

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

5 czerwca 2020

Gospodarcza odwilż po (?) 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

- Na przełomie I i II kw. doszło do kryzysowego pogorszenia sytuacji na globalnym rynku finansowym w reakcji na rozprzestrzenianie się epidemii COVID-19 w Europie i USA. Zamrożenie aktywności gospodarczej części gospodarek na świecie poskutkowało pogorszeniem wskaźników koniunktury gospodarczej do niespotykanych wcześniej poziomów i wzrostem oczekiwań na najgłębszą od dziesięcioleci recesję w gospodarce światowej.
- Silne poluzowanie polityki monetarnej i antykryzysowe rozluźnienie polityki fiskalnej na bezprecedensową skalę w rozwiniętych gospodarkach, jak również stopniowe znoszenie obostrzeń administracyjnych w trakcie II kw. poskutkowało częściowym pozytywnym odreagowaniem nastrojów na rynkach finansowych.
- Znacząca skala poluzowania polityki gospodarczej będzie łagodziła spadek wartości PKB, który w USA i strefie euro może sięgnąć 6%-8% w 2020 r. Jednocześnie wzrost deficytów budżetowych o 6%-10% PKB oddają skalę utraconej aktywności w następstwie pandemii.
- W warunkach spowolnienia gospodarki globalnej, ale przede wszystkim zamrożenia części krajowej aktywności, oczekujemy spadku PKB w Polsce o ok. 2% w 2020 r. z ryzykiem głębszej recesji. Oczekujemy wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego do ponad 7% na koniec roku.
- Skalę recesji w Polsce będzie ograniczać łagodniejsze w porównaniu do wielu krajów restrykcje, zakładany brak eskalacji ryzyka epidemiologicznego, co powinno sprzyjać szybszemu powrotowi podmiotów do życia społecznego i gospodarczego, jak również podejmowane działania fiskalne, w tym ograniczające skalę utraty miejsc pracy i zwiększające publiczne wydatki inwestycyjne. W warunkach pandemii krajowy deficyt SFP wzrośnie w 2020 r. w kierunku 9,0% PKB.
- Przy tąpnięciu notowań ropy naftowej na globalnym rynku silna deflacja cen paliw poskutkowała skokowym spadkiem inflacji w II kw. poniżej 3,0% r/r. Prognozujemy, że do końca roku inflacja obniży się w kierunku 2,0% w warunkach cyklicznego obniżenia dynamiki cen. Skalę spadku inflacji będą ograniczać dotychczasowe podwyżki cen administrowanych.
- RPP od marca do maja obniżyła stopę referencyjną o 140 pkt. baz. do 0,10%. W naszej ocenie Rada zakończyła cykl luzowania polityki pieniężnej i na tym poziomie stopy pozostaną przynajmniej do końca tego roku. Jednocześnie NBP rozpoczął operacje strukturalne skupu obligacji skarbowych oraz papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa.
- Łagodzenie polityki pieniężnej ogranicza i będzie ograniczać presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych pomimo odpływu kapitału zagranicznego z rynku i jednoczesnego zwiększenia o ok. 130 mld zł potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa w 2020 r. Polityka banku centralnego może jednak w dłuższym okresie hamować skalę aprecjacji złotego.



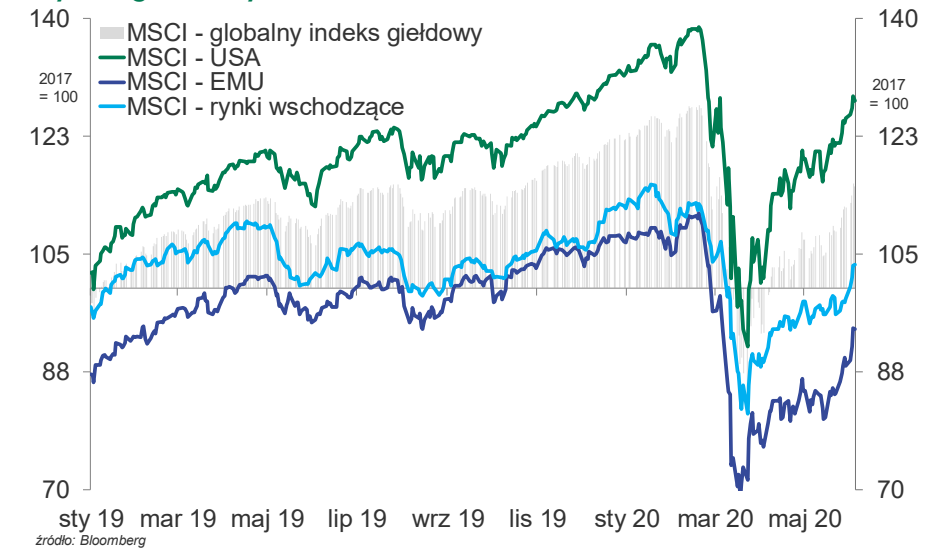
Pod koniec I kw. gwałtowny wzrost globalnej premii za ryzyko, w II kw. pozytywne odreagowanie

- Po gwałtownej wyprzedaży aktywów o wyższym profilu ryzyka w lutym i przez większą część marca, na przełomie marca i kwietnia sytuacja rynkowa zaczęła poprawiać się i już w wolniejszym tempie i przy pewnej zmienności była kontynuowana w trakcie II kw.
- W całym I kw. miało miejsce silne obniżenie rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych do historycznie niskich poziomów i stabilizację blisko tych poziomów w II kw. Globalny kryzys wpłynął także silniej na dotychczas zdecydowanie spokojniejsze rynki walutowe, przy silnym odpływie kapitału z rynków wschodzących w I kw. oraz stopniowym ograniczeniu tego odpływu w II kw. Wyższą zmienność, bez jednoznacznego kierunku, notował także kurs USD/EUR.
- Silne pogorszenie sytuacji rynkowej w marcu było pochodną gwałtownego rozprzestrzeniania się pandemii koronawirusa w Europie i w USA i tym samym materializującego się scenariusza głębokiej recesji w gospodarce globalnej.
- Jednocześnie późniejsze stopniowe odreagowanie notowań aktywów o wyższym profilu ryzyka w dużym stopniu było efektem równie bezprecedensowej skali poluzowania polityki monetarnej i fiskalnej w krajach rozwiniętych oraz stopniowego zahamowania rozprzestrzeniania się pandemii za sprawą obostrzeń administracyjnych (aczkolwiek kosztownych dla globalnej koniunktury).
- Choć sytuacja na rynku finansowym w II poł. kwietnia i w maju była mniej zmienna niż na przełomie I i II kwartału, to w dalszym ciągu, w porównaniu do sytuacji sprzed pandemii, charakteryzowała się wyższą zmiennością w reakcji na napływające zróżnicowane informacje dot. liczby zachorowań, publikacji danych makroekonomicznych, luzowaniu polityki pieniężnej oraz fiskalnej i tym samym zmieniające się oczekiwania najpierw co do skali recesji, a potem co do tempa ożywienia aktywności.
- Przy zdecydowanym zróżnicowaniu w zakresie możliwości wsparcia gospodarczego rynków rozwiniętych wobec rynków wschodzących od początku roku silnie pogłębiło się zróżnicowanie wyników na rynkach finansowych tych grup aktywów.

2020-06-5

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Zahamowanie gwałtownej wyprzedaży na globalnym rynku giełdowym...



...i ustabilizowanie notowań na rynkach walutowym i stopy procentowej po gwałtownym wzroście zmienności w marcu





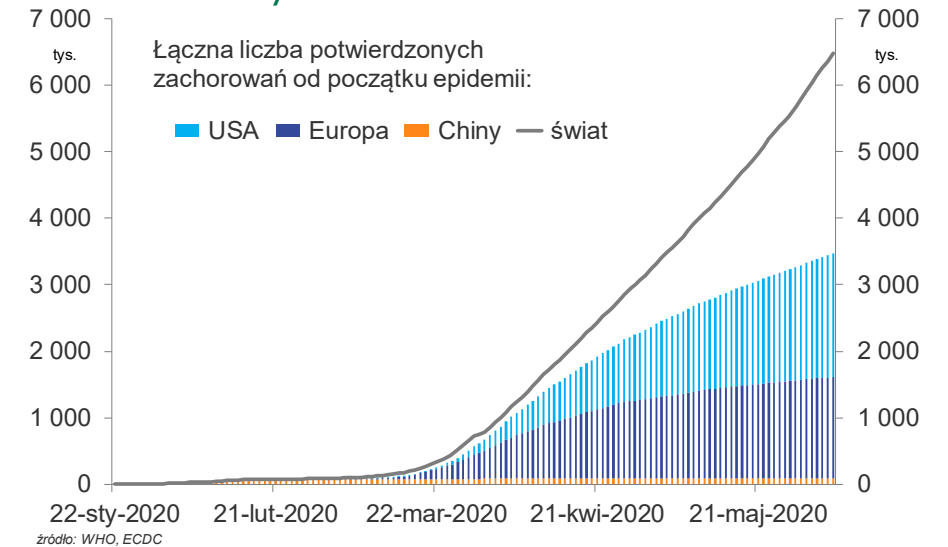
Bezprecedensowa skala spowolnienia aktywności na skutek pandemii COVID-19

- W lutym, począwszy do Włoch epidemia koronawirusa „rozlała się” na całą Europę, w marcu miał miejsce gwałtowny wzrost liczby zachorowań w USA, a w kwietniu i maju w w pozostałych częściach świata (Rosji, Turcji, Ameryce Łacińskiej).
- W efekcie w większości krajów doszło do czasowego (6-8-tygodniowego) ograniczenia aktywności społecznej i gospodarczej w celu ograniczenia rozprzestrzeniania wirusa. Skala „zamrożenia” poszczególnych gospodarek była zróżnicowana w zależności od sytuacji epidemiologicznej - od zamknięcia większości (poza niezbędnymi do funkcjonowania państwa) sektorów (np. Włochy, Hiszpania), przez ograniczenie działalności handlu i usług o najistotniejszym ryzyku zarażenia (np. Niemcy, Polska) poprzez ograniczenie jedynie dużych zgromadzeń i imprez (np. Szwecja).
- Skala lockdownu gospodarek poskutkowała bezprecedensową spadkiem aktywności gospodarczej na świecie, wskaźniki koniunktury obniżyły się do nienotowanych w historii badań poziomów. Jednocześnie tak jak „wojny handlowe” w ostatnim okresie obniżyły koniunkturę w globalnym przemyśle, tak pandemia najsilniej dotknęła sektora usług.
- Przy szerszym zasięgu terytorialnym zamrażania gospodarek w Europie w porównaniu np. z Chinami (część kraju), spadek wskaźników koniunktury w Europie był dużo silniejsza niż wcześniejsze pogorszenie koniunktury w Chinach. Pomimo istotnej skali zamrożenia gospodarki USA relatywnie słabiej obniżyły się wskaźniki koniunktury wśród amerykańskich przedsiębiorców, co może jednak wynikać z ich mniejszych obciążeń kosztami pracy w okresie pandemii i większą elastycznością dostosowania do obniżonej aktywności.
- Dane z chińskiej gospodarki, wskaźniki koniunktury oraz dane ze sfery realnej, wskazują, że wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej następuje skokowa poprawa aktywności, niemniej nie do poziomów sprzed pandemii. Taka sytuacja wynika ze: - skali spowolnienia aktywności, - ogólnoświatowego charakteru pandemii (i globalnego silnego spowolnienia), - utrzymujących się obaw podmiotów gospodarczych przed nawrotem epidemii i większą ostrożnością co do podejmowanej aktywności.

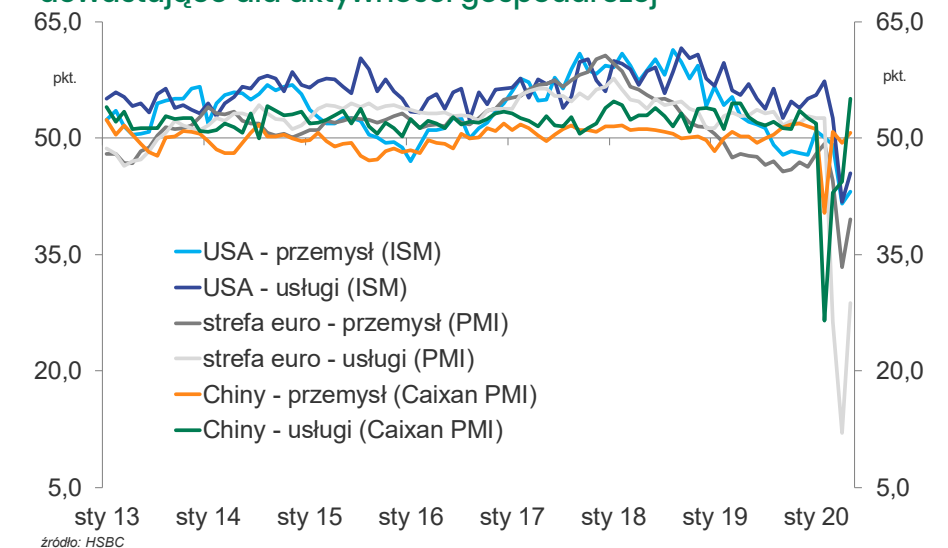
2020-06-5

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Od marca gwałtowny wzrost liczby zachorowań na COVID-19 na całym świecie



Konieczne działania ograniczające rozwój choroby dewastujące dla aktywności gospodarczej

