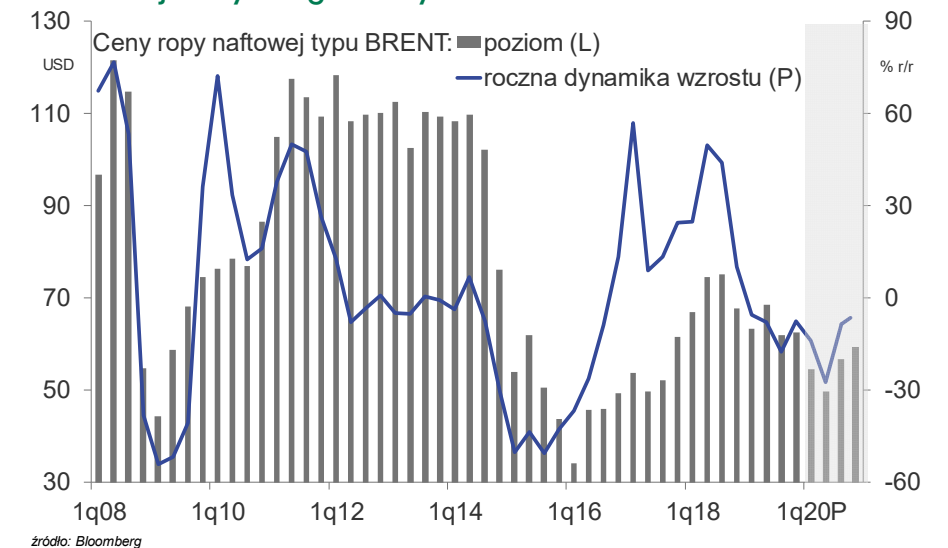
...póki co ograniczona skala korekty wzrostu gospodarki USA

- Dane dot. liczby zachorowań wskazują póki co (w przeliczeniu na liczbę mieszkańców) na stabilniejszą sytuację w USA. Zgodnie z oceną zewnętrznych ośrodków analitycznych wprowadzanie ograniczenia międzynarodowe (zakaz wjazdu do USA obywateli z Unii Europejskiej) mogą w mniejszym stopniu wpłynąć negatywnie na gospodarkę amerykańską niż potencjalne reperkusje w zakresie popytu krajowego, gdyby liczba zachorowań zaczęła rosnąć w tempie europejskim.
- Oczywiście, silniejsza skala osłabienia gospodarczego w Chinach i Europie będzie miała negatywne konsekwencje dla amerykańskiej gospodarki, niemniej struktura wzrostu gospodarczego w USA wskazuje na kluczowe znaczenie popytu krajowego.
- Dotychczas w 2020 r. oczekiwaliśmy trendu spadkowego dynamiki aktywności, przy nasilających się efektach wygasania wpływu poluzowania polityki fiskalnej. Jednocześnie oczekiwaliśmy poprawy wyników inwestycji przedsiębiorstw wraz z wygasaniem niepewności w handlu zagranicznym.
- Obecnie trudniej utrzymać założenie dot. odbicia inwestycji prywatnych, przy większej niepewności przedsiębiorstw co do popytu w średnim okresie. Jednocześnie, bieżące, bardzo niskie ceny ropy naftowej skutkują także wyższym ryzykiem dla inwestycji sektora wydobywczego w USA.
- Jeżeli w przeciągu kilkunastu tygodni sytuacja w Europie unormuje się, nie dojdzie do nasilenia epidemii w USA, co poskutkuje normalizowaniem się sytuacji rynkowej, w tym na rynku ropy naftowej, wzrost gospodarczy w USA spowolni w ograniczonym stopniu - w kierunku 1,5% r/r.
- W średnim okresie USA ma jeszcze przestrzeń dla poluzowania polityki pieniężnej. Pojawiły się także już pierwsze informacje nt. zwiększenia wydatków publicznych, a w kolejnych tygodniach oczekujemy także decyzji politycznych dot. szerszego wsparcia gospodarki (głównie sektora przedsiębiorstw).

Dla prognoz gospodarczych w USA kluczowe wyniki popytu krajowego



Dla perspektyw inwestycji firm ważne odbicie cen ropy naftowej na rynku globalnym

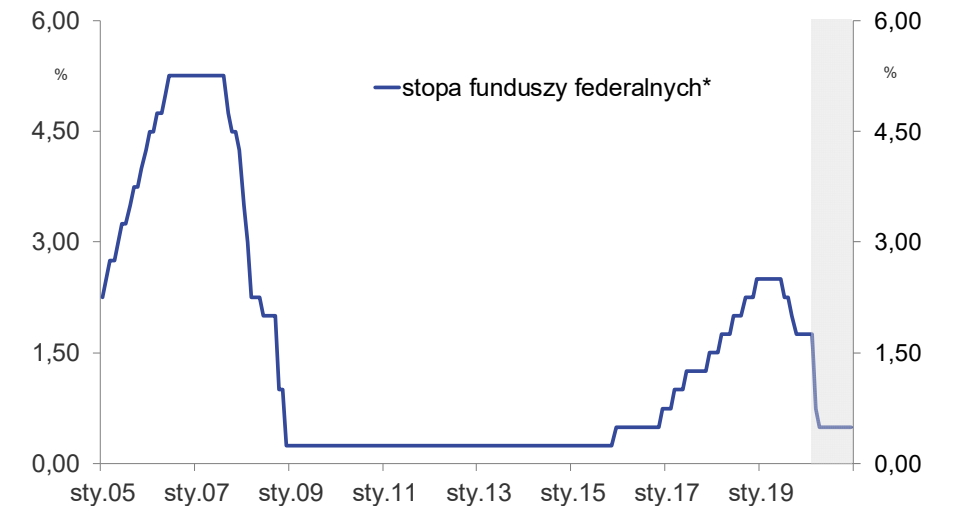




Oczekujemy kolejnej redukcji stóp procentowych Fed o 75 pkt. baz...

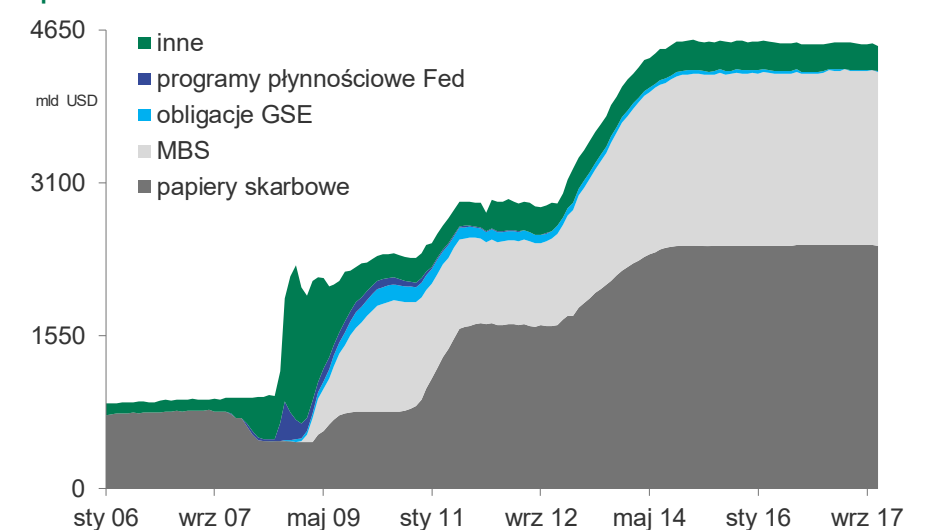
- Po redukcji stop procentowych na nadzwyczajnym posiedzeniu 3 marca, oczekujemy kolejnego cięcia stóp na posiedzeniach w marcu o kolejne 75 pkt. baz. do 0,25% - 0,50% dla stopy funduszy federalnych.
- Uważamy, że Komitet Operacji Otwartego Rynku będzie skupiał się także na działaniach płynnościowych, na dostarczaniu większej skali taniego finansowania, o czym świadczą już decyzje sprzed tygodnia o zwiększeniu dostępności płynnych środków finansowych dla banków komercyjnych.
- Oczywiście biorąc pod uwagę bilans ryzyka dla prognozy wzrostu gospodarczego, zarówno na świecie, jak i w USA, również bilans ryzyka dla prognoz stóp procentowych wskazuje na wysokie ryzyko większej skali redukcji stóp, nawet do poziomu 0%.
- Coraz bardziej na prawdopodobieństwie zyskuje także scenariusz zwiększenia skali skupu aktywów finansowych (obligacji skarbowych oraz instrumentów MBS). Jeżeli w najbliższych dniach sytuacja rynkowa nie ustabilizuje się, FOMC taką decyzję podejmie już w marcu, natomiast nawet gdyby do marca wstrzymał się z taką decyzją, to taka decyzja może zostać podjęta w II kw.

W marcu prawdopodobna redukcja stóp procentowych Fed łącznie o 125 pkt. baz.



*od grudnia 2008 górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych
źródło: Federal Reserve, BOS Bank

Prawdopodobne wznowienie programu skupu aktywów przez Fed w II kw. br.



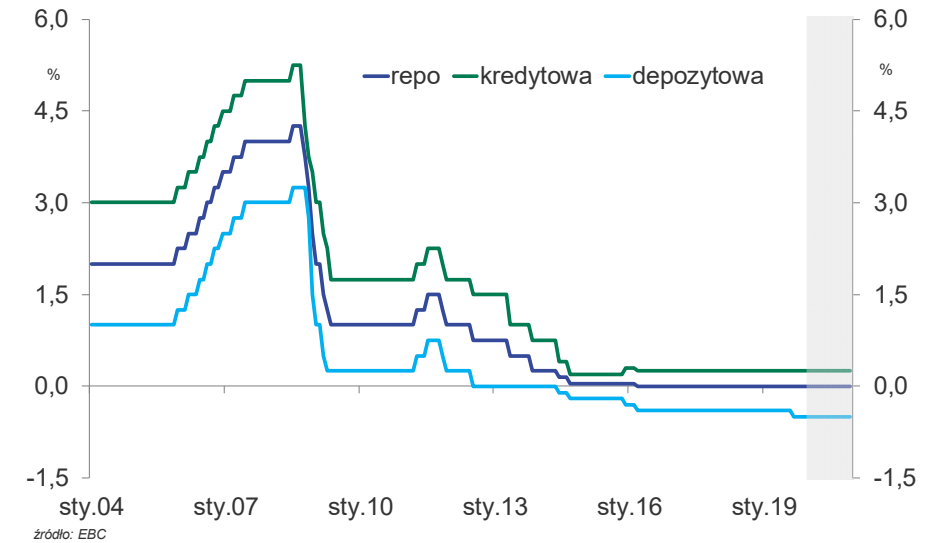
źródło: Federalreserve



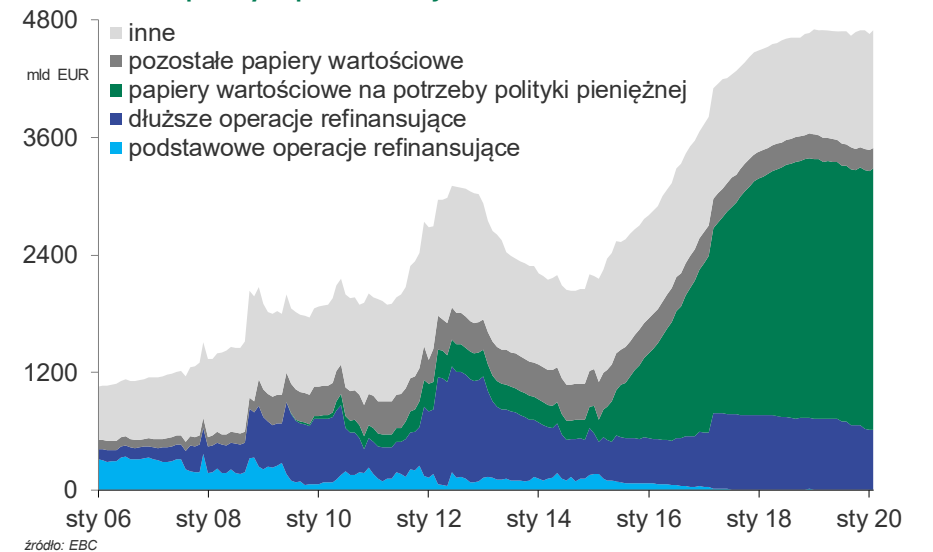
...przy ograniczonych możliwościach redukcji stóp, EBC skupiony na działaniach płynnościowych oraz ilościowym luzowaniu polityki pieniężnej

- Rada EBC na posiedzeniu 12 marca utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie w tym stopę repo na poziomie 0,0% oraz stopę depozytową na poziomie -0,5%.
- Jednocześnie w związku z pandemią, sytuacją gospodarczą oraz rynkową, rada zdecydowała o zwiększeniu o 120 mld EUR skali skupu aktywów, zapowiadając skoncentrowanie tych zakupów na aktywach sektora prywatnego.
- W zakresie operacji płynnościowych EBC zapowiedział przeprowadzenie dodatkowej operacji dostarczania długookresowej płynności (LTRO) w nieograniczonej skali oraz o koscie na poziomie stopy depozytywnej. Dodatkowo, w okresie czerwiec 2020 – czerwiec 2021 obniżony zostanie koszt operacji płynnościowych dedykowanych akcji kredytowej (TLTRO III), w szczególności w celu umożliwienia kredytowania sektorów gospodarki najsilniej dotkniętych koronawirusem.
- Decyzja EBC jest zgodna z naszymi założeniami, choć ryzyko redukcji stóp procentowych utrzymuje się, to z punktu widzenia stabilności sektora bankowego w strefie euro, w tym w średnim okresie ryzyka silnego pogorszenia sytuacji fiskalnej Włoch, to właśnie kanał operacji płynnościowych, pośredniego wsparcia finansowania banków oraz skupu długu (rządowego i korporacyjnego) pozostanie najważniejszym kanałem działań EBC.
- Przy założeniu scenariusza stabilizowania się sytuacji rynkowej i gospodarczej w II poł. roku oczekujemy wydłużenia operacji skupu aktywów poza 2020 r., utrzymania stabilnych stóp procentowych i zapowiedzi możliwości uruchomienia narzędzi opracowywanych w okresie wzrostu ryzyka finansowego gospodarek peryferyjnych (ESM).
- Gdyby recesja w gospodarce strefy euro pogłębiała się lub wydłużała, EBC mógłby zdecydować się na dalsze cięcia stóp procentowych.

Zakładamy, że EBC utrzyma stabilny poziom stóp procentowych...



...i zgodnie z zapowiedziami skupi się na ilościowym luzowaniu polityki pieniężnej

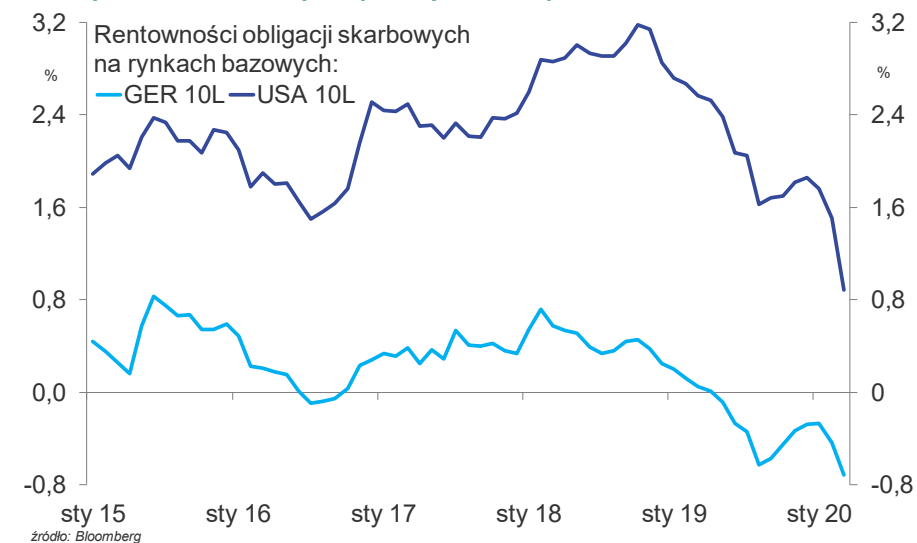




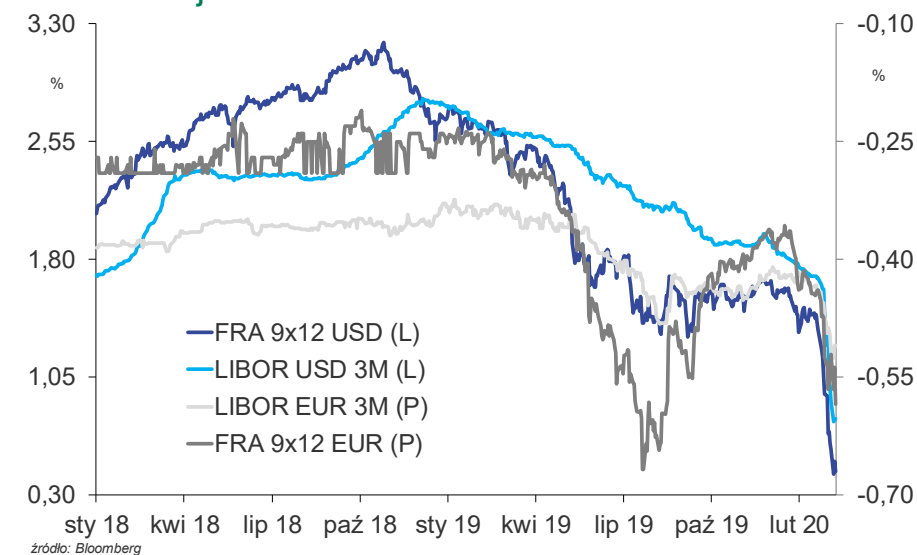
Korekta w dół ścieżki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych

- W I kw. 2020 rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej obniżyły się do nowych historycznie niskich poziomów, wraz z oczekiwaniami na silne luzowanie polityki pieniężnej – głównie przez Fed.
- Zakładając w scenariuszu bazowym normalizację sytuacji gospodarczej oraz rynkowej w II poł. br. oczekujemy wzrostu rentowności w warunkach stopniowego spadku globalnej awersji do ryzyka.
- Jednocześnie jednak oczekiwana ścieżka poziomu rentowności została trwale obniżona z powodu skali zakładanego spowolnienia gospodarki globalnej, dalszych redukcji prognoz inflacji i dłuższego okresu luźniejszej polityki pieniężnej.
- Bieżące luzowanie polityki monetarnej (redukcje krótkoterminowych stóp Fed, ilościowe luzowanie EBC), ale także kolejne utrwalenie oczekiwań co do długiego okresu niższej inflacji oraz luźniejszej polityki pieniężnej (w szczególności w Europie) przełoży się w naszej ocenie na dłuższy okres bardzo niskiego poziomu stóp długoterminowych.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia co do wyraźnego spadku awersji do ryzyka w II poł. roku, bilans ryzyka dla prognozy rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych wskazuje na wyższe ryzyko ich niższego poziomu wobec prognozy bazowej.
- Jednocześnie w krótkim okresie należy liczyć się z utrzymaniem podwyższonej nerwowości inwestorów i tym samym wysokiej zmienności notowań rentowności, które w ostatnich dniach potrafiły (szczególnie w USA) zmieniać się o blisko 20 pkt. baz. dziennie.