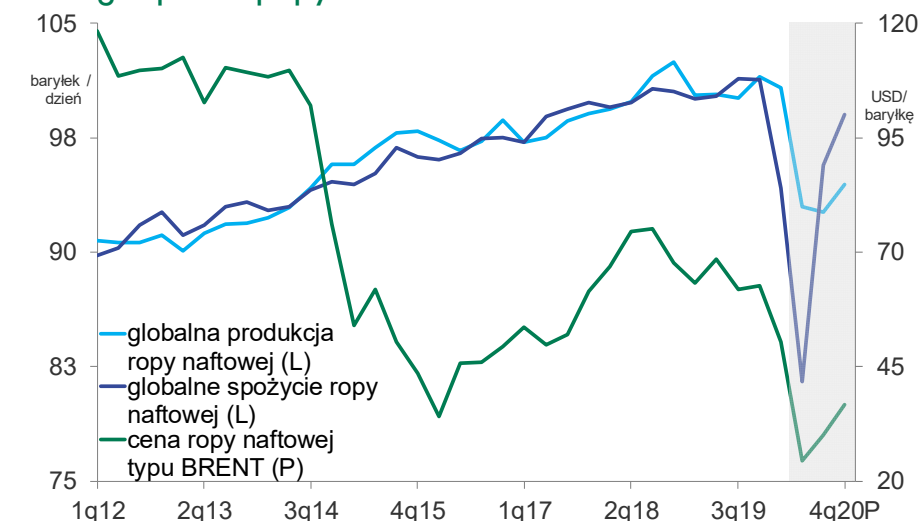




Szybkie i zdecydowane poluzowanie polityki pieniężnej głównych banków centralnych

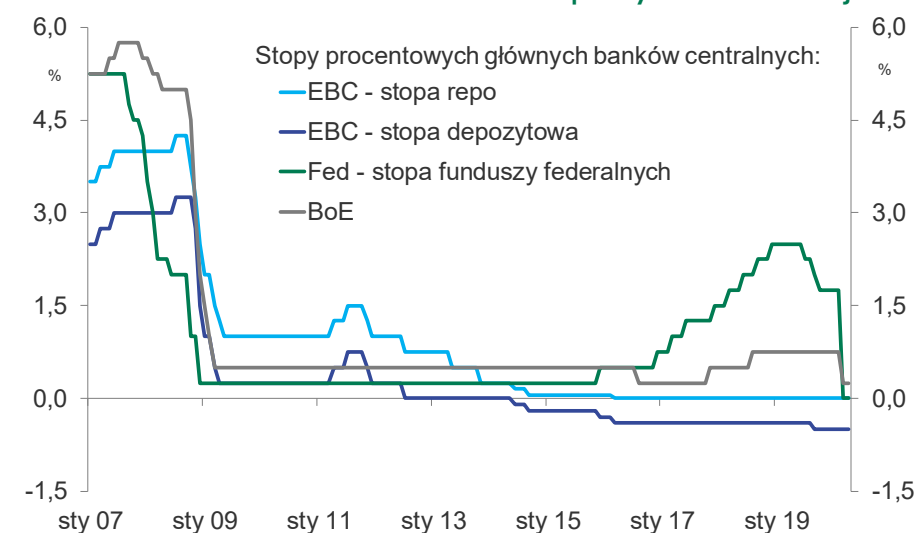
- Luzowanie polityki monetarnej na bardzo dużą skalę rozpoczęło się już w marcu (Fed, EBC, Bank Anglii) w pierwszej fazie kryzysu, w związku z silnym pogorszeniem sytuacji na rynkach finansowych, w tym wysokim popytem na płynność finansową w warunkach rosnącej niepewności. Za kontynuacją luzowania polityki pieniężnej w miesiącach kolejnych przemawiał natomiast materializujący się scenariusz recesji i tym samym oczekiwania niższego poziomu średniookresowej inflacji.
- Gwałtowne pogorszenie prognoz popytu przy mniejszej skali dostosowań po stronie podaży na rynku ropy naftowej poskutkowało spadkiem cen ropy naftowej okresowo poniżej 20 USD/baryłkę ropy Brent. Nawet przy założeniu kontynuacji odreagowania cen na rynku ropy i wzrostu popytu w trakcie roku, zakładamy wzrost cen w kierunku 45-50 USD/baryłkę pod koniec roku, co skutkuje utrzymaniem silnego globalnego efektu niskiej inflacji.
- Luzowanie polityki pieniężnej głównych banków centralnych w ograniczonym stopniu skoncentrowało się na redukcji stóp procentowych (obniżka stóp Fed o 150 pkt. baz., stabilizacja stóp EBC) w związku z tym, że były one i tak na niskim poziomie. W zdecydowanie większym stopniu banki centralne decydowały się na powiększenie skali dotychczasowych, jak i wdrożenie nowych niestandardowych działań, w tym: - wzrost skali skupu aktywów (także instrumentów dłużnych emitowanych przez sektor prywatny), - wsparcie płynnościowe sektora bankowego, - w przypadku Fed - wsparcie kredytowe sektora przedsiębiorstw, w tym MŚP.
- Po doświadczeniach kryzysu 2008-2009 banki centralne zdecydowanie szybciej i na większą skalę zdecydowały się na wdrożenie niestandardowych działań w warunkach zaburzonej transmisji polityki monetarnej oraz w warunkach potrzeby wsparcia polityki fiskalnej. Polityka fiskalna w bieżących warunkach kryzysu ma kluczowe znaczenie dla stabilności gospodarczej i finansowej krajów.

Gwałtowne spadki cen ropy naftowej w warunkach silnego spadku popytu



źródło: US Energy Information Administration, BOŚ Bank

Redukcja stóp Fed o 150 pkt. baz., w większej skali niestandardowe działania luzowania polityki monetarnej



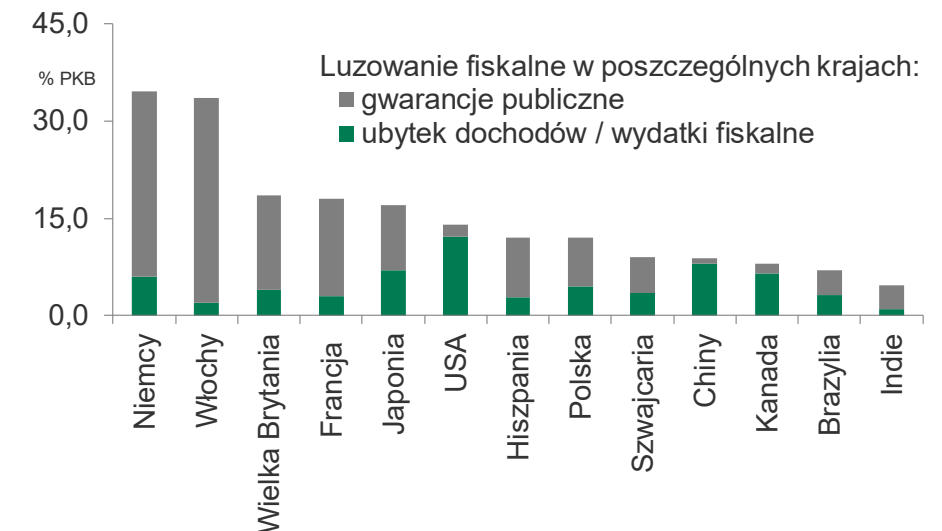
źródło: Federal Reserve, EBC



Ogromna skala luzowania polityki fiskalnej jedynie ogranicza skalę i tak niezwykle głębokiej recesji

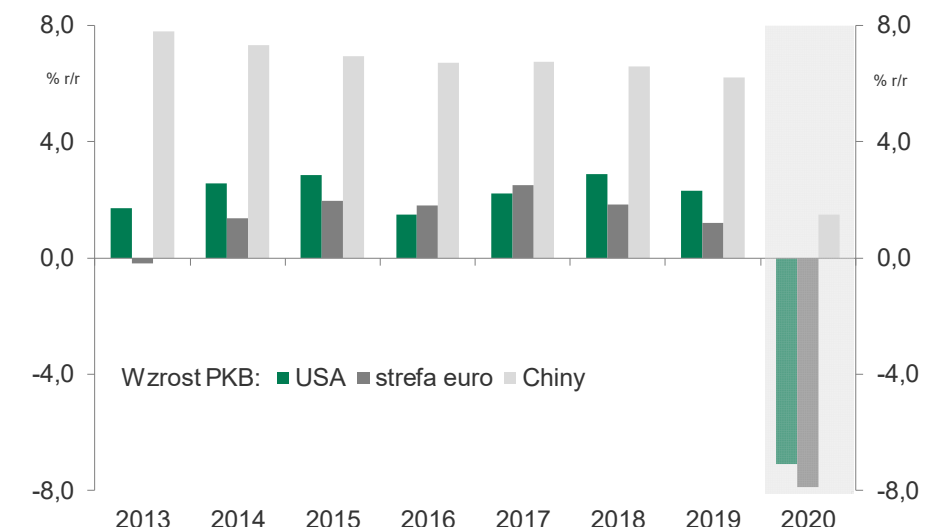
- W II kw. rządy poszczególnych krajów zapowiedziały kolejne odstępy wsparcia wzrostu gospodarczego poprzez luzowanie polityki fiskalnej.
- W USA pomoc państwa obejmowała: transfery pieniężne dla gospodarstw domowych, które utraciły dochody z pracy z tytułu pandemii, - wsparcie kluczowych sektorów gospodarki (w tym sektora wydobywczego), - zwiększenie skali inwestycji publicznych.
- W Europie w większym stopniu (szczególnie w Niemczech) pomoc koncentrowała się na: - ograniczeniu skali wzrostu bezrobocia poprzez dopłaty państwa do wynagrodzeń pracowników, - rekompensatach dla firm, które nie mogły prowadzić działalności z tytułu obostrzeń, - ograniczeniu obciążeń podatkowych i parapodatkowych przedsiębiorstw, - gwarancjach dla przedsiębiorstw.
- Podczas (przesuniętego w czasie ze względu na pandemię) Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych zrezygnowano po raz pierwszy z ustalenia celu ilościowego dla wzrostu gospodarczego, zapowiedziano tylko działania w celu ograniczenia pogorszenia sytuacji na rynku pracy oraz poprawy sytuacji gospodarstw domowych. Działania będą skupiać się na: - wyższych publicznych wydatkach infrastrukturalnych, - ograniczeniu obciążeń finansowych dla małych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, - luzowaniu polityki pieniężnej poprzez obniżenie kosztu pieniądza i znaczący wzrost płynności i dostępności kredytu.
- Pomimo ogromnej skali wsparcia polityki gospodarczej, scenariusz globalnej recesji w 2020 r. jest nieunikniony w warunkach niespotykanego dotychczas 6-8 tygodniowego „zamknięcia” większości gospodarek na świecie. Zakładamy, że w 2020 r. PKB w USA obniży się o blisko 7,0% r/r, w strefie euro o ok. 8,0% r/r, w Chinach wzrośnie jedynie o ok. 1,5% r/r.
- Skala poluzowania polityki fiskalnej będzie ograniczać liczbę upadłości firm i likwidowanych miejsc pracy i jest niezbędna dla uniknięcia skrajnych scenariuszy trwałego ograniczenia podaży i potencjału ekonomicznego większości gospodarek.

Ogromna skala luzowania polityki fiskalnej...



źródło: HSBC

...będzie ograniczała skalę recesji gospodarki światowej



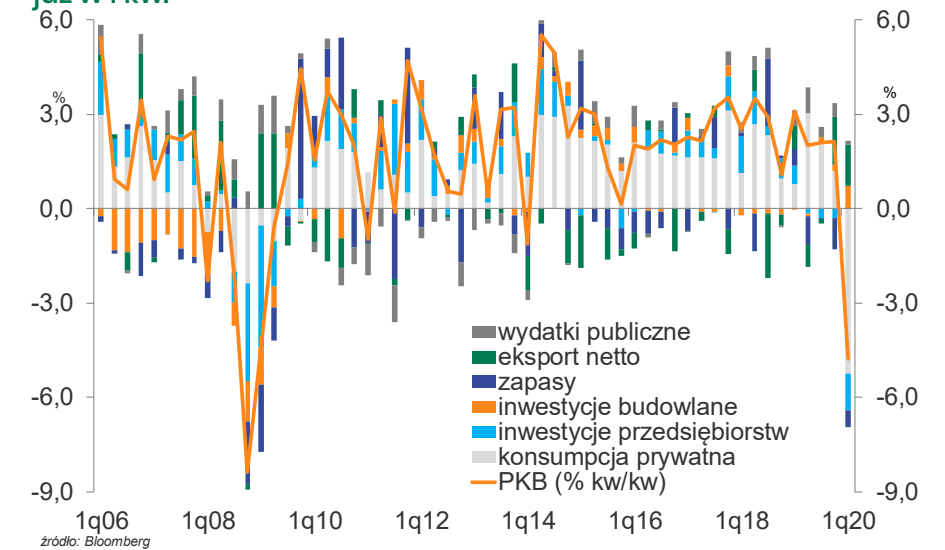
źródło: Bloomberg, BOS Bank



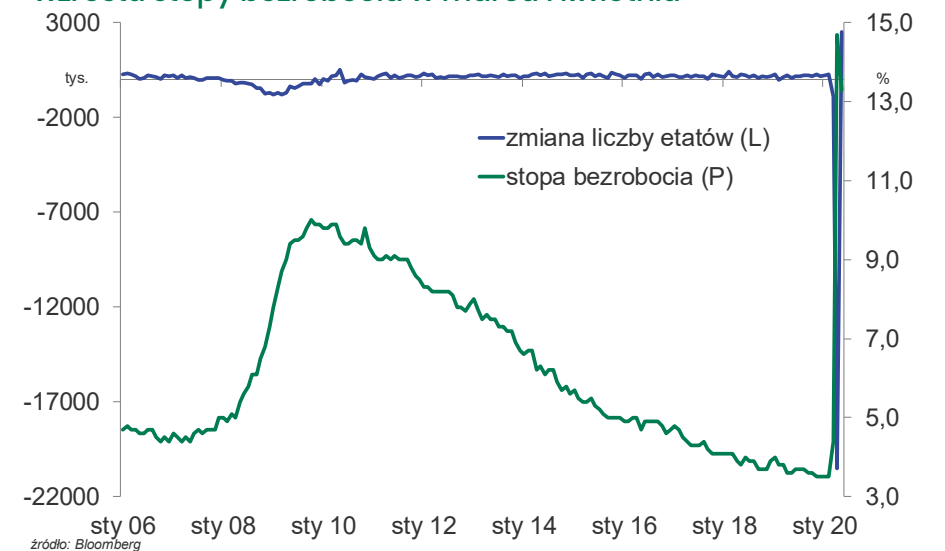
Już w I kw. silne osłabienie aktywności i pogorszenie sytuacji na rynku pracy w USA...