Gwałtowne spadki rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych po wybuchu pandemii



Oczekiwania rynkowe znaczącej skali luzowania polityki monetarnej

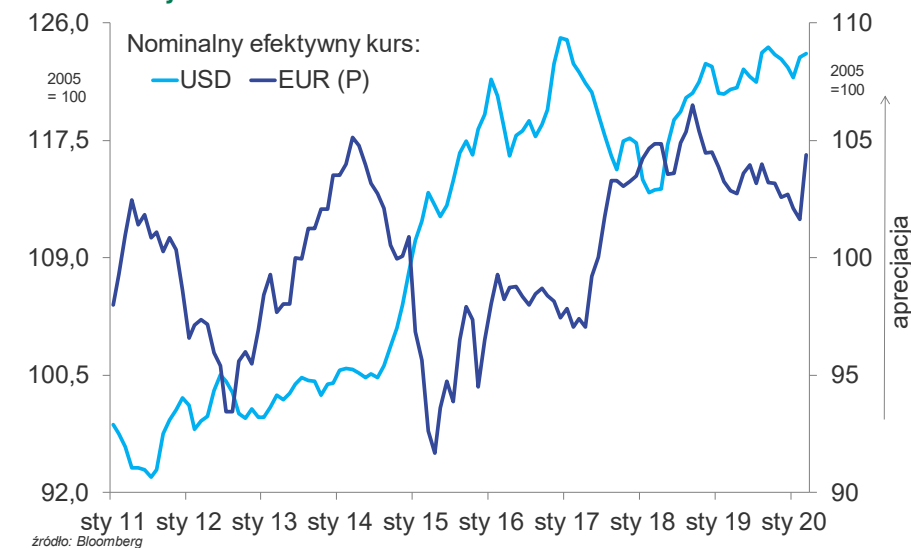




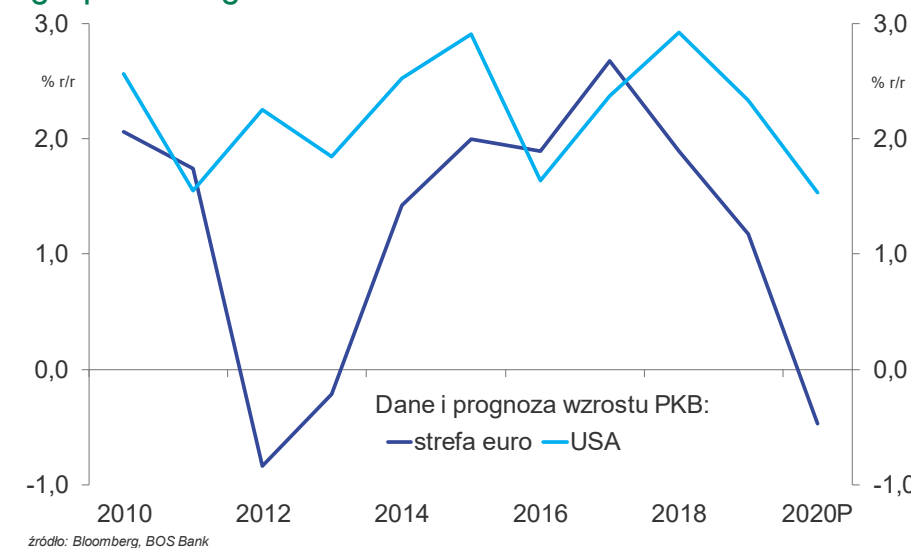
Mało prawdopodobna trwałość wzmocnienia kursu euro z I poł. marca

- Choć wzrost zmienności notowań odnotowano także w przypadku rynku walutowego, to w porównaniu z sytuacją na rynku akcji oraz na rynku stopy procentowej, skala tych zmian była ograniczona.
- W lutym i marcu silnie na wartości zyskiwały waluty uznawane za najbardziej bezpieczne tj. frank szwajcarski oraz jen japoński, wyraźnie traciły natomiast waluty rynków wschodzących.
- Po okresie wyraźnej aprecjacji dolara w lutym, w marcu, pomimo dalszej przeceny walut rynków wschodzących, wartość dolara ustabilizowała się, silniej zyskiwało natomiast euro. Taka sytuacja tylko w części wydaje się wynikać ze zmian kursu funta brytyjskiego, przy jedynie niewielkiej skali jego deprecjacji.
- Choć faktycznie, oczekiwania dot. stóp procentowych w USA uzasadniałyby takie zmiany kursu walutowego, niemniej reakcja rynkowa stoi w sprzeczności z generalnym wzrostem globalnej awersji do ryzyka oraz faktem, że w dużo większym stopniu reakcje Fed wynikają z rozwoju sytuacji globalnej.
- Biorąc pod uwagę powyższe, zakładamy w kolejnych miesiącach osłabienie kursu euro. Choć przy założeniu opanowania pandemii w II poł. roku dolar może osłabiać się, to większe trwałe wyzwania dla gospodarek europejskich (w tym wyzwania fiskalne w krajach peryferyjnych) wskazują na większe trwałe osłabienie kursu euro.
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy osłabienia kursu euro wobec dolara na koniec 2020 r. poniżej 1,10 USD/EUR oraz utrzymania słabszego kursu euro wobec franka szwajcarskiego w granicach 1,05 – 1,07 CHF/EUR.

W marcu silniejsze wzmocnienie notowań euro przy stabilizacji kursu dolara



Zdecydowanie korzystniejsze prognozy wzrostu gospodarczego w USA niż w strefie euro

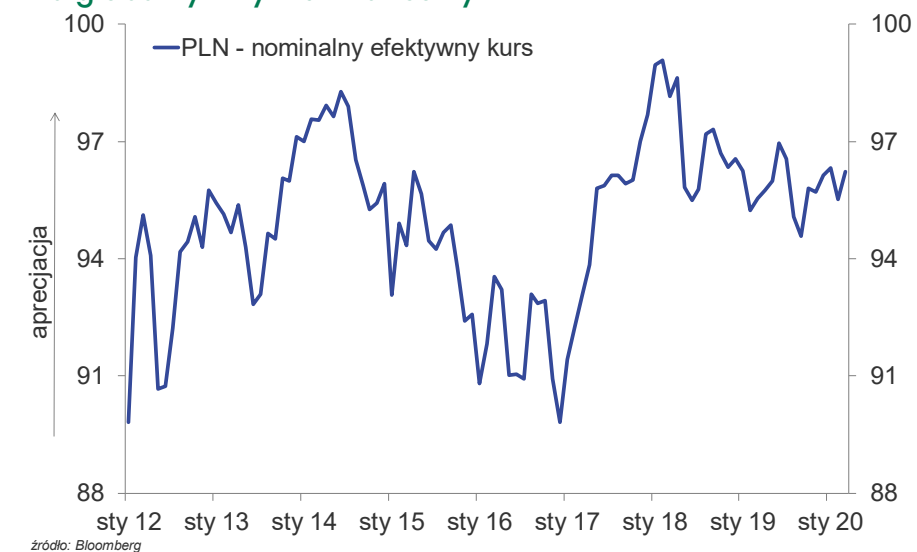




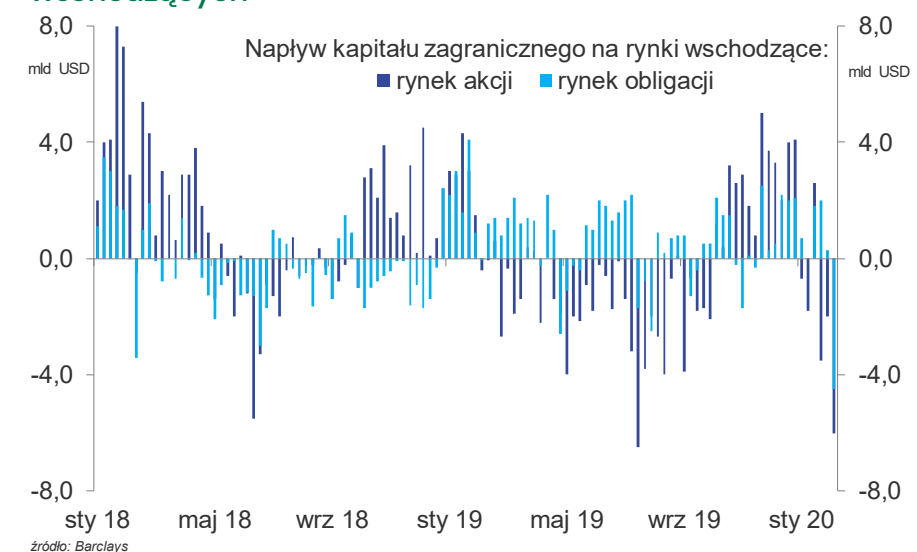
Złoty umiarkowanie odporny na wzrost globalnej premii za ryzyko

- Nasilenie korekt wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, a przede wszystkim gwałtowny wzrost globalnej awersji do ryzyka poskutkowało osłabieniem kursu złotego.
- Bardzo długo złoty utrzymywał się na relatywnie stabilnym poziomie, pomimo silnego odpływu kapitału zagranicznego z rynków wschodzących.
- W części zapewne tej stabilizacji sprzyjało wzmocnienie notowań euro, w części natomiast umiarkowana skala odpływu kapitału zagranicznego z krajowego rynku stopy procentowej. O ile krajowa giełda w minionych dniach silnie traciła na wartości, to przy jej generalnej słabości (praktycznie od kilku lat) zapewne udział inwestorów zagranicznych na tym rynku nie skutkuje już tak silnym wpływem tych notowań na krajowy rynek walutowy.
- Przy założeniu pogorszenia bieżącej sytuacji rynkowej oraz wyższych ryzykach dla kursu euro uważamy, że w krótkim okresie złoty może jeszcze tracić na wartości. Jeżeli natomiast spełni się założenie ograniczenia czynników ryzyka w II poł. roku i także silniejszym odbiciu wzrostu krajowej gospodarki oczekujemy wzmocnienia złotego w tym okresie.
- Wskazywane trwalsze ryzyka dla gospodarek europejskich mogą natomiast ograniczać skalę aprecjacji złotego, stąd zakładamy nieco słabsze notowania złotego na koniec 2020 r. (wobec dotychczasowych prognoz) na poziomie 4,30 PLN/EUR i 4,05 PLN/CHF.
- Bilans ryzyka dla prognozy wskazuje natomiast w całym okresie na wyższe ryzyko słabszego kursu polskiej waluty wobec prognozowanej ścieżki, w szczególności w relacji do franka szwajcarskiego (ryzyko równoczesnej presji na deprecjację złotego oraz aprecjację franka).

Złoty relatywnie stabilny w okresie kryzysowych zmian na globalnym rynku finansowym



Silny odpływ kapitału zagranicznego z rynków wschodzących

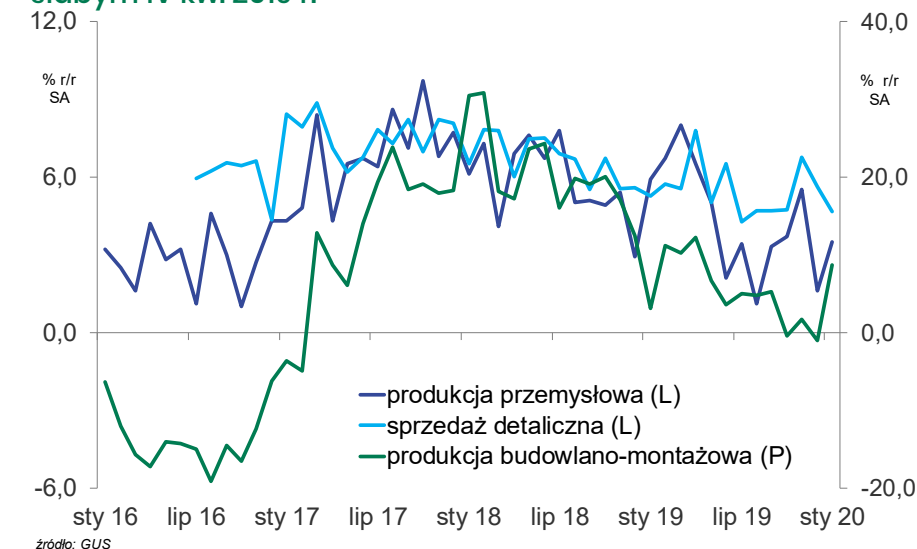




Koronawirus także z silnym negatywnym wpływem na polską gospodarkę

- Po silniejszym spowolnieniu aktywności polskiej gospodarki w IV kw. ub.r. do 3,2% r/r, dane za styczeń dawały szanse na wyhamowanie trendu spowolnienia, przy odbiciu aktywności w przemyśle i bardzo silnym wzroście aktywności w budownictwie (prawie pokrywającym wcześniejsze spadki z całego IV kw).
- Pandemia koronawirusa całkowicie zmienia jednak scenariusz dla krajowej gospodarki na najbliższe kwartały, przy gwałtownej redukcji prognozy wzrostu gospodarczego.
- Na bazie dostępnych informacji oraz prognoz zewnętrznych ośrodków analitycznych dot. sytuacji zagranicznej, oceniamy, że negatywny wpływ pandemii na krajową gospodarkę będzie przebiegał przez kilka kanałów:
 - ograniczenia podażowe, biorąc pod uwagę globalny charakter epidemii i gwałtowne ograniczenie aktywności gospodarczej w Chinach w I kw., jak również w Europie w I poł. br.,
 - ograniczenia popytu zagranicznego, głównie z uwagi na głębokie i długie spowolnienie gospodarcze w Europie, choć w I. 2018–2019 gospodarka polska dobrze poradziła sobie ze skutkami spowolnienia, to obecnie w coraz większym stopniu struktura handlu zagranicznego będzie ciążyła krajowej gospodarce (np. usługi transportowe),
 - gwałtowne ograniczenie popytu w wybranych branżach (turystyka, transport, rekreacja i kultura),
 - generalne ograniczenie popytu konsumpcyjnego w warunkach osłabienia aktywności (zamknięte szkoły, obiekty rekreacji i kultury, generalne ograniczenie aktywności gospodarstw domowych).

W styczniu 2020 r. poprawa danych ze sfery realnej po słabym IV kw. 2019 r.



Wzrost udziału usług w krajowym eksporcie ważny dla stabilizowania aktywności w 2019 r.

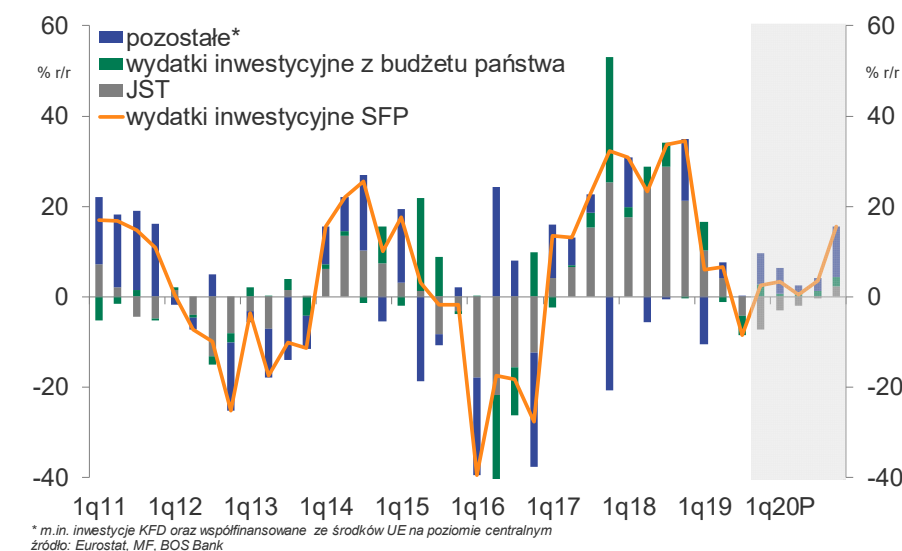




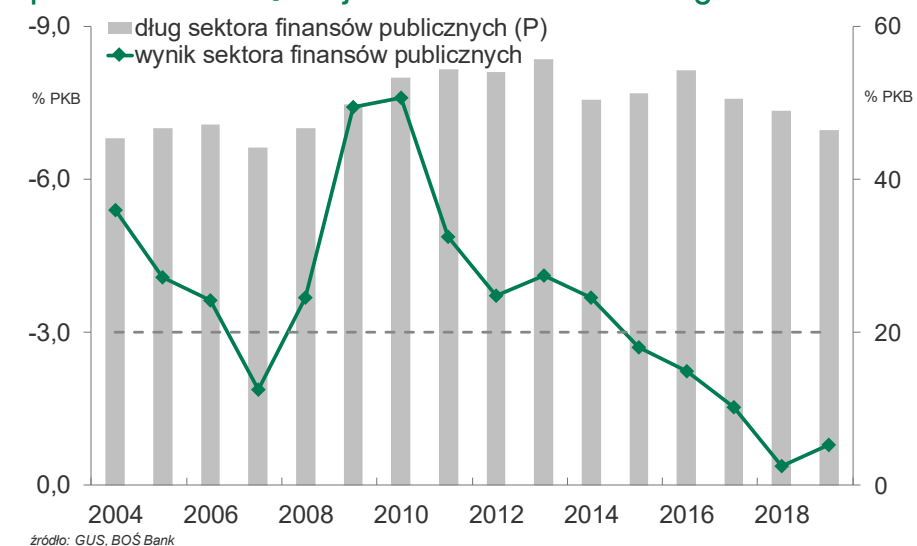
Potencjał dla znaczącego poluzowania polityki fiskalnej może ograniczyć skalę spowolnienia aktywności

- Wśród czynników stabilizujących koniunkturę w gospodarce krajowej, jako najważniejszy uznajemy spory potencjał do luzowania krajowej polityki fiskalnej w nadzwyczajnych warunkach gospodarczych, przy bieżącym niskim poziomie deficytu oraz obniżającym się poziomie długu publicznego (w 2019 r. deficyt SFP na poziomie 0,4% PKB, dotychczasowa prognoza wzrostu w 2020 r. do 0,7% - 0,8% PKB).
- W warunkach tak niestandardowej sytuacji, zakładamy zdecydowanie większą skłonność do poluzowania polityki fiskalnej, a przestrzeń do okresowego wsparcia gospodarki tym kanałem jest spora.
- W obecnych warunkach poluzowanie polityki fiskalnej wydaje się tym ważniejsze, że – oczywiście zakładając okresowość bieżącej sytuacji – nie ma w krajowej gospodarce strukturalnych problemów po stronie popytu (dotychczas brak silnego cyklicznego ograniczenia popytu) i podaży (brak strukturalnych problemów w sektorze przedsiębiorstw, ograniczone współczynniki zadłużenia).
- W ostatnich dniach przedstawiciele rządu wskazywali już na potrzebę uruchomienia pomocy dla najbardziej dotkniętych branż (turystyka i transport), rząd zdecydował także o zaniechaniu wdrażania nowych obciążeń podatkowych (odroczenie podatku cukrowego), w średnim horyzoncie oczekujemy zwiększenia wydatków inwestycyjnych oraz być może dalszego ograniczenia zobowiązań podatkowych i para-podatkowych.
- Wraz z normalizacją aktywności, o ile nie dojdzie do tąpnięcia wyników finansowych firm i silniejszej redukcji zatrudnienia, wzrost popytu krajowego może następować stosunkowo szybko.
- Większa skala wzrostu wydatków publicznych np. inwestycyjnych będzie też bardzo ważna z punktu widzenia częściowego zniwelowania silniejszego i trwalszego spowolnienia aktywności w strefie euro, co przy ograniczeniu eksportu będzie także skutkowało ograniczeniem popytu inwestycyjnego firm.

Pod koniec 2020 r. oczekiwane odbicie inwestycji SFP



Wyraźna poprawa wskaźników fiskalnych stwarza przestrzeń do większej skali luzowania fiskalnego

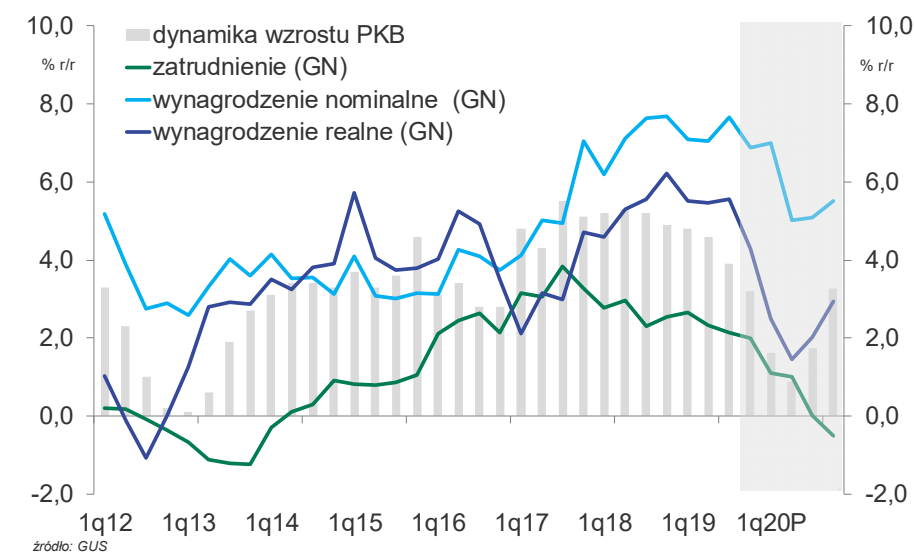




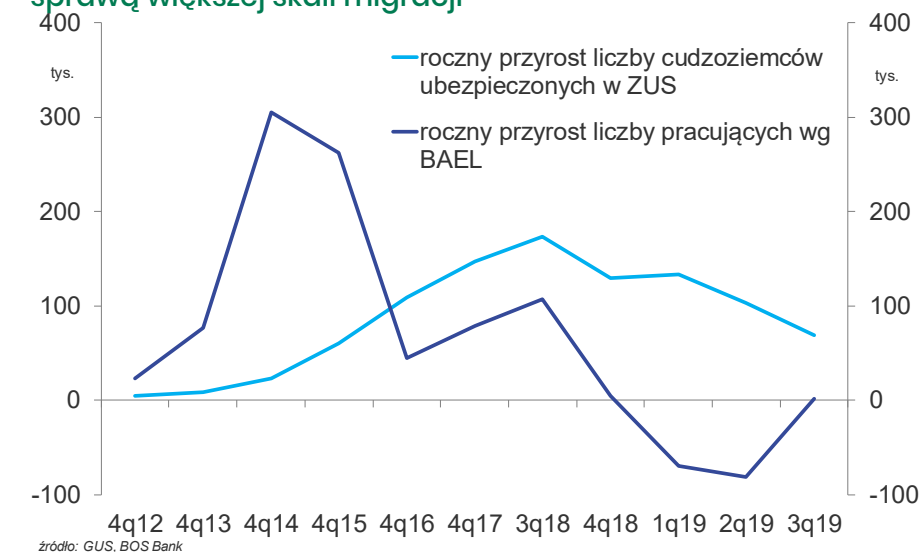
W 2020 r. oczekiwane osłabienie aktywności na rynku pracy