- Pomimo że obostrzenia w gospodarce USA zaczęły obowiązywać dopiero w II poł marca, w I kw. br. odnotowano już bardzo silny spadek dynamiki wzrostu PKB (-4,8% kw/kw anual.), przy gwałtownym obniżeniu konsumpcji prywatnej, silnym ograniczeniu inwestycji przedsiębiorstw i redukcji zapasów. Istotna skala osłabienia aktywności już w I kw. br. w części mogła wynikać z problemów związanych z wcześniejszym (styczeń – luty) ograniczeniem aktywności w Chinach, co mogło wpływać na perturbacje po stronie zapasów.
- Przy dłuższym okresie obowiązywania obostrzeń w II kw., wolniejszym powrocie do aktywności w porównaniu z gwałtownym jej wstrzymaniem, jak również przy globalnym efekcie niższej aktywności, w II kw. wartość PKB może obniżyć się w niespotykanej skali 10% kw/kw (tj. 40% kw/kw w ujęciu zanualizowanym) oraz ok. -14% r/r.
- W warunkach mocno zliberalizowanego rynku pracy (w większości kontrakty z krótkim okresem wypowiedzenia) w USA ograniczenie aktywności firm bardzo szybko przełożyło się na spadek zatrudnienia. Już w marcu doszło do skokowego spadku liczby etatów, a w kwietniu skala zlikwidowanych miejsc pracy osiągnęła niespotykany poziom ponad 20 mln. Stopa bezrobocia wzrosła w kwietniu do 14,7%
- Okresowy charakter wstrzymania aktywności firm, przy bardziej dynamicznych procesach na amerykańskim rynku pracy będzie wraz z „odmrażaniem” gospodarki przekładało się także na skokowy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia (powrót wcześniej zwalnianych pracowników do pracy), co potwierdzają już majowe dane z rynku pracy (spadek bezrobocia i silny wzrost liczby etatów). Jednocześnie skala spowolnienia gospodarki wpłynie na zdecydowanie wolniejsze tempo ożywienia aktywności na rynku pracy niż jego wcześniejszego pogorszenia i utrzymaniem w 2020 r. stopy bezrobocia wyraźnie powyżej poziomów notowanych przed pandemią.

Bardzo silne obniżenie aktywności gospodarczej w USA już w I kw.



Nienotowane dotychczas tempo likwidacji miejsc pracy i wzrostu stopy bezrobocia w marcu i kwietniu





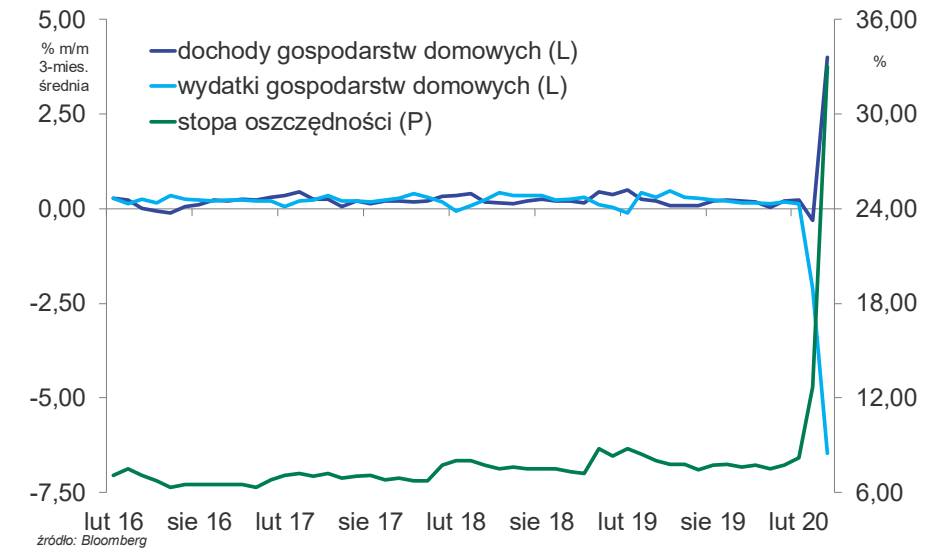
...pomimo oczekiwanego w połowie roku ożywienia, w całym roku głęboka recesja w USA

- Od III kw. oczekujemy solidnego wzrostu aktywności wraz z postępującym odmrażaniem gospodarki. W części także w połowie roku będzie następował efekt nadrobienia aktywności z okresu zamrożenia. O ile trudniej nadrobić konsumpcję większości niedostępnych usług, tak w przypadku konsumpcji towarów i części usług taka sytuacja zapewne będzie miała miejsce.
- Pomimo silnego spadku dochodów z pracy, transfery publiczne dla gospodarstw domowych poskutkowały silnym wzrostem stopy oszczędności gospodarstw domowych (w okresie najsilniejszych obostrzeń brak możliwości wydania środków), co będzie sprzyjało okresowej kumulacji wydatków konsumentów i wyższemu wzrostowi PKB.
- Jednak wobec trwałych kosztów ekonomicznych (upadłości firm, trwałe wzrost bezrobocia) – a transfery rządowe nie zrekompensują w całości utraconych dochodów z pracy – nie uda się nadrobić utraconej aktywności w perspektywie najbliższych kwartałów. Zakładamy, że w 2020 r. PKB w USA obniży się o 6,5% – 7,0% r/r.
- Trwalsze osłabienie popytu krajowego oraz zagranicznego skutkuje wyraźnym obniżeniem inwestycji przedsiębiorstw, wobec oczekiwanego przed pandemią odbicia inwestycji wraz z wygasaniem niepewności dot. polityki handlowej. Ponadto, silna korekta spadkowa cen ropy naftowej skutkowałą tąpnięciem inwestycji w sektorze wydobywczym. Podobnie, po dobrych wynikach z I kw. inwestycji na rynku mieszkaniowym, trudniejsza sytuacja dochodowa gospodarstw domowych obniży popyt na mieszkania oraz aktywność w tym sektorze w średnim okresie.
- Biorąc pod uwagę skalę spowolnienia aktywności nie zakładamy, że w najbliższych miesiącach dojdzie do wprowadzenia nowych obostrzeń handlowych (choć w warstwie retorycznej napięcie może się utrzymywać). Jednocześnie jednak zdecydowanie mniej prawdopodobne wydaje się osiągnięcie kolejnych etapów porozumienia i liberalizowania polityki handlowej w relacjach USA – Chiny, szczególnie wobec bieżącego pogorszenia relacji dyplomatycznych między tymi krajami.

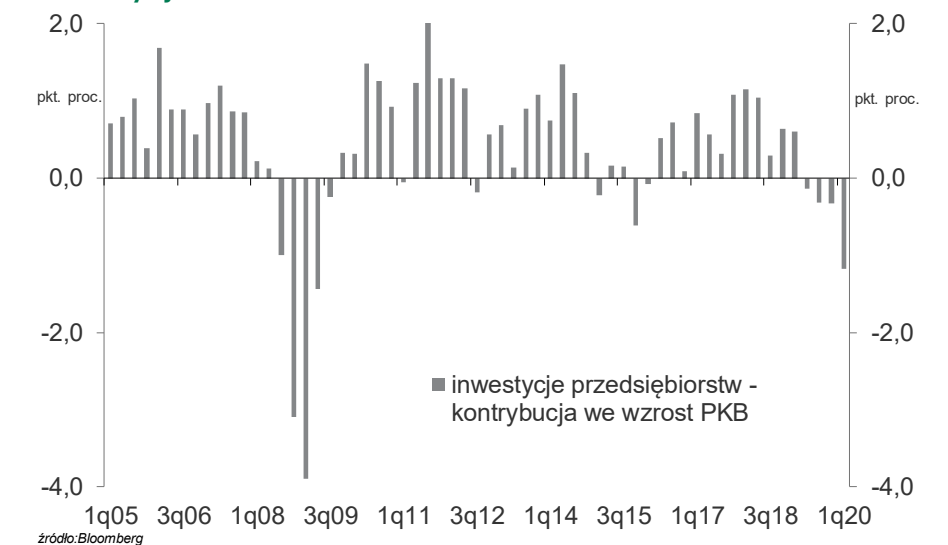
2020-06-5

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Nadrobienie części zakupów będzie stymulować wzrost wydatków konsumentów od maja



Skala spowolnienia gospodarki globalnej obciążeniem dla inwestycji firm

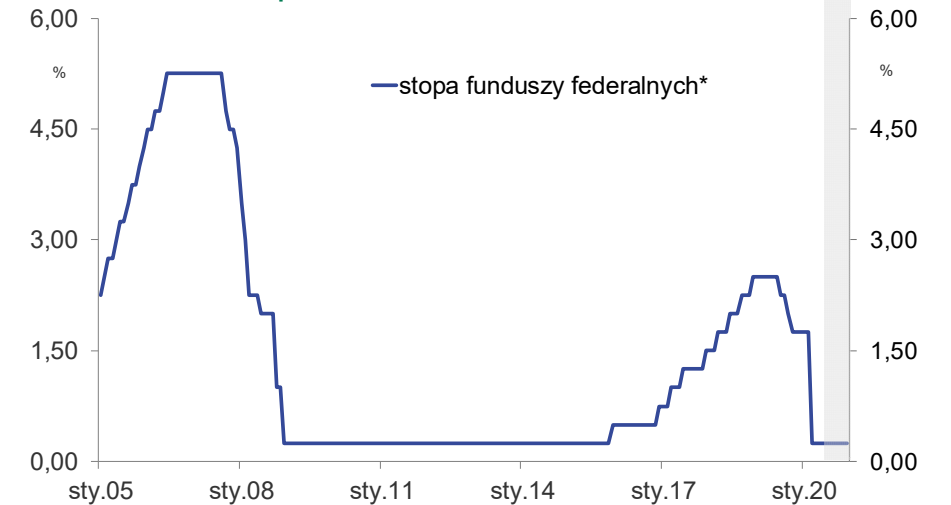




Szybka i znacząca skala luzowania polityki Fed w marcu

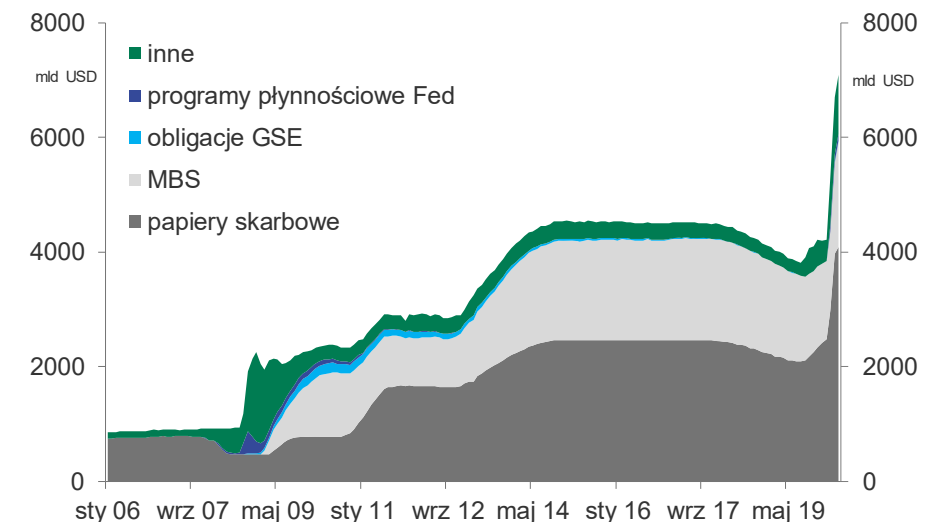
- W marcu FOMC obniżył stopy procentowe o 150 pkt. baz., tym samym stopa funduszy federalnych powróciła do poziomu 0,00% - 0,25% (z okresu kryzysu 2008 r.).
- Jeszcze w marcu FOMC dokonał znaczącej skali luzowania warunków monetarnych poprzez działania niestandardowe: - znaczące zwiększenie skupu obligacji skarbowych i instrumentów MBS, - stabilizowanie sytuacji płynnościowej sektora bankowego (redukcja stopy dyskontowej, kredyty krótkoterminowe dla banków, obniżenie wymogów kapitałowych i płynnościowych banków, obniżenie wartości rezerw obowiązkowych, dostarczanie płynności dolarowej poprzez FX swap), - skup instrumentów dłużnych (CPFF) sektora finansowego, - zapowiedź uruchomienia programu pożyczkowego dla sektora finansowego dedykowanego zakupom instrumentów dłużnych przedsiębiorstw.
- Na posiedzeniu 29 kwietnia FOMC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej prezes Fed Jerome Powell powiedział, że prawdopodobne jest dalsze luzowanie polityki pieniężnej, ale w kolejnych miesiącach wraz z szerszym odmrażaniem gospodarki i tym samym poprawą transmisji polityki monetarnej.
- Według zapisów z dyskusji podczas kwietniowego posiedzenia FOMC członkowie komitetu dyskutowali w kwietniu nad zmianami zapisów *forward guidance*, możliwością wprowadzenia celu dla poziomu długoterminowych stóp procentowych (rentowności obligacji skarbowych), dalszego wsparcia kredytowego gospodarki. W trakcie posiedzenia nie pojawił się temat ujemnego poziomu stóp procentowych.
- W kolejnych miesiącach oczekujemy stabilizacji stóp procentowych Fed na bieżącym poziomie. W III kw. FOMC może zdecydować się na dalsze zwiększenie zaangażowania w kredytowanie przedsiębiorstw niefinansowych, w tym MŚP najprawdopodobniej pośrednio, choć nie można wykluczyć bardziej bezpośredniej formy (skupu aktywów). Fed w dłuższym horyzoncie czasu może także zdecydować się na dalsze zwiększenie skali dotychczas ogłoszonych programów skupu aktywów.

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

Wznowienie programu skupu aktywów przez Fed w II kw. br.



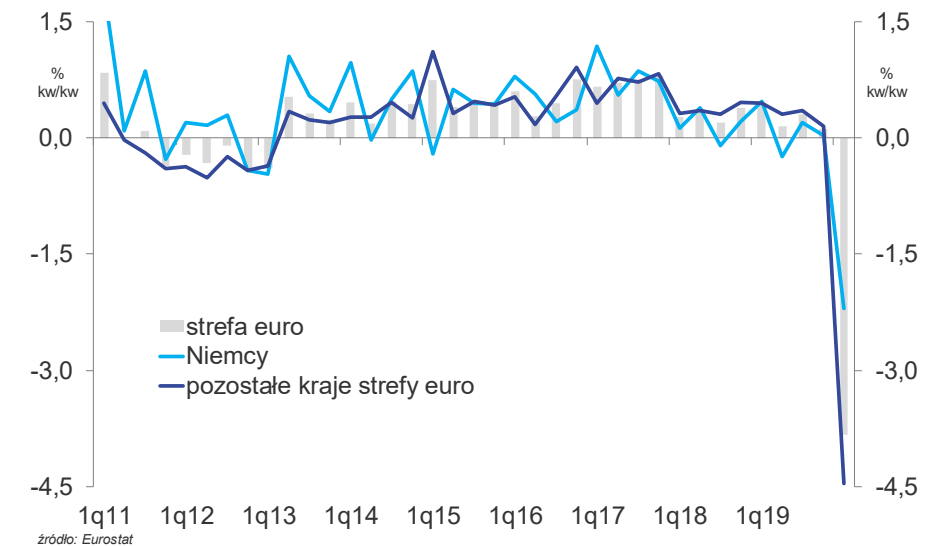
źródło: Federalreserve



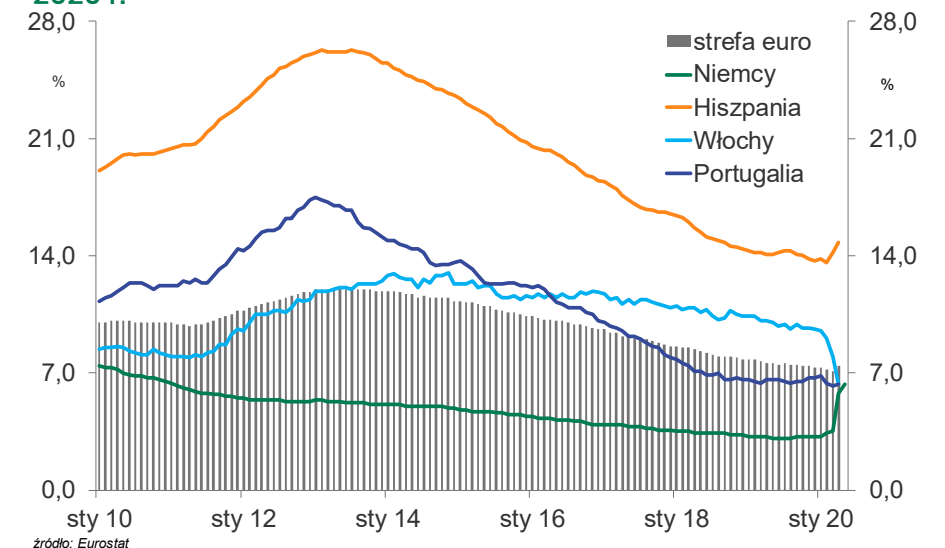
W strefie euro recesja z początkiem 2020 r., jeszcze głębsza niż w USA...

- Biorąc pod uwagę wcześniejsze rozprzestrzenienie się pandemii w krajach Europy Zachodniej, w I kw. wystąpiła silna recesja w strefie euro, przy sporym zróżnicowaniu w poszczególnych krajach (z ponad 5-procentowym spadkiem we Włoszech, Hiszpanii, Francji). Poza zróżnicowaniem tempa obostrzeń administracyjnych, także różne ich nasilenie (z uwagi na odmienny przebieg epidemii) poskutkowało większym zróżnicowaniem spadku aktywności w poszczególnych krajach.
- Niezależnie od sporych różnic, wysoka współzależność gospodarek europejskich, zamknięcie granic w obszarze strefy Schengen, przy dodatkowym silnym osłabieniu gospodarki globalnej, skutkują prognozą głębokiej recesji w strefie euro w 2020 r. w skali ok. -8% r/r.
- Majowe indeksy koniunktury PMI wskazują na pewne odbicie nastrojów przedsiębiorców w stosunku do kwietnia, w dalszym ciągu jednak indeksy dla usług utrzymują się na poziomach nienotowanych dotychczas w historii badania, co oznacza dalsze pogorszenie aktywności (choć w mniejszej niż dotychczas skali).
- Przy zdecydowanie mniej liberalnym rynku pracy w strefie euro w porównaniu z USA, póki co stopa bezrobocia nie zmieniła się istotnie. Na stabilne poziomy bezrobocia wpływały także efekty metodologiczne - w wielu krajach brak możliwości poszukiwania pracy implikujący spadek aktywnych zawodowo, a nie wzrostem liczby bezrobotnych, co poskutkowało paradoksalnie, spadkiem stopy bezrobocia, np. we Włoszech. Niezależnie od powyższych efektów, w kolejnych kwartałach należy liczyć się z wyraźnym wzrostem bezrobocia w strefie euro.
- Skalę tego wzrostu zapewne tylko w części będzie ograniczać luzowanie polityki fiskalnej – szczególnie w Niemczech – bardzo mocno skoncentrowane na wspieraniu firm w zakresie utrzymania miejsc pracy, kosztem okresowego ograniczania wymiaru etatu i wynagrodzeń.

Gwałtowna recesja w strefie euro w I kw. br.



Perspektywa wzrostu stopy bezrobocia w strefie euro w 2020 r.





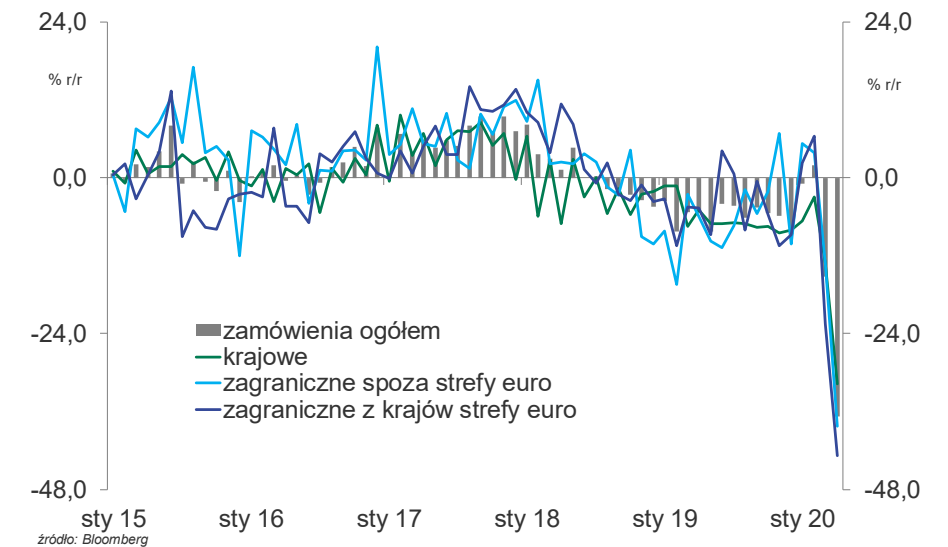
...przy większych wyzwaniach średnioterminowych, w tym komplikujących się negocjacji UE – Wielka Brytania ws. warunków brexitu...

- Gospodarka niemiecka, przy największych możliwościach stymulacji fiskalnej, najpewniej najlepiej poradzi sobie z mitygowaniem skutków osłabienia popytu krajowego. Niemiej recesję w Niemczech będzie pogłębiać i wydłużać wysoka zależność niemieckiego przemysłu (osłabionego już recesją z lat 2018–2019) od eksportu w warunkach globalnego silnego spowolnienia aktywności.
- Bardzo silna recesja (rzędu kilkunastu procent) dotknie Włochy i Hiszpanię, ze względu na najsilniejszą skalę obostrzeń (najtrudniejszy przebieg epidemii) oraz znaczący udział w PKB sektora turystyki, przy zapewne trwałym efekcie ograniczeniu wyjazdów zagranicznych. Ponadto kraje Europy Południowej znajdują się także w trudniejszej sytuacji gospodarczej i finansowej (finanse publiczne, poziom bezrobocia).
- Jeżeli scenariusz rozwoju pandemii w Europie nie zaskoczy w nadchodzących tygodniach, szybko na rynki może powrócić temat umowy wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, w związku z kończącym się pod koniec 2020 r. tzw. okresem przejściowym. Porozumienie „ostatniej chwili” pod koniec ub.r. oraz pandemia mocno ostatnio ograniczyły zainteresowanie tematem brexitu.
- Napływające obecnie sygnały wskazują na ograniczony postęp w negocjacjach dot. ostatecznej umowy ws. wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE (która zgodnie z planem powinna zostać przyjęta do końca br.). Generalnie nie dziwi to, biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia negocjacji, niemniej problemy związane z pandemią faktycznie znacząco utrudnią negocjacje.
- Choć ryzyko braku umowy pod koniec roku nie jest pomijalne, uważamy, że jest to scenariusz mniejszościowy. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest albo wydłużenie obecnego okresu przejściowego, albo wynegocjowanie pod koniec roku umowy okresowej z perspektywą dalszych negocjacji ws. umowy długookresowej. Taki scenariusz implikuje natomiast ryzyko podwyższonej niepewności rynkowej w II połowie roku.

2020-06-5

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Pogłębienie recesji w niemieckim przemyśle



Okresowe obniżenie obaw firm dot. finalnej umowy UE – Wielka Brytania

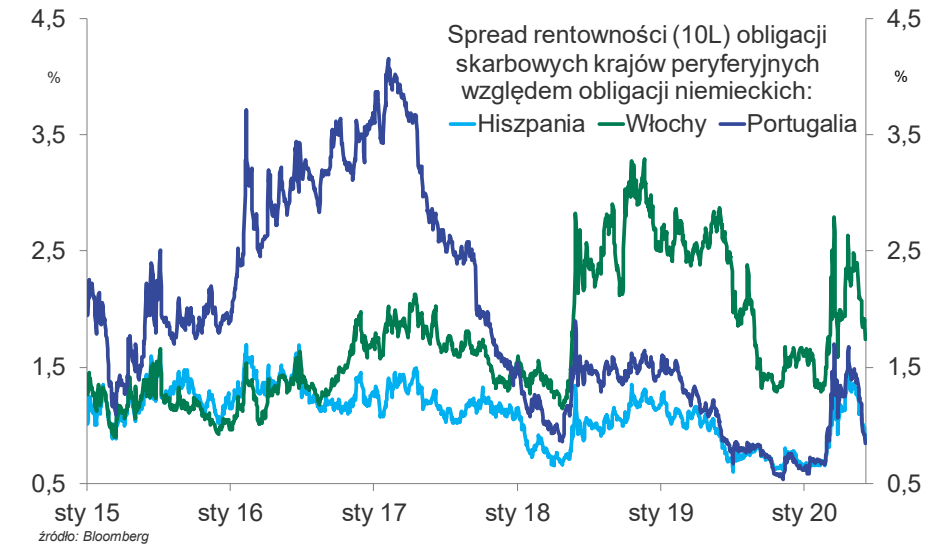




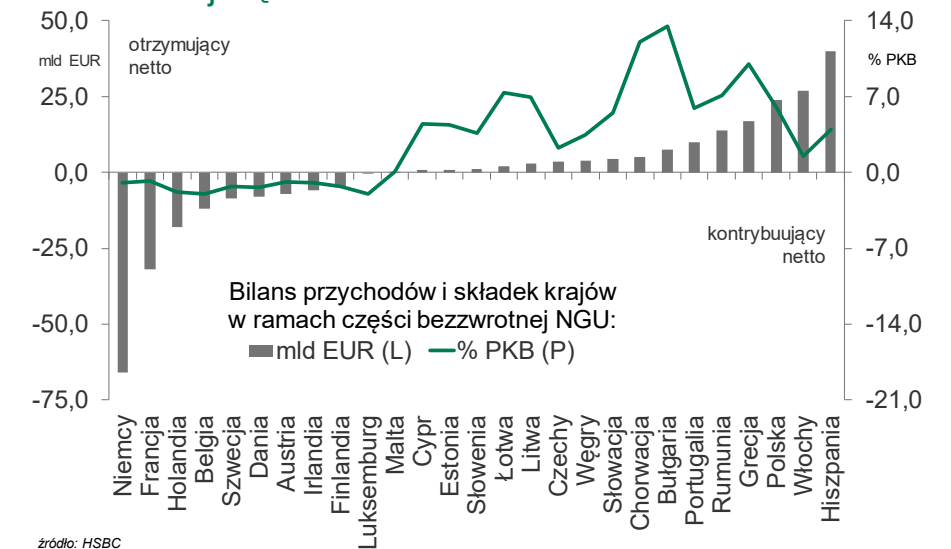
...ale nieco niższym długookresowym ryzyku dla Unii Europejskiej

- W przypadku strefy euro najistotniejszym długoterminowym wyzwaniem pozostaje stabilność finansowa i fiskalna jej członków. Skala epidemii najsilniej dotknęła bowiem Włochy i Hiszpanię, kraje najbardziej narażone na destabilizację finansową.
- Choć pozostajemy ostrożni co do ostatecznych decyzji, ostatnie propozycje Komisji Europejskiej ograniczają powyższe ryzyka. Wskazują one na sporą zmianę w podejściu do wspólnotowych projektów w porównaniu do lat minionych, co przełożyło się na wyraźną poprawię sentymentu wobec europejskich aktywów.
- Zgodnie z majową propozycją KE, nowa perspektywa Budżetu UE ma wzrosnąć w stosunku do poprzedniej do 1,1 bln EUR, pomimo wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE. Takie założenie implikuje wzrost maksymalnej kwoty składek do budżetu UE do 2% PNB (z dotychczasowych 1,2%).
- Ponadto KE proponuje utworzenie nowego funduszu (*Next Generation Fund*) przeznaczonego na walkę ze skutkami kryzysu, obejmującego pomoc bezzwrotną dla krajów (250 mld EUR) oraz niskooprocentowane pożyczki (500 mld EUR). Fundusz miałby być finansowany emisją przez KE obligacji z gwarancjami członków UE.
- Choć wartość pomocy jest ograniczona i tymczasowa, to jednak wyraźnie wyższa wobec dotychczasowych propozycji, a co ważniejsze zawiera elementy uwspólnienia długu (dług emitowany przez KE). Nawet przy dominującej wartości pomocy zwrotnej, z pewnością emisje KE będą miały niższy koszt wobec ewentualnych emisji włoskiego długu, co będzie stanowiło istotne wsparcie dla tzw. krajów peryferyjnych.
- Według nieoficjalnych informacji pojawiły się już wstępne szacunki rozłożenia obciążeń oraz wsparcia dla poszczególnych krajów. Należy jednak zaznaczyć – biorąc też pod uwagę „standardowe” trudności w negocjacjach nad unijnym budżetem, że osiągnięcie ostatecznego kompromisu będzie procesem trudnym, niepewnym i długotrwałym.