- Zakładamy, że w scenariuszu spadku wartości PKB w ujęciu kwartalnym (w I poł. roku) dojdzie także do pogorszenia sytuacji na krajowym rynku pracy. Dopóki jest szansa na czasowe ograniczenie aktywności i jej silniejsze odbicie w II poł. roku uważamy, że w głównej mierze dojdzie do silniejszego spadku dynamiki wynagrodzeń.
- Jeżeli faktycznie silniejsze ograniczenie popytu krajowego będzie okresowe, skala spadku zatrudnienia powinna być ograniczona, w szczególności w warunkach raczej zgłaszanych przez firmy problemów z dostępnością pracowników (jakkolwiek malejących pod koniec 2019 r.). Trwalszy efekt niższego popytu zagranicznego oraz ograniczeń po stronie podaży będzie jednak skutkował niższym, wobec dotychczasowych oczekiwań, wzrostem zatrudnienia, którego dynamika pod koniec roku może spaść poniżej 0% r/r.
- Biorąc pod uwagę ograniczenia po stronie podaży pracy, niższe tempo wzrostu zatrudnienia będzie w relatywnie mniejszym stopniu, w porównaniu do danych historycznych, wpływać na wzrost stopy bezrobocia. Zapewne w sporej części ograniczenie zatrudnienia będzie skutkowało spadkiem zatrudnienia migrantów, co nie będzie skutkowało adekwatnym wzrostem stopy bezrobocia. Obecnie oczekujemy wzrostu stopy bezrobocia w skali roku o ok. 0,5 – 1,0 pkt. proc. do 6,5 – 7,00% na koniec 2020 r.
- W porównaniu do spowolnienia w 2012 r. czynnikiem stabilizującym sytuację gospodarstw domowych i gospodarki (zakładając okresowość bieżących silnych perturbacji) jest stabilniejsza sytuacja dochodowa i oszczędnościowa konsumentów. Biorąc pod uwagę wciąż solidne tempo wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych pod koniec 2019 r. i jednocześnie silniejsze osłabienie konsumpcji prywatnej zakładamy, że w tym okresie odnotowano wzrost oszczędności gospodarstw domowych.

Stabszy scenariusz na krajowym rynku pracy w 2020 r.



Dotychczasowy wzrost zatrudnienia w dużym stopniu za sprawą większej skali migracji





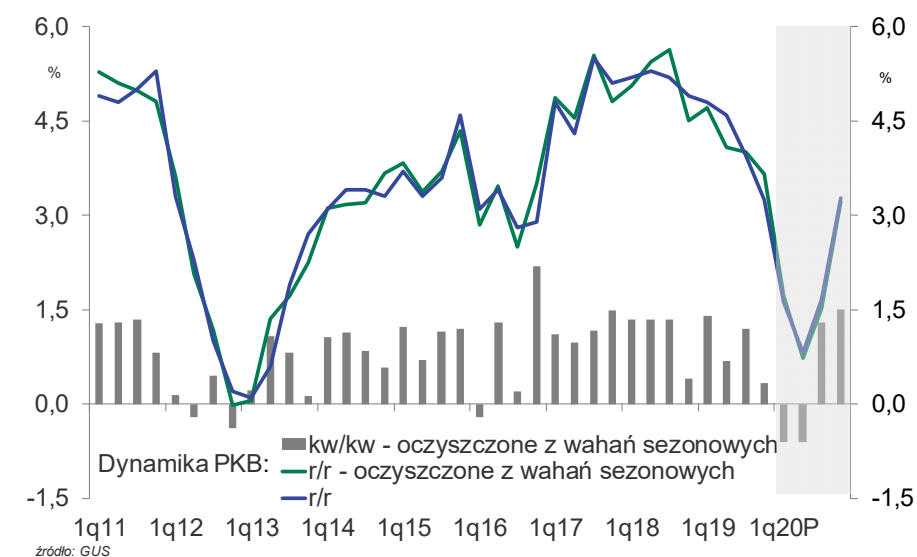
Wysokie ryzyko spadku dynamiki PKB w 2020 r. poniżej 2,0% r/r, w I poł. roku wzrost w okolicach 1,0% r/r

- Choć porównania historyczne w bieżących warunkach trudno uznać za adekwatne dla szacowania prognoz gospodarczych (brak analogicznej sytuacji w przeszłości), zakładamy, że skala pogorszenia wskaźników koniunktury w Europie będzie nieco mniejsza wobec sytuacji w Chinach i odpowiednio słabsza w Polsce w porównaniu do sytuacji w Europie (gdzie np. Włochy doświadczają niekontrolowanego rozwoju epidemii).
- Przy powyższym założeniu kluczowa dla materializacji prognoz będzie okresowość bieżącej, najsilniejszej skali ograniczenia aktywności.
- Zakładając gwałtowne ograniczenie aktywności w najbardziej dotkniętych sektorach (turystyka, transport, rekreacja i kultura) sięgające w skali roku 15% - 20% i jednocześnie zakładając wzrost w sektorach produkcyjnych (tj. brak silnego negatywnego efektu podażowego w tych sektorach gospodarki) oraz w handlu (choć trudno oszacować efekt netto silnego wzrostu popytu na towary tzw. pierwszej potrzeby i jednocześnie obniżenia popytu np. na dobra trwałe, czy też odzież i obuwie) uważamy, że tempo wzrostu gospodarczego może w całym 2020 r. wynieść 1,5% - 2,0% r/r. Silniejsze spowolnienie aktywności w strefie euro silniej dotknie popyt na usługi, jednak rosnący udział w krajowym eksporcie usług biznesowych, teleinformatycznych, telekomunikacyjnych może stabilizować sytuację gospodarczą z uwagi na łatwe możliwości kontynuacji pracy przez systemy zdalne (mniejsze ograniczenia podażowe).
- W pierwszej połowie roku dynamika PKB może obniżyć się w kierunku 1,0% r/r, po czym pod koniec roku silniej wzrosnąć nawet w kierunku 3,0% na przetłomie 2020 i 2021 r. Póki co, większość zewnętrznych ośrodków analitycznych wskazuje na prognozy silniejszego odbicia aktywności na świecie w 2021 r. wraz z redukcją prognoz na 2020 r.
- Powyższe szacunki obarczone są szczególnie wysokim ryzykiem, przy dynamicznie zmieniającej się sytuacji w kontekście zachorowań na świecie i w kraju, napływu nowych informacji dot. decyzji administracyjnych walki z pandemią na świecie i w kraju, jak również dynamicznie zmieniających się warunków na rynkach finansowych.

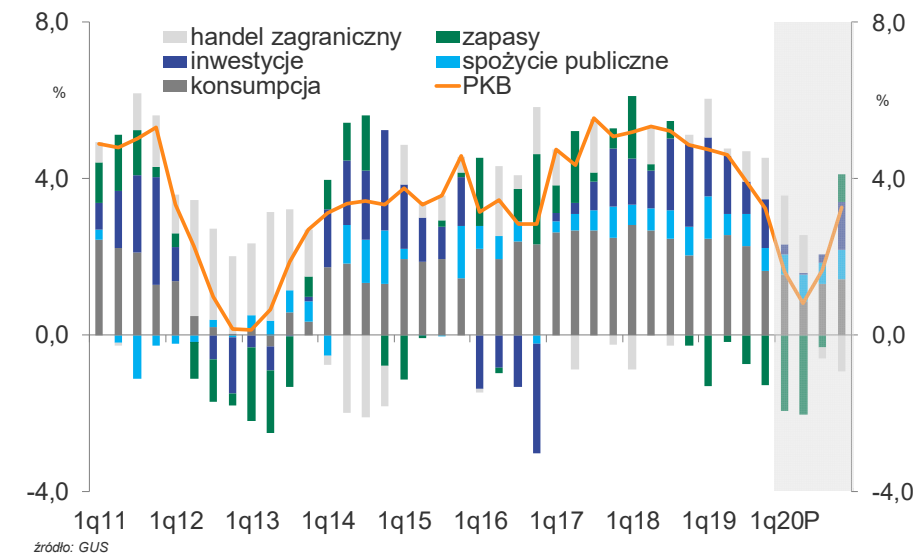
2020-03-13

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W I poł. roku techniczna recesja krajowej gospodarki



Przy założeniu stabilizowania się pandemii w II poł. roku przyspieszenie aktywności

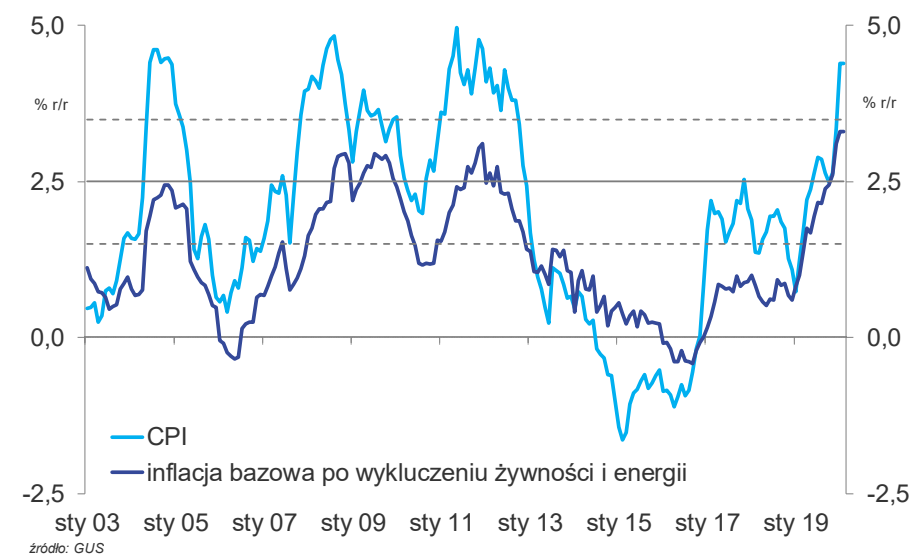




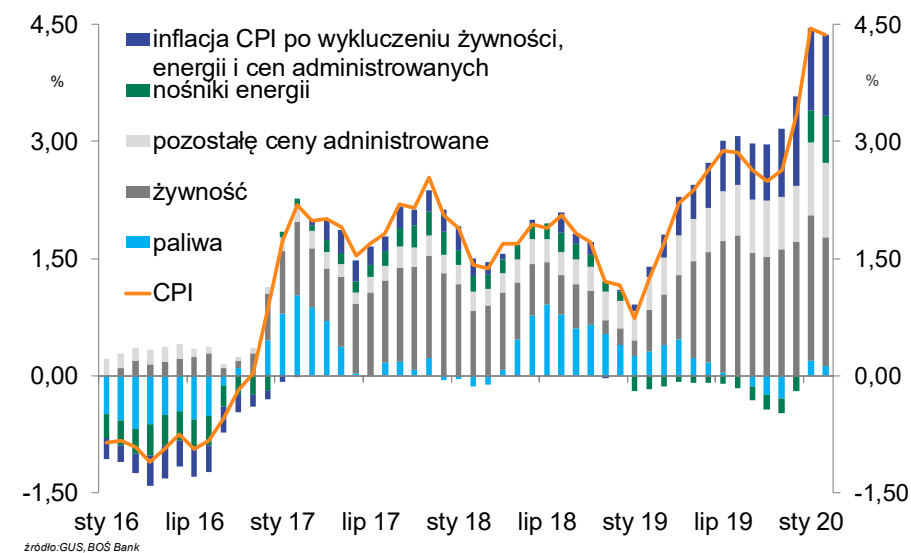
Wyższy wzrost inflacji CPI na przełomie 2019 i 2020 r.

- Na przełomie 2019 i 2020 r. odnotowano silny wzrost inflacji CPI do 3,4% r/r w grudniu ub.r. oraz 4,3% r/r w styczniu i 4,7% r/r w lutym 2020 r.
- Sam wzrost inflacji był zgodny z oczekiwaniami i także zgodnie z założeniami dotyczył praktycznie wszystkich głównych kategorii koszyka inflacji. Jednocześnie skala tego wzrostu okazała się silniejsza od naszych założeń, głównie ze względu na silniejszy wzrost cen żywności (silniejszy efekt kolejnej fali wzrostu cen wieprzowiny) oraz silniejszy wzrost cen dóbr i usług, na które istotny wpływ mają decyzje administracyjne (np. wywóz śmieci).
- Przy wyższym punkcie startowym nie zmienia się nasza prognoza generalnego spadku inflacji CPI kolejnych miesiącach, w szczególności od II kw. wobec obserwowanego gwałtownego spadku cen niektórych usług w związku z rozprzestrzenianiem się epidemii (ceny biletów kinowych, biletów lotniczych, wycieczek turystycznych) oraz założeniu silniejszego wpływu efektów bazy.
- Większa skala wzrostu cen administrowanych, jak również wyższe wzrosty cen surowców żywnościowych, oddziaływać będzie w kierunku podwyższenia ścieżki inflacji w całym 2020 r.
- Jednocześnie skalę tego wzrostu będzie ograniczać znacznie silniejsze, wobec dotychczasowych oczekiwań, spowolnienie sytuacji gospodarczej, w tym popytu konsumpcyjnego oraz średniorocznie niższy od dotychczasowych założeń poziom cen paliw.
- W rezultacie tych znoszących się efektów prognoza inflacji na 2020 r. na poziomie 3,3% w ujęciu średniorocznym nie zmieniła się w stosunku do naszej prognozy z grudnia ub.r.

Dynamiczny wzrost inflacji CPI na przełomie 2019 i 2020 r.



Na przełomie roku silniejsze wzrosty cen praktycznie we wszystkich grupach koszyka inflacyjnego

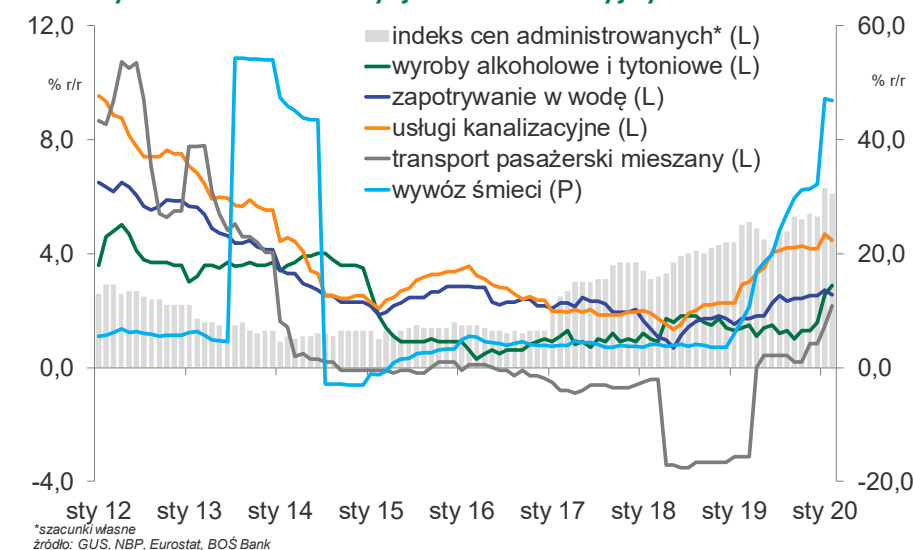




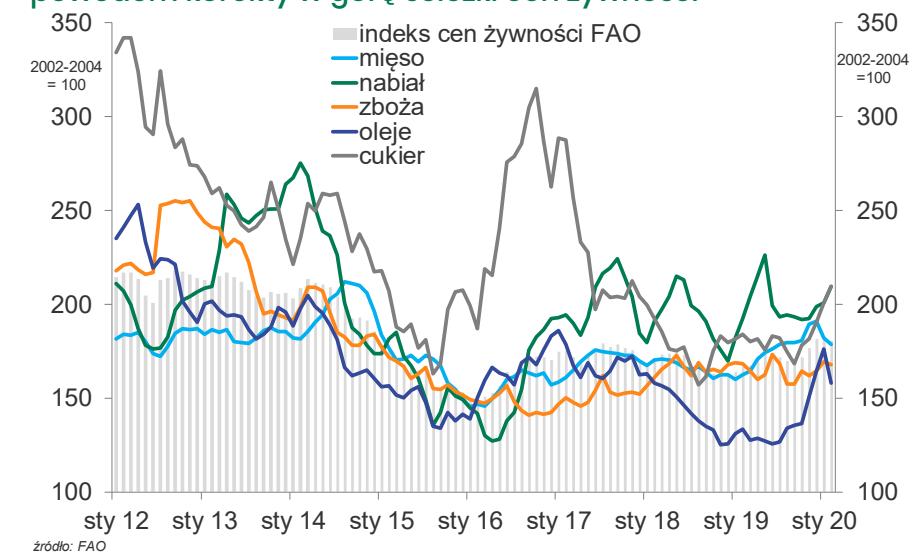
W 2020 r. korekta w górę ścieżki inflacji z powodu wyższych wzrostów cen żywności oraz towarów i usług o wysokim znaczeniu decyzji administracyjnych na ceny

- Już w 2019 r. odnotowano wyraźny wzrost cen w kategorii cen towarów i usług, na które w istotnym stopniu wpływają decyzje administracyjne, co jest związane z generalnym trendem wzrostu kosztów oraz kilkuletnim okresem bardzo niskiego wzrostu cen.
- Z początkiem 2020 r. dodatkowo podwyżka cen energii, wzrost akcyzy na alkohol i paliwa jak również kolejne, dynamiczne podwyżki opłat związanych z mieszkaniem poskutkowały silniejszym wzrostem indeksu. Biorąc pod uwagę, że większość zmian tych cen dokonuje się z początkiem roku, jak również, że mają one charakter trwały oczekujemy utrzymania podwyższonego poziomu indeksu CPI przez cały 2020 r. Choć w trakcie roku wzrosnie efekt bazy np. dla cen odbioru śmieci, to jednak w kolejnych miesiącach będą jeszcze dokonywane podwyżki cen w wielu miastach i gminach.
- W 2020 r. oczekujemy także utrzymania wysokiej kontrybucji wzrostu cen żywności we wzrost inflacji CPI, nieco wyższej niż w 2019 r. na co wpływa: - kolejna fala silnych wzrostów cen mięsa wieprzowego pod koniec 2019 r., - wyższe ceny surowców żywnościowych (poza mięsem) z początkiem 2020 r.. Powyższe czynniki podwyższają ścieżkę cen żywności, wobec naszych wcześniejszych założeń.
- W trakcie roku oczekujemy spadku dynamiki cen żywności nie oczekując tak niekorzystnych warunków meteorologicznych na rynku owoców i warzyw, jak to miało miejsce w 2019 r. Z drugiej strony przy bieżących informacjach dot. problemów suszowych trudno też oczekiwać dynamicznego, korekcyjnego spadku cen.