Wyraźne ograniczenie ryzyka krajów peryferyjnych po ogłoszeniu propozycji KE



Wstępne projekty finansowania i rozdysponowania bezzwrotnej części funduszu NGU

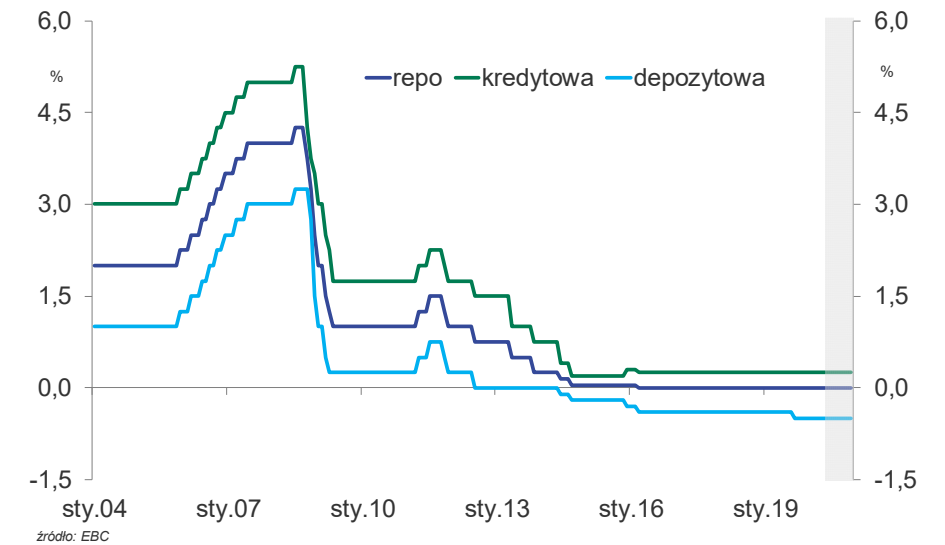




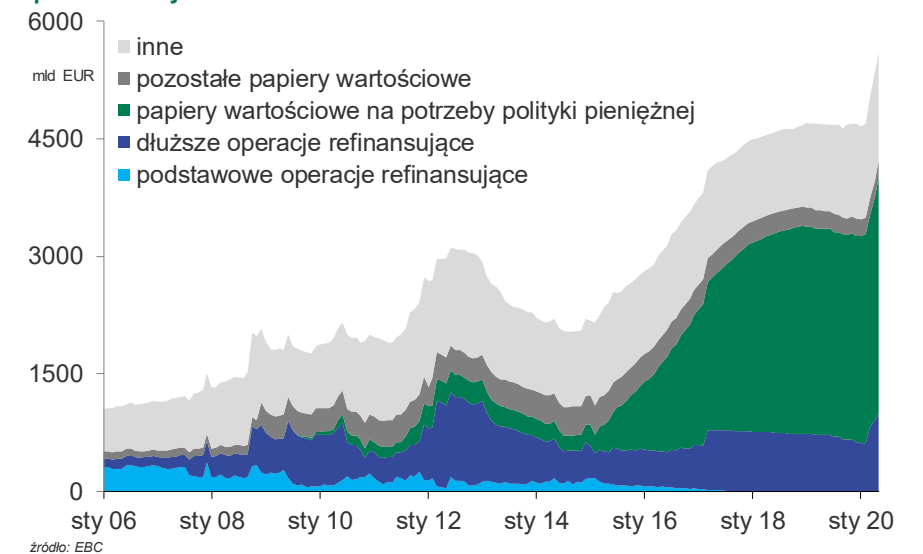
EBC silnie ilościowo luzuje politykę monetarną, nadal głównym gwarantem stabilności unii monetarnej

- Rada EBC utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę repo na poziomie 0,0% oraz stopę depozytową na poziomie -0,5%, jednocześnie rada zdecydowała o zwiększeniu skali niestandardowych działań polityki pieniężnej w zakresie programów płynnościowych oraz programów skupu aktywów: - zwiększenie skali skupu programu PSPP, poszerzenie grupy aktywów skupowanych w ramach CSPP, - nowy program PEPP skupu aktywów, - dodatkowa operacja LTRO, obniżenie kosztu dla operacji TLTRO III, nowe długoterminowe operacje dostarczania jeszcze tańszej płynności PELTRO.
- Głównym narzędziem luzowania polityki pieniężnej w okresie pandemii dla EBC jest program PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) w ramach którego zapowiedziano skup aktywów dłużnych zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego łącznie o wartości 1350 mld EUR co najmniej do czerwca 2021 r. Jak podkreśliła prezes EBC nowy program daje więcej elastyczności, a jego wysoka skala i założenie tymczasowości dobrze oddaje potrzebę nadzwyczajnego, kryzysowego wsparcia. Choć z założenia program PEPP jest bardziej elastyczny (także z punktu widzenia kraju emitenta), to dotychczasowe operacje przebiegały w układzie zbliżonym do klucza kapitałowego EBC.
- Znacząca skala programu PEPP skutkuje istotną reakcją banku centralnego w zakresie luzowania polityki pieniężnej, ma także bardzo istotne znaczenie dla uniknięcia silniejszych perturbacji na rynkach finansowych krajów o największych problemach gospodarczych i fiskalnych (np. Włoch).
- Podczas konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu prezes EBC powtórzyła, że w razie konieczności Rada jest gotowa dostosować wszystkie swoje instrumenty. Jednocześnie jednak ta deklaracja nie padała tak często jak miało to miejsce podczas ostatnich dwóch posiedzeń, co wydaje się potwierdzać, że Rada uważa, iż w nadchodzących miesiącach będzie mogła skupić się na analizie efektów dotychczas podjętych działań. W scenariuszu bazowym postępującej bardzo stopniowej poprawy aktywności od II poł. br., nie oczekujemy już dalszego luzowania polityki pieniężnej EBC.

Rada EBC nie zmieniła poziomu stóp procentowych...



...zwiększyła natomiast skalę ilościowego luzowania polityki pieniężnej

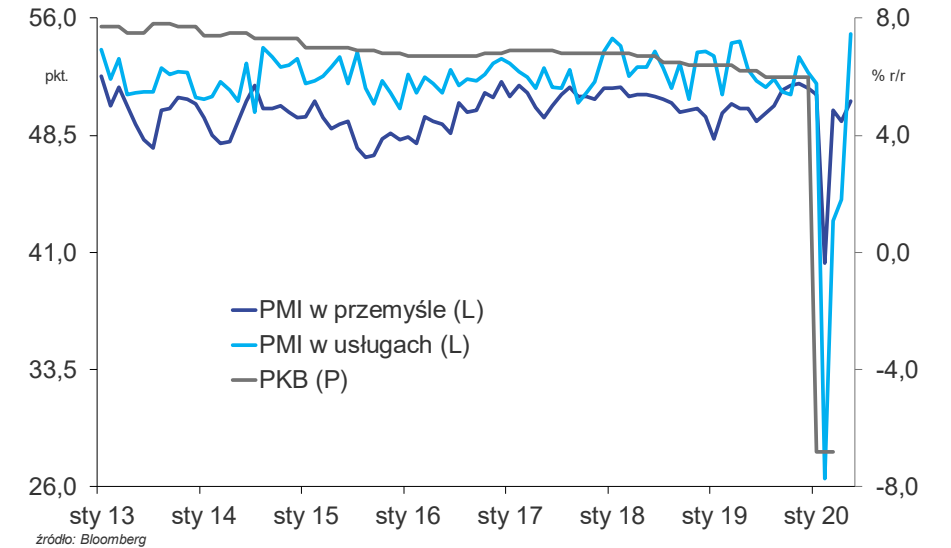




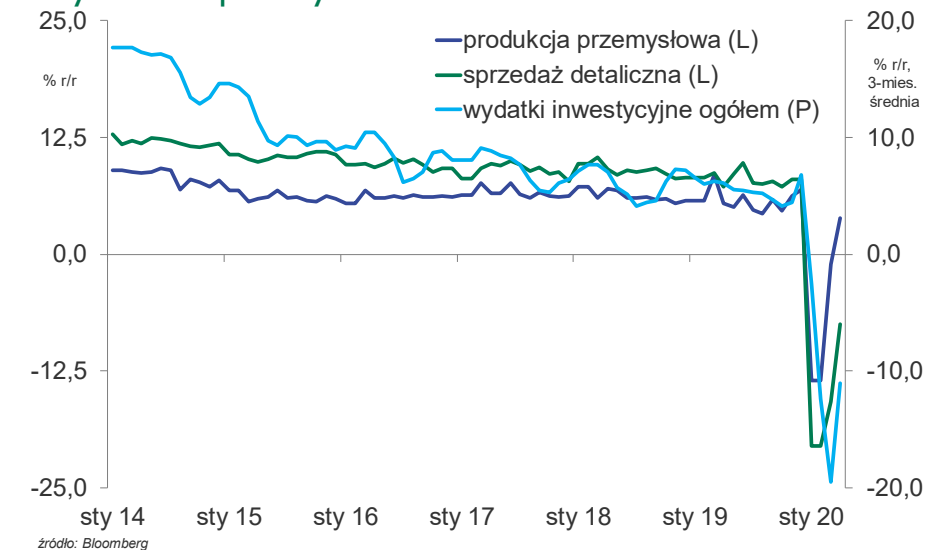
W Chinach kumulacja pandemii w I kw. skutkująca gwałtownym spadkiem PKB...

- W Chinach, gdzie pandemia oraz zamrożenie aktywności odbywały się z ok. 6-tygodniowym wyprzedzeniem w stosunku do USA i Europy, w styczniu i lutym miał miejsce spadek aktywności w sferze realnej do historycznie niskich poziomów. Z kolei od marca dane ulegają stopniowej poprawie.
- Postępuje solidne odbicie aktywności w chińskim przemyśle. Nie można jednak wykluczyć, że lepsze dane z sektora przemysłowego mają charakter okresowy i wynikają z nadrobienia zamówień z okresu zamrożenia z początku roku oraz z kumulacji popytu globalnego na sprzęt elektroniczny, czy też na środki ochrony w okresie kulminacji pandemii w Europie i USA.
- Informacje nt. usług konsumpcyjnych oraz dane o sprzedaży detalicznej wskazują na jedynie stopniowe obudowywanie popytu, w części zapewne jako efekt pogorszenia sytuacji dochodowej, w części natomiast jako efekt obaw przed nawrotem epidemii.
- W tym kontekście bardzo pozytywny wydzźwięk mają majowe wskaźniki koniunktury w przemyśle. Jeżeli wyraźne odbicie okaże się trwałe znacząco ograniczy ryzyko dla prognoz aktywności w Chinach i być może będzie wskazywało na silniejsze z czasem ożywienie aktywności konsumentów.
- Wciąż jednak skala spowolnienia aktywności w I kw., trwałe skutki kryzysu oraz globalny charakter spowolnienia przekładają się na prognozę niewielkiego wzrostu PKB Chin w tym roku w skali 1,5% r/r.

Gwałtowne spowolnienie gospodarcze w Chinach w I kw. br....