W 2020 r. kumulacja podwyżek cen towarów i usług o istotnym znaczeniu decyzji administracyjnych



Mniejsze korzystne tendencje na rynku surowców rolnych powodem korekty w górę ścieżki cen żywności

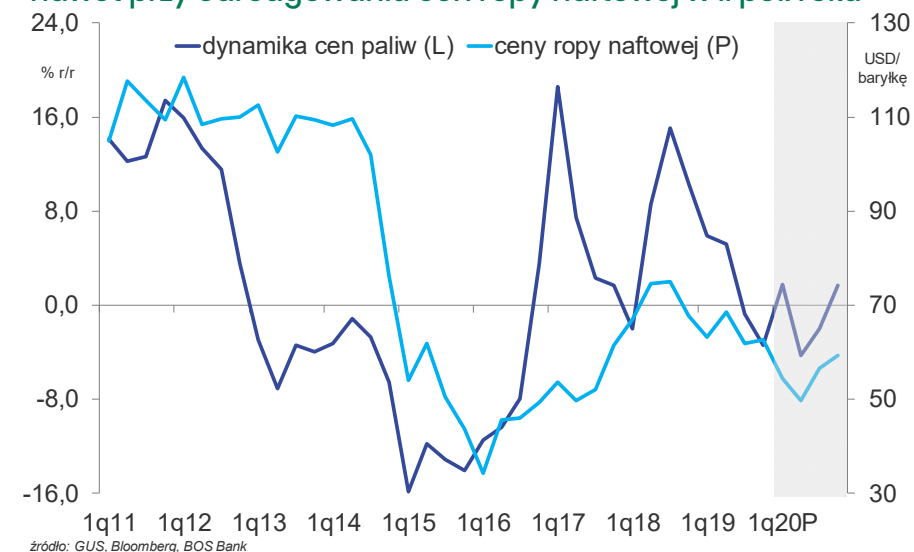




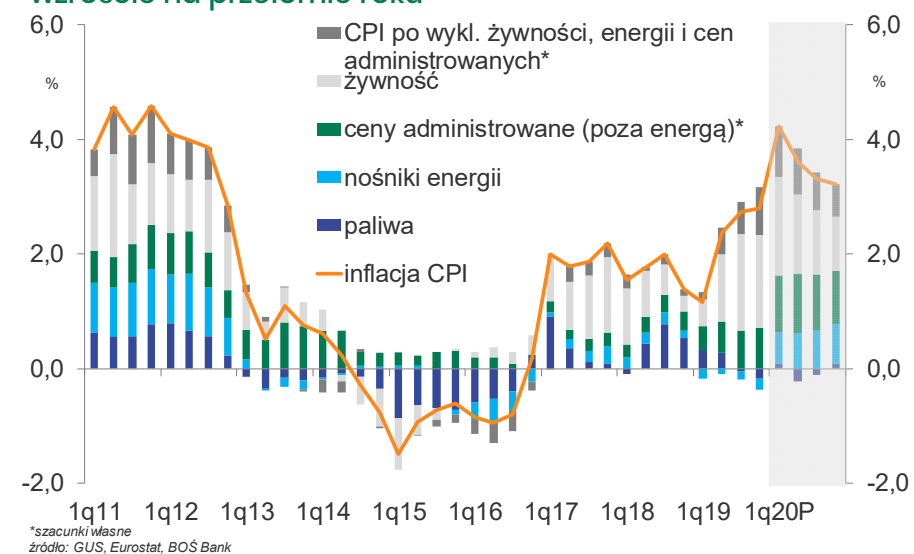
W trakcie 2020 r. ograniczać inflację będą ceny paliw oraz słabsza koniunktura gospodarcza

- W 2020 r. w kierunku spadku inflacji oddziaływać będą z kolei ceny paliw, nawet przy założeniu wzrostu cen ropy naftowej w II poł. 2020 w kierunku 60 USD/baryłkę. Bieżący silniejszy spadek cen ropy będzie dodatkowo zaniżał dynamikę cen paliw w nadchodzących miesiącach.
- W trakcie roku oczekujemy wyraźnego trendu spadkowego indeksu cen po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych z uwagi na niższe tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego, niższe wzrosty kosztów pracy i cały czas niskie koszty importu.
- W poprzednich rundach progностycznych wskazywaliśmy na ryzyka dla tej prognozy związane z dotychczasową presją kosztową firm. Jednak silniejsza skala spowolnienia aktywności, w dużym stopniu silnie dotykająca części usług konsumpcyjnych (turystyka, transport, rekreacja i kultura) zmienia w naszej ocenie ten bilans ryzyka i wskazuje na perspektywę wyraźnego spadku indeksu.
- Choć oczywiście w pewnej grupie produktów może dochodzić do silniejszego wzrostu cen (w szczególności towarów), to jednak nie zakładając gwałtownych problemów podażowych, fakt solidnego spadku cen usług po okresie bardzo silnego ograniczenia aktywności gospodarstw domowych będzie skutkował szybkim spadkiem indeksu.
- Szacujemy, że wskaźnik średnioroczny inflacji CPI wyniesie w 2020 r. 3,3% r/r, wobec 2,3% r/r w 2019 r., przy silnym wzroście cen administrowanych (nośniki energii, alkohol i tytoń, opłaty związane z mieszkaniem i transportem), wysokim wzroście cen żywności oraz opóźnionych efektów wcześniejszego wzrostu cen z tytułu efektów cyklicznych.
- Po silnym wzroście inflacji CPI w I kw. w kierunku 4,5% r/r, w II kw. oczekujemy obniżenia indeksu w kierunku 3,5% r/r, przy: - wyraźnym spadku cen niektórych usług w reakcji na epidemię koronawirusa (turystyka, transport, rekreacja i kultura), - niższej kontrybucji cen żywności (w kwietniu 2019 r. pierwszy, silny wzrost cen wieprzowiny) oraz paliw (efekty bazy oraz zakładane utrzymanie obniżonych cen ropy naftowej do połowy 2020 r.).

W kolejnych kwartałach bardzo niska dynamika cen paliw, nawet przy odreagowaniu cen ropy naftowej w II poł. roku



W trakcie 2020 trend spadkowy inflacji CPI, po silnym wzroście na przełomie roku

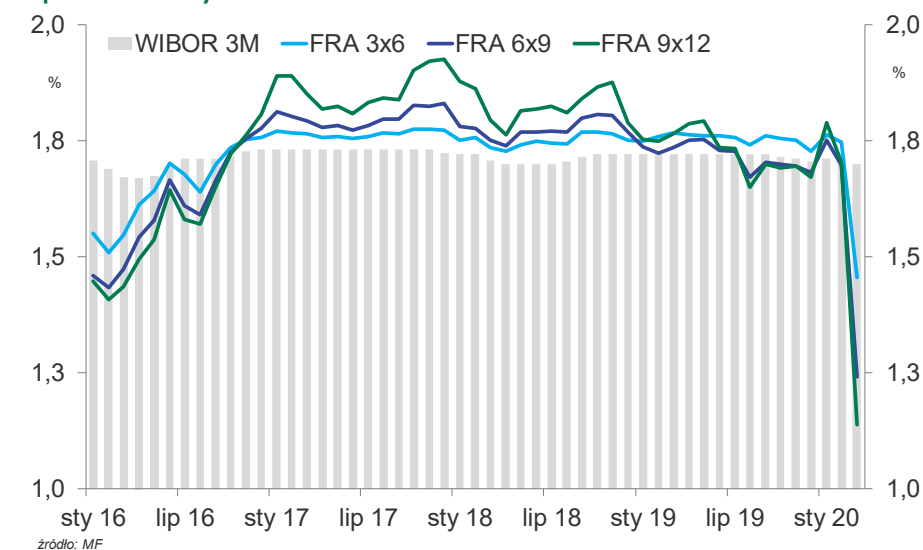




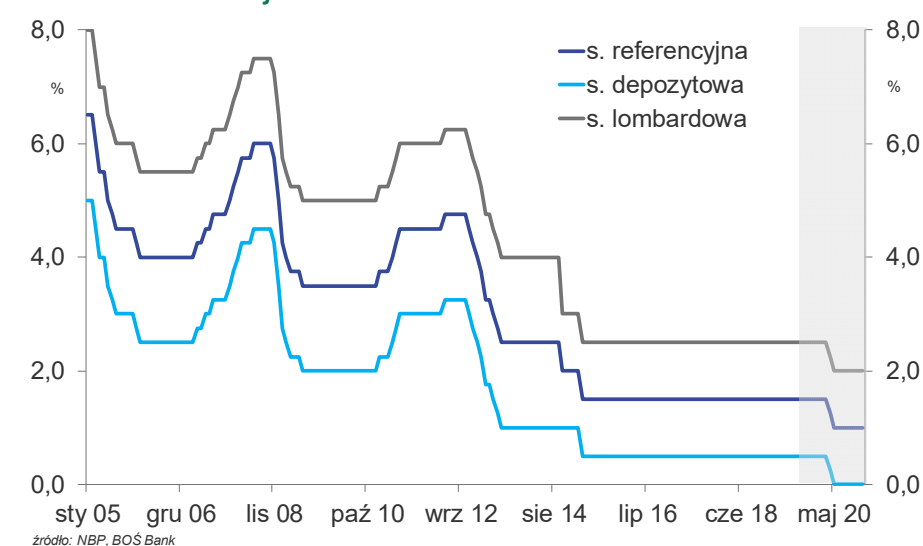
RPP obniży stopy procentowe łącznie o 50 pkt. baz.

- Choć powszechna jest zgoda co do mniejszej skuteczności polityki monetarnej (w porównaniu do polityki fiskalnej) w warunkach oczekiwanego szokowego spowolnienia spowodowanego epidemią, przy tak silnym oczekiwanym osłabieniu aktywności trudno będzie Radzie utrzymać bez zmian nastawienie w polityce pieniężnej.
- Jednocześnie, biorąc pod uwagę ograniczoną skuteczność luzowania polityki pieniężnej oraz rosnące ryzyka dla kursu złotego wraz ze wzrostem ryzyka dla gospodarki, jak również potencjalny negatywny wpływ zbyt silnej skali redukcji stóp na krajowy sektor bankowy, uważamy, że skala redukcji stóp będzie ograniczona.
- Prognozujemy, że Rada obniży stopy procentowe łącznie o 50 pkt. baz., w skali 0,25 pkt. baz. na posiedzeniach w kwietniu i maju. Sądzymy także, że RPP może zdecydować się na zapowiedź przygotowania operacji dostarczających płynność długoterminową dla sektora bankowego (na kształt LTRO EBC) na wypadek pogłębienia / wydłużenia w czasie sytuacji kryzysowej.
- Choć obecna nadpłynność sektora bankowego nie wydaje się wskazywać na taką potrzebę, to mniej stabilna sytuacja rynkowa oraz potencjalne wyższe ryzyka dla gospodarki i sektora mogą skutkować wyprzedzającą i zabezpieczającą decyzją banku centralnego. Gdyby skala stresu rynkowego wzrosła, skutkując ograniczeniem dostępności dla krajowych banków finansowania w walutach obcych w postaci FX swap, NBP zapewne przypomni o możliwości zawarcia transakcji FX swap przez banki komercyjne z bankiem centralnym.