...od marca poprawa wskaźników, przede wszystkim szybsze ożywienie w przemyśle

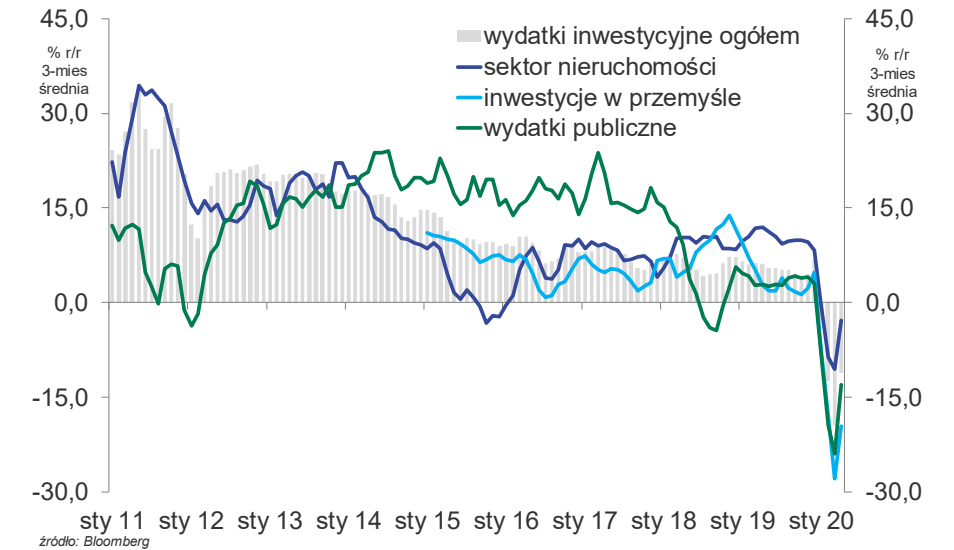




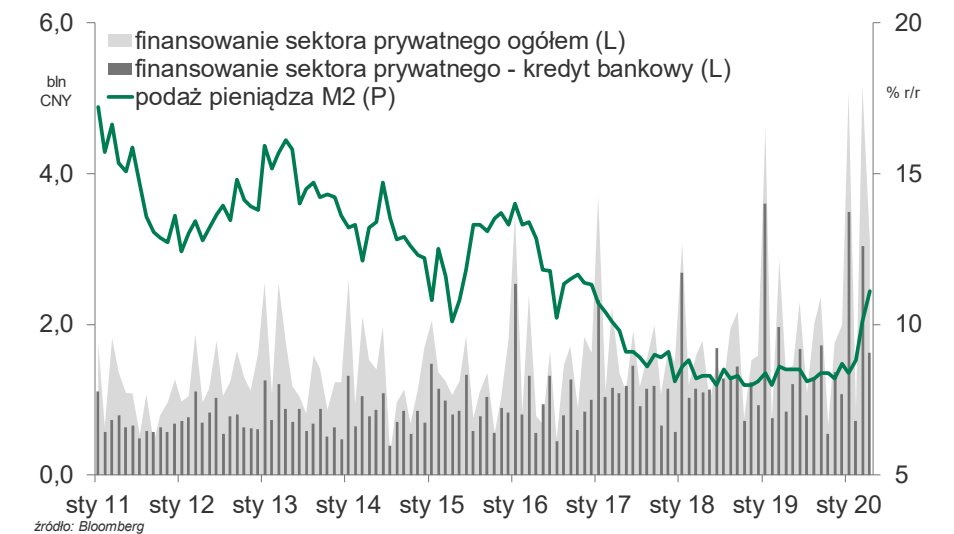
...stopniowy wzrost aktywności z początkiem II kw.

- Kwietniowe dane ze sfery realnej wskazały na kontynuację poprawy sytuacji gospodarczej, która póki co ogranicza roczne spadki aktywności notowane w I kw. Biorąc pod uwagę majowe wskaźniki koniunktury można zakładać kontynuację tego procesu w kolejnych miesiącach i stopniowe przyspieszenie aktywności w II kw. Silniejszego odbicia oczekujemy w II poł. roku, przy dodatkowo wzroście znaczenia wsparcia polityki gospodarczej.
- Podczas posiedzenia ogólnochińskiego zgromadzenie przedstawicieli ludowych zrezygnowano z określenia celu poziomu wzrostu PKB, władze poinformowały o szerszym celu polityki gospodarczej w tym stabilizowaniu zatrudnienia oraz ograniczenia poziomu ubóstwa.
- Władze zapowiedziały poluzowanie polityki fiskalnej, choć skala tego luzowania nie wzrosła bardzo znacząco. W aspekcie polityki fiskalnej władze w Chinach będą się skupiać na wydatkach inwestycyjnych, w tym przede wszystkim na inwestycjach infrastrukturalnych. Rząd zapowiedział także wdrożenie nowych ulg podatkowych dla przedsiębiorstw. Władze w Chinach podtrzymały także plany wdrożenia reform strukturalnych w przedsiębiorstwach m.in. wspierających wzrost innowacyjności.
- Zdecydowano natomiast o większej skali stymulacji monetarnej poprzez obniżenie rezerw sektora bankowego, przy wsparciu publicznym programu finansowania kredytowego sektora MSP oraz zwiększeniu skali gwarancji dla kredytowanych przez banki przedsiębiorstw.
- Pod koniec maja chiński bank centralny zapowiedział program skupu kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw w kwocie 400 mld RMB. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach bank będzie kontynuował dostosowanie polityki monetarnej w zakresie stopy rezerw obowiązkowych, ale także redukcji stóp procentowych.

Władze w Chinach zapowiedziały zwiększenie wydatków publicznych na inwestycje infrastrukturalne...



...oraz ułatwienie finansowania kredytowego firm

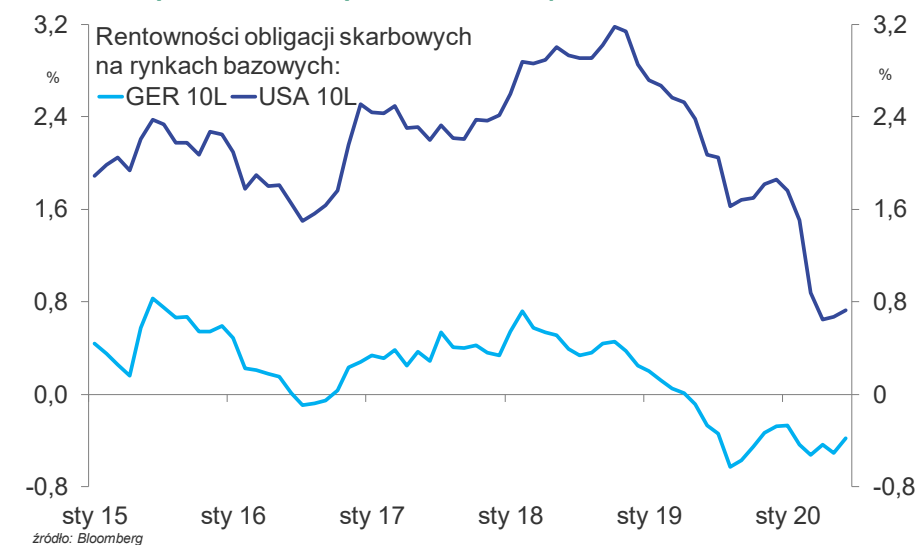




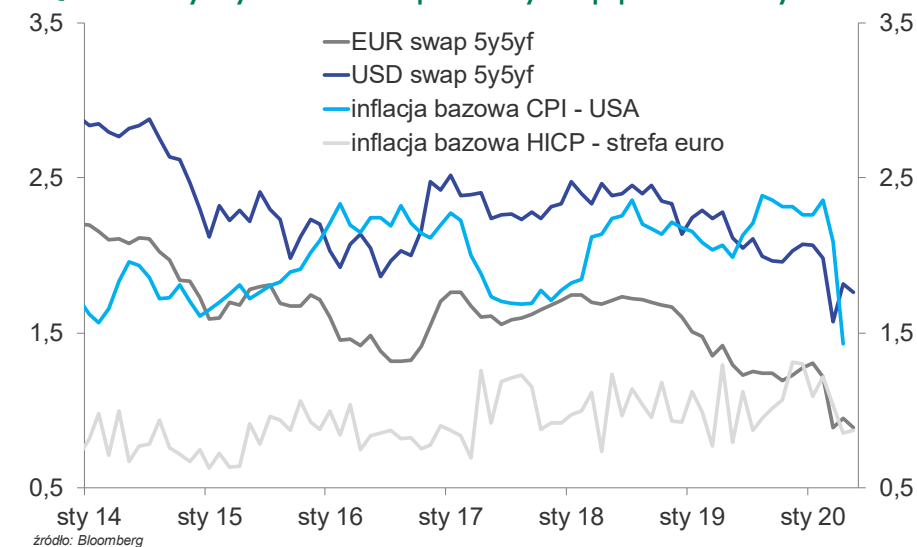
Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych w okolicach historycznych minimów

- W I kw. rentowności obligacji skarbowych obniżyły się znacząco i w II kw. stabilizowały się w okolicach historycznie niskich poziomów (w Niemczech niekoniecznie). Spadek rentowności stymulowało dalsze obniżenie oczekiwań inflacyjnych w warunkach prognoz silnego spowolnienia aktywności oraz gwałtownego spadku cen ropy naftowej.
- Jednocześnie skalę silniejszego ich spadku hamowało ograniczenie globalnej premii za ryzyko w porównaniu do sytuacji z marca, przy jednoczesnym silnym wzroście podaży obligacji skarbowych w warunkach silnego luzowania polityki fiskalnej.
- Wpływ silnego wzrostu długu skarbowego w przypadku rynków bazowych na rentowności papierów skarbowych będzie ograniczony biorąc pod uwagę długookresowe perspektywy słabszego wzrostu oraz niskiej inflacji.
- W nadchodzących miesiącach oczekujemy lekkiego wzrostu rentowności na dłuższym końcu krzywej dochodowości, nieznacznego w przypadku papierów niemieckich oraz nieco silniejszego w przypadku obligacji amerykańskich. W przypadku rynku amerykańskiego dostrzegamy większy potencjał dla odbicia stóp procentowych na dłuższym końcu krzywej w warunkach oczekiwań silniejszej skali ożywienia aktywności gospodarki amerykańskiej względem gospodarek strefy euro w 2021 r., co przekłada się na prognozowany dłuższy okres bieżących luźnych warunków monetarnych w EMU.
- Ponadto, jeżeli zgodnie z naszymi założeniami, w kolejnych miesiącach dalej będą wygasać oczekiwania dot. wprowadzenia w USA ujemnego poziomu stopy funduszy federalnych, skutkuje to korektą wzrostową rentowności. Nawet przy niskim prawdopodobieństwie ujemnych stóp procentowych w USA, istotna skala wpływu takiego działania na długoterminowe stopy może skutkować lekką presją na wzrost cen papierów.
- Bilans ryzyka dla naszej prognozy wskazuje na wyższe ryzyko niższego poziomu rentowności, jako pochodnej bilansu ryzyka dla prognoz gospodarczych.

W warunkach pandemii spadek rentowności obligacji skarbowych do historycznie niskich poziomów



Dalsze ograniczenie rynkowych oczekiwań inflacyjnych będzie utrzymywało niskie poziomy stóp procentowych

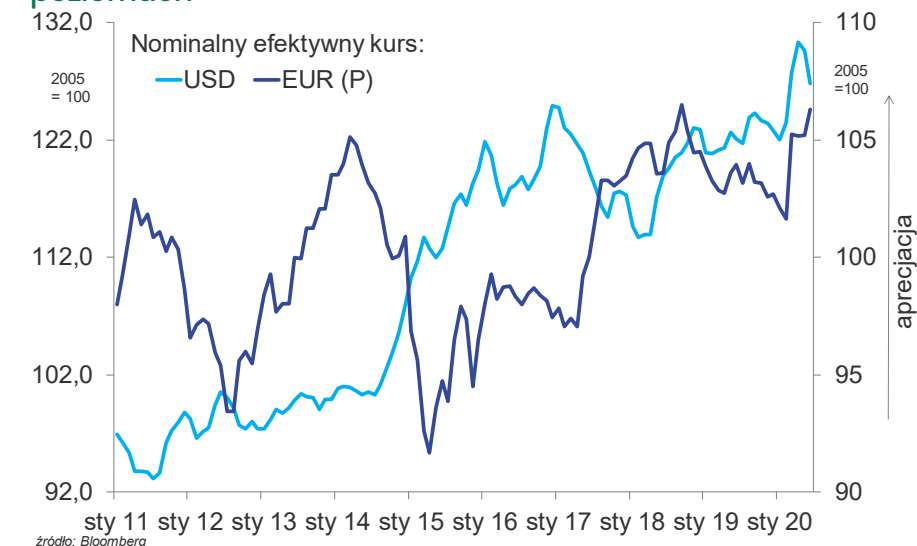




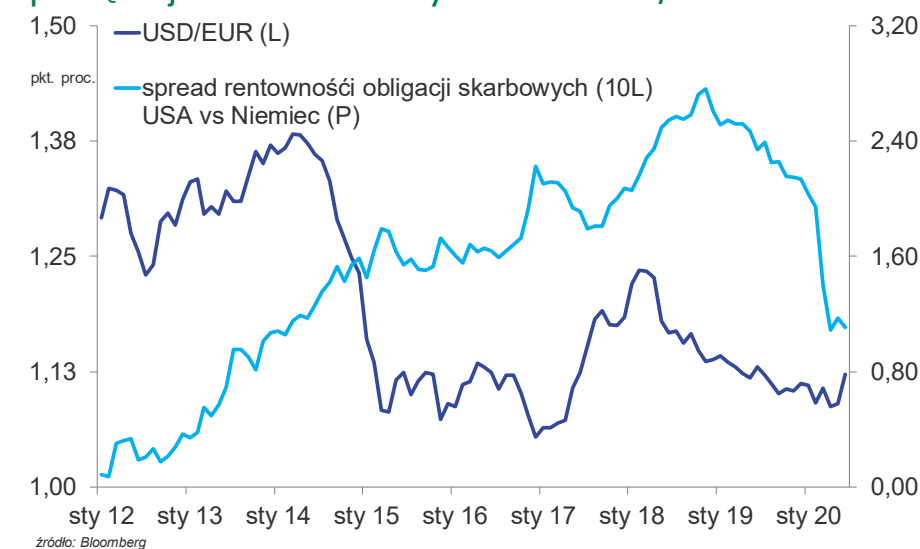
Propozycje Komisji Europejskiej dot. wspólnej reakcji polityki gospodarczej na kryzys pozytywne dla euro

- W marcu odnotowano jeszcze – w okresie najsilniejszego wzrostu awersji do ryzyka – wzmocnienie notowań dolara i euro (e relacji do koszyka walut) i osłabienie walut gospodarek wschodzących. W kwietniu i maju ograniczenie globalnej premii za ryzyko ograniczyło skalę odpływu kapitału zagranicznego z rynków wschodzących oraz aprecjację głównych walut rezerwowych.
- Uważamy, że najistotniejszym czynnikiem wpływającym na kursu euro wobec dolara pozostaną wątki dot. ograniczenia średnio- i długookresowych czynników ryzyka dla strefy euro.
- Jeżeli ostatecznie zostanie wdrożony wspólnotowy program reakcji na kryzys w kształcie przynajmniej zbliżonym do propozycji KE będzie oznaczało to wyraźne ograniczenie ryzyka dla kursu wspólnej waluty. Przyjmując takie założenie oczekujemy stabilizowania się kursu euro wobec dolara powyżej poziomu 1,10 USD/EUR. Silniejsze wzmocnienie euro będzie w naszej ocenie hamowane przez ograniczenie oczekiwań na wprowadzenie w USA ujemnych stóp procentowych sprzyjające notowaniom dolara.
- Gdyby natomiast ostatecznie propozycja KE (lub podobna do niej) nie zyskała poparcia, kurs euro wobec dolara zapewne osłabiłby się ponownie poniżej 1,10 USD/EUR.
- Nie oczekujemy, aby na notowania kursu USD/EUR istotnie wpływały wątki polityki pieniężnej, czy krótkoterminowych tendencji cyklicznych, przy globalnych tendencjach spowolnienia aktywności i bardzo silnego luzowania polityki monetarnej.
- Problemy w zakresie negocjacji UE – Wielka Brytania mogą początkowo wzmocniać wspólną walutę (kosztem funta brytyjskiego), jednocześnie gdyby pod koniec roku scenariusz braku umowy zyskiwał na prawdopodobieństwie, to w naszej ocenie wiązałyby się to z osłabieniem notowań także euro (choć oczywiście w mniejszej skali).

Stabilizacja notowań dolara i euro na silniejszych poziomach



Ograniczony wpływ zmian oczekiwań dot. polityki pieniężnej banków centralnych na kurs USD/EUR

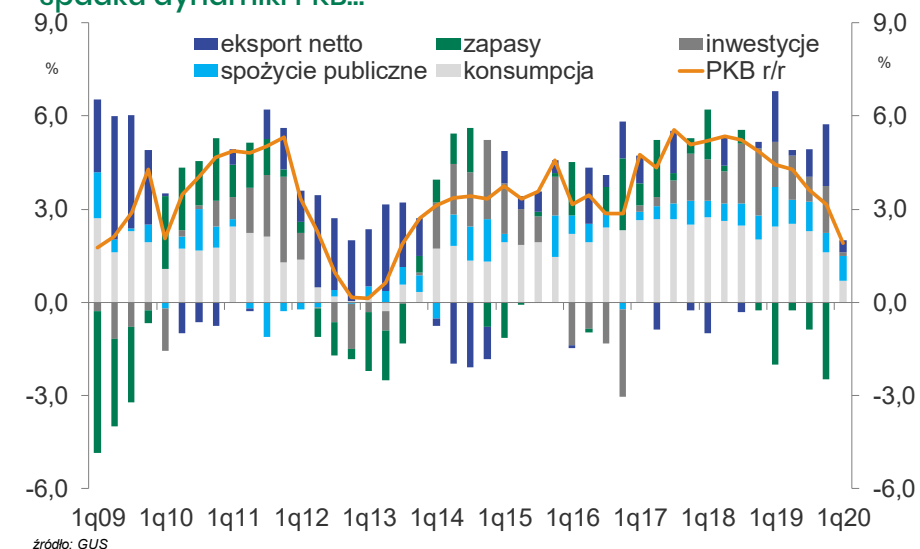




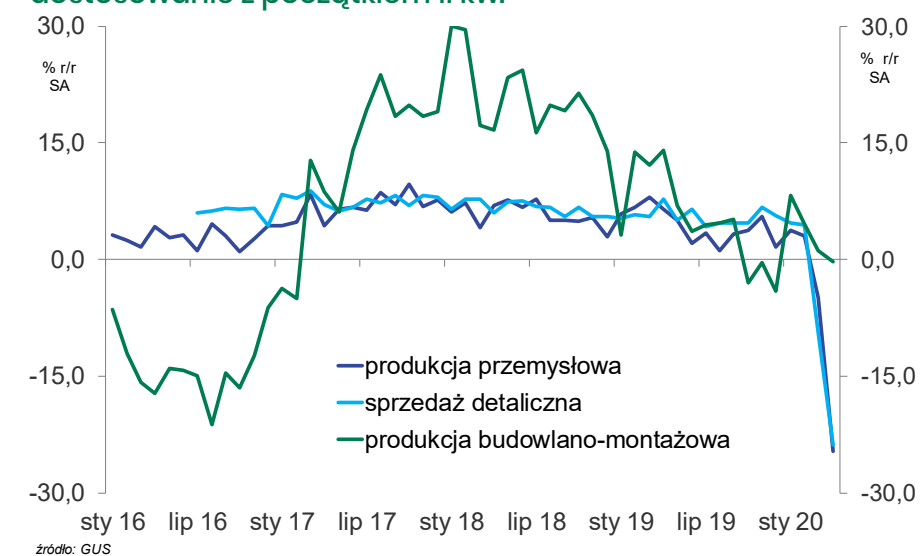
W I kw. ograniczona skala spowolnienia aktywności w Polsce, bardzo słabe kwietniowe wyniki krajowej gospodarki

- W I kw. odnotowano niezłe – jak na warunki pandemii – wyniki aktywności krajowej gospodarki, przy spadku PKB o 0,5% kw/kw (po oczyszczeniu z sezonowości) oraz wzroście o 1,9% r/r. Choć wpływ pandemii na dane za I kw. był jeszcze minimalny (obostrzenia obowiązujące jedynie przez drugą połowę marca), a w styczniu i lutym miało miejsce solidne odbicie aktywności po jej osłabieniu w IV kw. 2019 r., to na tle publikacji danych z USA czy Europy, wynik PKB w Polsce za I kw. wygląda naprawdę niezłe.
- Już mniej optymizmu płynie z kwietniowych danych, głównie w zakresie produkcji przemysłowej (spadek o ponad 20% r/r), choć w Polsce nie obowiązywały żadne formalne obostrzenia aktywności. W większym stopniu na te dane wpływała fatalna sytuacja w Europie (spadek produkcji o blisko 40% r/r w działach przetwórstwa o najwyższym udziale produkcji na eksport), a w części – odreagowanie bardzo dobrych marcowych wyników produkcji w przetwórstwie spożywczym oraz farmaceutyków.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami generalnie odporne na skutki pandemii pozostaje budownictwo, przy jedynie niewielkim osłabieniu produkcji w marcu i kwietniu, po bardzo dobrych wynikach za styczeń i luty. Przy niższym popycie na nowe inwestycje mieszkaniowe (kończenie już rozpoczętych inwestycji), wyraźne ożywienie z początkiem br. publicznych inwestycji infrastrukturalnych poprawiło dynamikę produkcji sektora w pierwszych miesiącach roku.
- Struktura danych od strony tworzenia PKB w I kw. wskazała na mniejsze, wobec obaw, dostosowanie w najbardziej dotkniętych sektorach usługowych, takich jak „zakwaterowanie i gastronomia” oraz „transport i gospodarka magazynowa”.

W I kw. br. umiarkowana – jak na warunki pandemii – skala spadku dynamiki PKB...



...dane kwietniowe zapowiadają zdecydowanie głębsze dostosowanie z początkiem II kw.



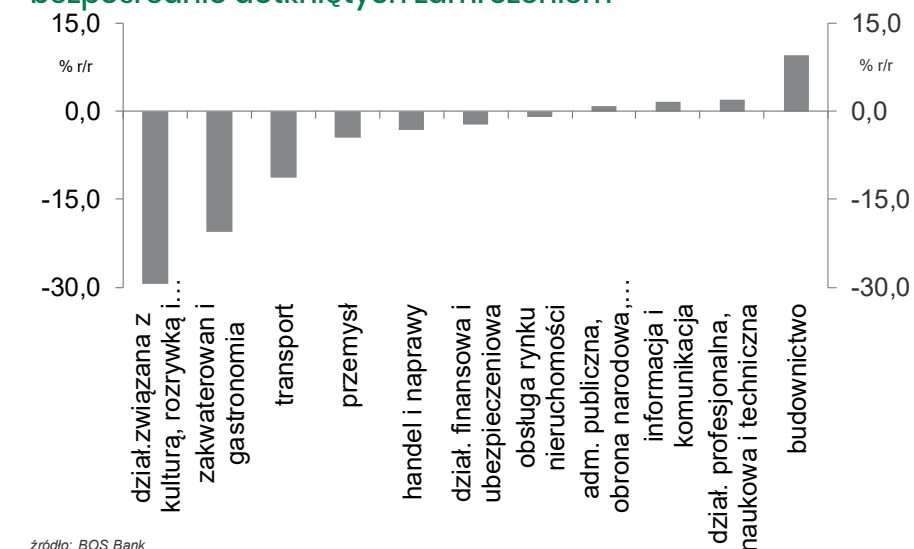


W 2020 silne różnicowanie aktywności w poszczególnych sektorach gospodarki

- Biorąc pod uwagę bezprecedensowy charakter spowolnienia, bardziej zasadna w 2020 r. wydaje się prognoza wzrostu aktywności w oparciu o założenia kształtowania się aktywności w poszczególnych sektorach gospodarki biorąc pod uwagę: - szacunki zewnętrznych ośrodków analitycznych wpływu pandemii na poszczególne sektory, - informacje bieżące dot. terminów zamrażania i odmrażania aktywności w poszczególnych sektorach, - założenia dot. skłonności powrotu konsumentów do aktywności (m.in. w oparciu o dane z chińskiej gospodarki oraz założenia mniejszych społecznych skutków epidemii), - różnicowanie pomiędzy sektorami w kontekście ryzyka zarażenia chorobą pracowników, czy też możliwości implementacji pracy on-line w prowadzeniu aktywności.
- W 2020 r. oczekujemy spadku PKB o ok. 2,0% r/r, przy najsilniejszej recesji w najbardziej i najtrwalej dotkniętych obostrzeniami sektorów: - kultura, rekreacja i rozrywka, - zakwaterowanie i gastronomia, - transport pasażerski (długa przerwa w prowadzeniu aktywności i znaczące obostrzenia co do jej wznowienia).
- Zakładamy, że po tąpnięciu aktywności przemysł relatywnie szybko odnotuje poprawę, przy łatwiejszym nadrobieniu popytu na towary niż usługi, choć oczywiście skala osłabienia aktywności trwale ograniczy popyt w całej gospodarce, w tym w handlu zagranicznym.
- Oczekujemy, że budownictwo pozostanie ważnym wsparciem dla PKB, przy założeniu silniejszego wzrostu inwestycji publicznych (jako jednego z kierunków luzowania polityki fiskalnej) oraz niskiej bazy odniesienia (dla rocznych dynamik).
- Ryzyko dla prognozy jest zdecydowanie asymetryczne w kierunku silniejszej recesji, w szczególności, biorąc pod uwagę powszechność i skalę pogorszenia nastrojów przedsiębiorstw. Jednocześnie jednak pozytywne efekty wspierające oczekiwania relatywnie łagodnej recesji to: - wycofywanie się z części wcześniej zapowiadanych ograniczeń (np. wakacyjne wyjazdy grupowe), - dane z rynku pracy potwierdzające póki co ograniczoną skalę likwidacji miejsc pracy.

2020-09-15
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Przewidywana w 2020 r. silna recesja w sektorach bezpośrednio dotkniętych zamrożeniem



źródło: BOS Bank

Choć pośrednie skutki pandemii silnie negatywne dla większości branż



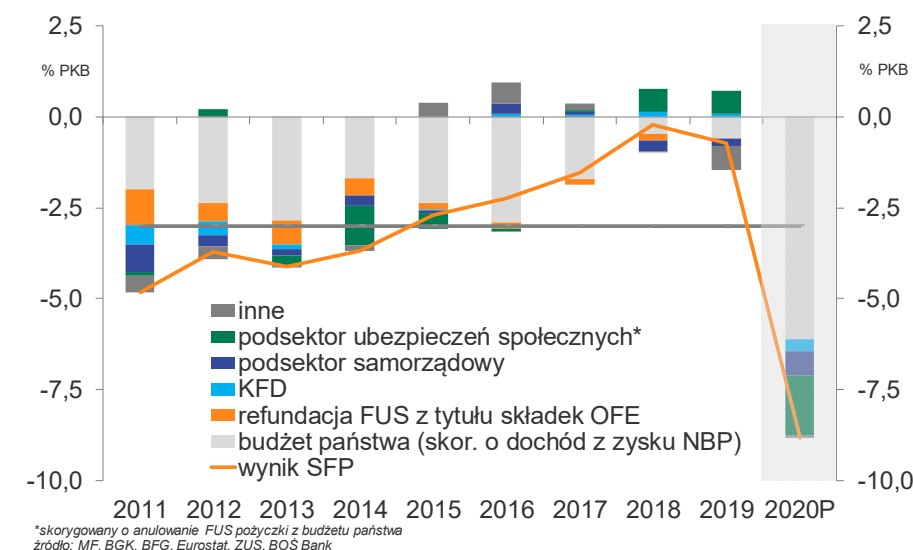
źródło: GUS



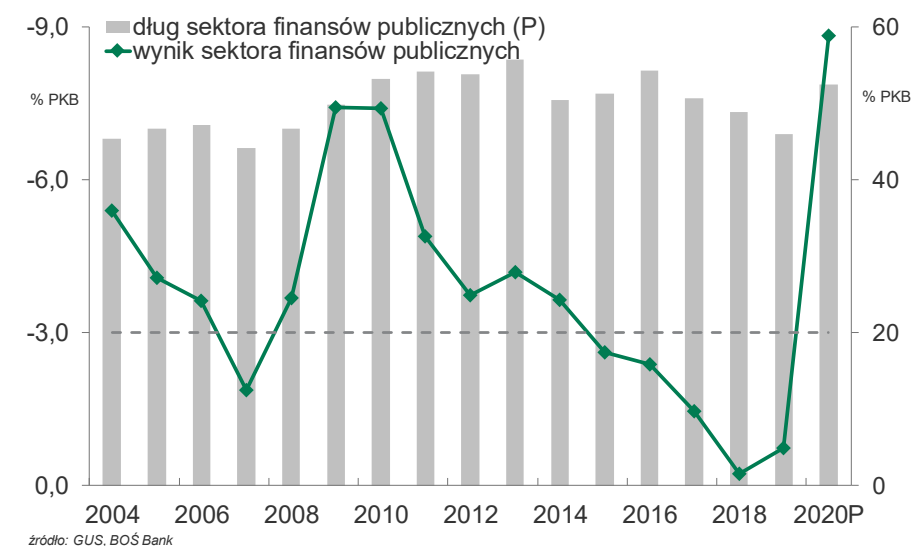
W warunkach recesji, znacząca skala poluzowania polityki fiskalnej