Rynki finansowe oczekują znaczącej skali redukcji stóp procentowych



Oczekujemy redukcji stóp procentowych na posiedzeniu w kwietniu i maju

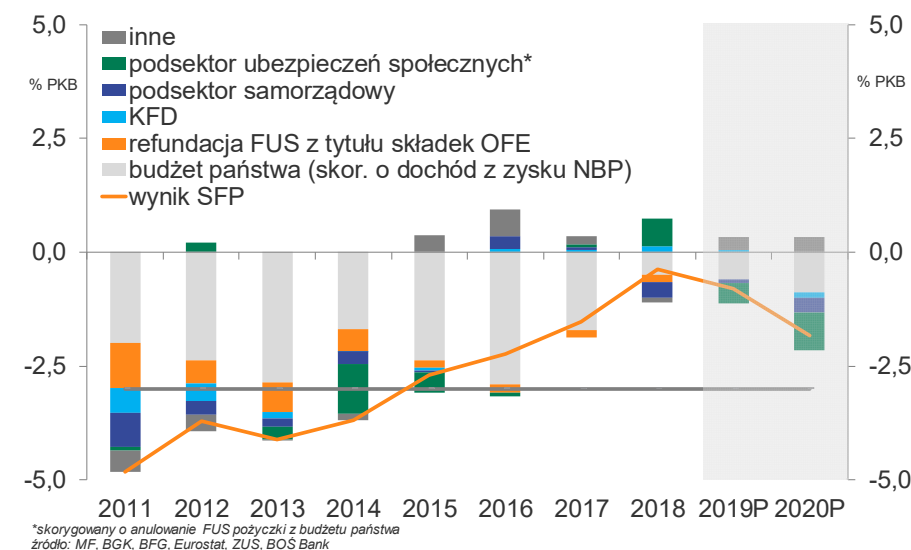




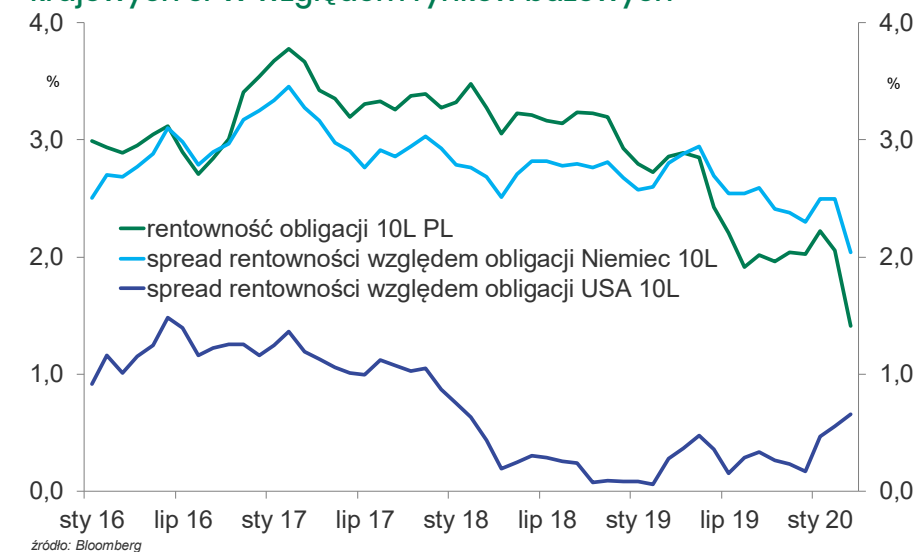
Zakładając poluzowanie polityki fiskalnej w 2020 r. silniejszy wzrost deficytu SFP, rentowności obligacji pod wpływem sytuacji globalnej

- W warunkach silniejszej skali spowolnienia gospodarczego i tym samym słabszej bazy dochodowej, jak również zakładanego przez nas zwiększenia wydatków, oczekujemy, że deficyt SFP będzie w 2020 r. wyższy, wobec dotychczasowych szacunków i wyniesie ok. 1,7% – 2,0% PKB.
- W 2020 r. dojdzie do skokowego wzrostu deficytu i wzrostu potrzeb pożyczkowych, niemniej z punktu widzenia fundamentów, w dalszym ciągu sytuację fiskalną będzie można oceniać jako stabilną, przy globalnym efekcie silnego wzrostu zadłużenia sektora publicznego. Na tle sytuacji w Europie trudno też wskazywać na jakiegokolwiek czynniki ryzyka z tytułu krajowej sytuacji fiskalnej.
- W związku z korektą prognoz, w scenariuszu bazowym oczekujemy nowelizacji budżetu, przy braku możliwości zbilansowania budżetu państwa w warunkach silnej redukcji prognoz gospodarczych. Jednocześnie, przy sporej przestrzeni dla poluzowania polityki fiskalnej w nadzwyczajnych warunkach gospodarczych, uważamy, że takie działanie będzie jedynie formalnością.
- Wyższe potrzeby pożyczkowe będą miały ograniczony wpływ na rentowności krajowych obligacji skarbowych w średnim okresie.
- Decydujący dla notowań cen polskich obligacji będzie dalszy rozwój pandemii i poziom globalnej awersji do ryzyka. W okresie kulminacji ryzyka oczekujemy silnego wzrostu spreadów obligacji krajowych wobec ich odpowiedników na rynkach bazowych. W kolejnych kwartałach spready mogą stopniowo obniżać się, choć rentowności papierów na rynkach bazowych będą rosły, co przekłada się na prognozę wahania rentowności krajowych SPW na dłuższym końcu krzywej w okolicach 2,00%.
- W średnim okresie także to sytuacja zewnętrzna – gł. ewentualne ryzyka fiskalne w Europie mogą wpływać na ceny papierów skarbowych ograniczając spadek rentowności z tytułu stabilizowania się sytuacji rynkowej z tytułu pandemii.

Wyraźny wzrost deficytu SFP w 2020, wciąż bezpiecznie poniżej 3,0% PKB



Póki co ograniczona skala wzrostu spreadu rentowności krajowych SPW względem rynków bazowych



Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,1	1,9
Popyt krajowy	% r/r	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,3	3,5	1,8
Spożycie indywidualne	% r/r	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,3	3,9	2,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,9	6,9	2,5
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	2,0	-1,3	0,6	0,8	0,3	0,0	0,8	0,2
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1656,9	1720,4	1800,2	1861,1	1989,4	2115,2	2265,0	2380,4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,1	-1,0	0,8	1,1
	mld EUR	-5,0	-8,5	-2,4	-2,2	0,3	-5,0	4,2	6,2
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,5	13,0	10,0	11,1	15,7	14,1	16,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	13,5	12,3	10,5	8,9	7,3	6,1	5,4	5,7
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,3	2,6	2,3	0,4
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,4	3,6	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,9
	% r/r, real.	2,5	3,6	4,3	4,4	3,2	5,4	4,8	3,0
Inflacja CPI	% r/r, śr.	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,3
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	2,0	2,6
Depozyty ogółem	% r/r	5,7	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	8,7	6,6
Kredyty ogółem	% r/r	3,7	6,8	6,9	4,9	3,8	7,1	6,3	3,6
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-0,8	-1,8
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	55,7	50,4	51,3	54,2	50,6	48,9	46,4	46,5
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	1,00	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00
WIBOR 3M	%, k.o.	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	1,10
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	2,99	1,78	1,56	2,01	1,69	1,33	1,56	1,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3,77	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	1,80	1,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	4,32	2,51	2,94	3,62	3,29	2,81	2,11	2,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,94
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,38	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,05
założenia zewnętrzne		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P
PKB - USA	% r/r	1,8	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	1,5
PKB - strefa euro	% r/r	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	-0,6
PKB - Chiny	% r/r	7,8	7,4	7,0	6,8	6,9	6,8	6,2	4,7
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,5	1,5	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	1,9
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,3	0,3	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	1,0
Stopa funduszy federalnych Fed**	%, k.o.	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	0,50
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	1,91	0,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3,05	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	1,25
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,38	-0,40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,94	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,45
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-0,69	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,37	1,22	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,09
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	108,7	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	54,7

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		1q19	2q19	3q19P	4q19	1q20P	2q20P	3q20P	4q20P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,8	4,6	3,9	3,2	1,6	1,0	1,7	3,2
Popyt krajowy	% r/r	3,9	4,6	3,3	2,2	0,4	-0,3	1,9	4,5
Spżycie indywidualne	% r/r	3,9	4,4	3,9	3,3	2,4	1,8	2,4	2,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,2	9,1	4,7	4,9	2,1	0,3	1,2	4,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,9	0,0	0,6	1,0	1,2	1,3	-0,2	-1,3
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,6	-0,4	0,2	0,8	1,2	1,4	1,3	1,1
	mld EUR	2,1	0,9	-0,2	1,4	4,2	2,0	-0,6	0,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,9	5,3	5,1	5,2	5,4	5,2	5,5	5,8
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,7	2,3	2,1	2,0	1,1	1,0	0,0	-0,5
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,1	7,0	7,7	6,9	7,0	5,0	5,1	5,5
	% r/r, real.	5,8	4,5	4,7	3,9	2,4	1,6	2,2	2,8
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	1,7	2,6	2,6	3,4	4,3	3,2	3,1	2,9
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	1,4	1,9	2,4	3,1	2,8	2,8	2,7	2,6
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,72	1,72	1,71	1,60	1,10	1,10	1,10
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,68	1,59	1,45	1,56	1,30	1,20	1,15	1,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,21	1,98	1,74	1,80	1,70	1,65	1,80	1,90
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	2,84	2,40	2,01	2,11	2,00	1,85	2,00	2,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,30	4,25	4,37	4,26	4,35	4,33	4,31	4,30
PLN/USD	PLN, k.o.	3,84	3,73	4,00	3,80	3,92	3,94	3,95	3,94
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,85	3,83	4,03	3,92	4,10	4,08	4,06	4,05

założenia zewnętrzne		1q19	2q19	3q19P	4q19	1q20P	2q20P	3q20P	4q20P
PKB - USA	% r/r	2,7	2,3	2,1	2,3	1,6	1,1	1,5	1,8
PKB - strefa euro	% r/r	1,4	1,2	1,2	0,9	-0,3	-0,9	-0,8	-0,5
PKB - Chiny	% r/r	6,4	6,2	6,0	6,0	2,5	3,8	6,0	6,5
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	2,50	2,50	2,00	1,75	0,75	0,50	0,50	0,50
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	1,91	0,80	0,60	0,60	0,60
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,41	2,01	1,67	1,92	0,50	0,60	0,85	1,25
Stopa repo EBC	%, k.o.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,38	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,07	-0,33	-0,58	-0,19	-0,85	-0,75	-0,60	-0,45
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-0,69	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,12	1,14	1,09	1,12	1,11	1,10	1,09	1,09
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	63,3	68,5	61,9	62,6	54,5	49,7	56,7	58,0

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz)

źródła danych historycznych: NBP, GUS, 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 jakiegokolwiek 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.