- W 2020 r. oczekujemy znaczącej skali wzrostu deficytu Sektora Finansów Publicznych w warunkach recesji gospodarczej (z cyklicznym ubytkiem dochodów) oraz programów rządowych mających na celu ograniczenie recesji (ubytek dochodów, wzrost wydatków).
- Główne założenia „Tarczy antykryzysowej” generującej wzrost deficytu SFP to: - okresowe zwolnienie ze składek ZUS, - dopłaty do wynagrodzeń zatrudnionych na umowę o pracę, - finansowanie postojowego dla umów cywilnoprawnych i samozatrudnionych, - wypłata zasiłku opiekuńczego (dla rodziców w okresie zamknięcia szkół), - program inwestycji publicznych (ok. 20 mld zł).
- Z opóźnieniem lub/i w ograniczonej skali na wyniki SFP będzie wpływać uruchomienie tarczy finansowej PFR (udzielenie 100 mld zł subwencji finansowych, częściowo bezzwrotnych) dla przedsiębiorstw, które ucierpiały wskutek pandemii koronawirusa.
- W związku z tym, że to PFR (który nie jest częścią sektora finansów publicznych) będzie administrował programem oraz emitował dług w celu sfinansowania go, w krótkim okresie program nie poskutkuje wzrostem deficytu i długu SFP. Dopiero w kolejnych latach, gdy konieczny będzie wykup wyemitowanych obligacji, to w części zwrotnej pożyczek planowane jest finansowe zasilenie PFR przez Skarb Państwa, co będzie podwyższało deficyt i dług SFP (o ok 3% PKB w l. 2022-25).
- Szacujemy, że deficyt SFP wyniesie w 2020 r. 8% - 9% PKB, przy pogorszeniu wyniku we wszystkich grupach jednostek finansów publicznych. Tak silny wzrost deficytu będzie miał charakter jednorazowy, jednocześnie biorąc pod uwagę globalny charakter kryzysu i działań antykryzysowych, taki wynik nie będzie niósł za sobą konsekwencji w kontekście przekroczenia limitu deficytu wynikających z regulacji unijnych. Przy silnym wzroście deficytu oczekujemy także wyraźnego wzrostu długu publicznego, powyżej 50% PKB.

Deficyt SFP w 2020 r. w granicach 8% - 9% PKB...



Skutkujący wzrostem długu publicznego powyżej 50% PKB

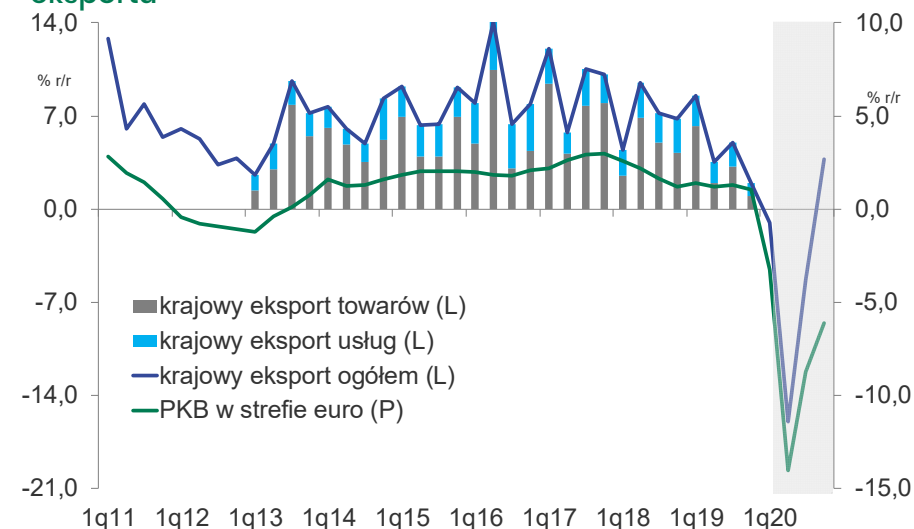




Bardzo silne spowolnienie sprzedaży eksportowej i inwestycji przedsiębiorstw, antycykliczny wzrost publicznych wydatków inwestycyjnych

- Choć to popyt krajowy będzie głównym obszarem spowolnienia aktywności krajowej gospodarki, w szczególności w zakresie usług konsumpcyjnych, to jednak tak silna skala spowolnienia aktywności wpłynie negatywnie na wyniki globalnego handlu zagranicznego towarami, czy też na popyt zagraniczny w zakresie usług biznesowych czy transportowych (stanowiący duży i rosnący udział polskiego eksportu).
- Biorąc pod uwagę powyższe oczekujemy silnego spadku eksportu. Ten spadek może natomiast być hamowany przez relatywnie wysoką odporność części usług na ograniczenia związane z pandemią, tj. niski udział usług turystycznych, a wysoki – usług, które mogły dostosować się poprzez pracę zdalną oraz ograniczoną skalę obostrzeń w zakresie usług transportowych (gdzie oddziaływały jedynie czynniki popytowe).
- Bardzo silne osłabienie popytu konsumpcyjnego i eksportowego oraz tąpnięcie wyników finansowych firm, przełoży się zapewne na gwałtowną redukcję wartości nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw.
- Przy relatywnie stabilnej sytuacji finansowej firm deweloperskich oczekujemy, że rozpoczynane w minionych kwartałach inwestycje zostaną ukończone, stąd notowany obecnie duży spadek liczby nowo rozpoczynanych inwestycji będzie stopniowo i z opóźnieniem wpływał na spowolnienie dynamiki inwestycji mieszkaniowych.
- Przy dominującym trendzie spadkowym inwestycji prywatnych oczekujemy silnego wzrostu inwestycji publicznych, w tym inwestycji infrastrukturalnych. Choć sektor samorządowy, przy ograniczeniach finansowych, nie będzie zwiększał wydatków inwestycyjnych, to na poziomie centralnym oczekujemy dużego wzrostu wydatków, w tym deklarowanych dodatkowych wydatków inwestycyjnych na poziomie ok. 20 mld zł., zgodnie z zapowiedziami pierwszej wersji tarczy antykryzysowej. Sądzymy, że dynamiczny wzrost wydatków publicznych szczebla centralnego zrekompensuje wyzwania wydatkowe sektora samorządowego i stopniowo słabnącą aktywność na rynku mieszkaniowym.

Globalny lockdown silnym osłabieniem dla krajowego eksportu



źródło: GUS, Eurostat, BOS

Tąpnięcie inwestycji prywatnych, antycykliczne zwiększenie publicznych wydatków inwestycyjnych



* wartość szacunkowa - inwestycje ogółem pomniejszone o inwestycje rynku mieszkaniowego oraz sektora SFP
źródło: GUS, Eurostat, MF, BOS Bank



Wyraźne osłabienie sytuacji na krajowym rynku pracy i tym samym dynamiki spożycia gospodarstw domowych

- Przy najsilniejszym od 30 lat spowolnieniu polskiej gospodarki oczekujemy istotnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Wdrażane rozwiązania w ramach Tarczy anty kryzysowej ograniczą skalę tego spadku (co jest widoczne już w II kw.). Natomiast przy tak silnych i często długotrwałych zmianach w gospodarce należy liczyć się z utratą ok. 500-600 tys. miejsc pracy i wzrostem stopy bezrobocia (7,0% - 7,5% dla stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec br.)
- W krótkim okresie dane nt. zatrudnienia (najbardziej stabilne, gdyż oparte o umowy o pracę) pogorszyły się istotnie, w części jest to jednak efekt okresowy (ograniczenie wymiaru etatu pracownika, a nie liczby etatów na co wskazują dużo lepsze dane dot. liczby pracujących wobec przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw). Z tego względu, choć dynamika zatrudnienia może nie pogorszyć się już bardzo istotnie względem II kw., to będzie już lepiej odzwierciedlała skalę utraty miejsc pracy.
- Silniejszej skali osłabienia oczekujemy w ujęciu liczby pracujących danych BAEL obejmujących zatrudnienie w ramach umów cywilnoprawnych i samozatrudnienia. Generalnie dotyczy to mniej trwałych miejsc pracy, ponadto często o większym udziale najsilniej dotkniętych sektorów usługowych.
- Pomimo silnego ograniczenia liczby miejsc pracy, wzrost stopy bezrobocia będzie hamowany (w porównaniach historycznych) ograniczeniem zatrudnienia migrantów oraz zmianą struktury demograficznej (niższa skala napływu absolwentów, przejście na emeryturę osób dotychczas pracujących w wieku emerytalnym).
- W 2020 r. oczekujemy głębokiego osłabienia dynamiki spożycia gospodarstw domowych. W II kw. głównym powodem tego ograniczenia będzie brak możliwości wydatkowania dochodu (zamknięte sklepy, część usług), w dłuższym horyzoncie skalę wzrostu konsumpcji będzie ograniczał silny spadek dynamiki dochodów, przy gwałtownym spadku dochodów z pracy najemnej i wygasającego pozytywnego wpływu (na dynamiki, nie poziomu) efektu dotychczasowego wzrostu transferów społecznych.

2020-06-5

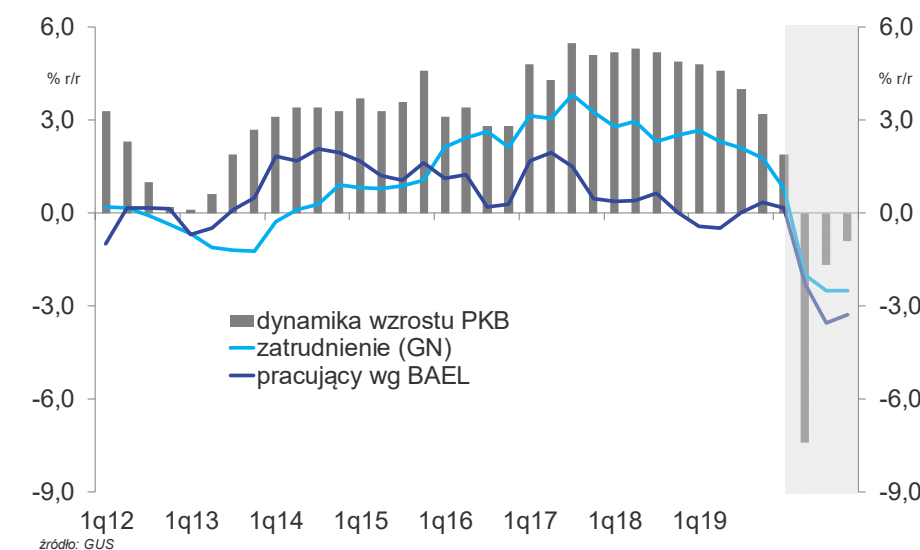
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Póki co silniejsze ograniczenie wymiaru etatów pracowników niż miejsc pracy



źródło: GUS

W średnim okresie nieuniknione wyraźne ograniczenie liczby miejsc pracy w gospodarce



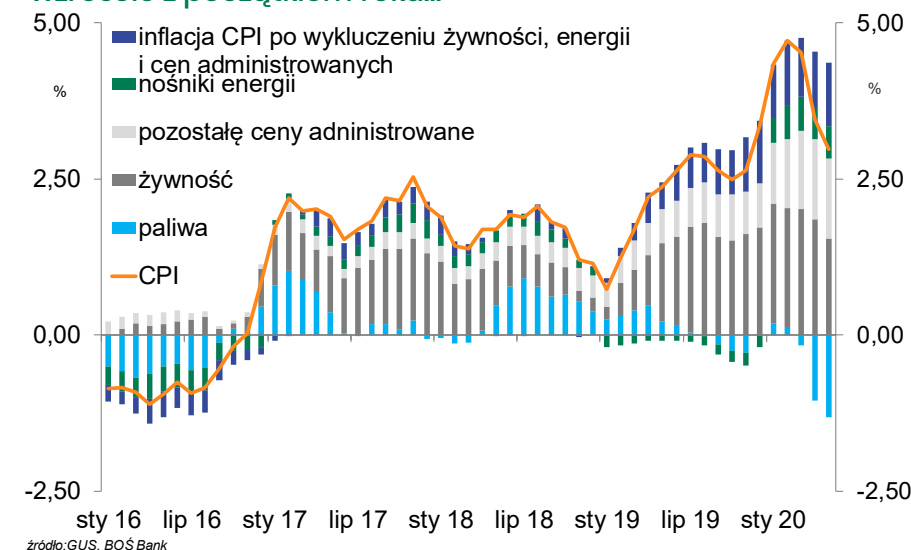
źródło: GUS



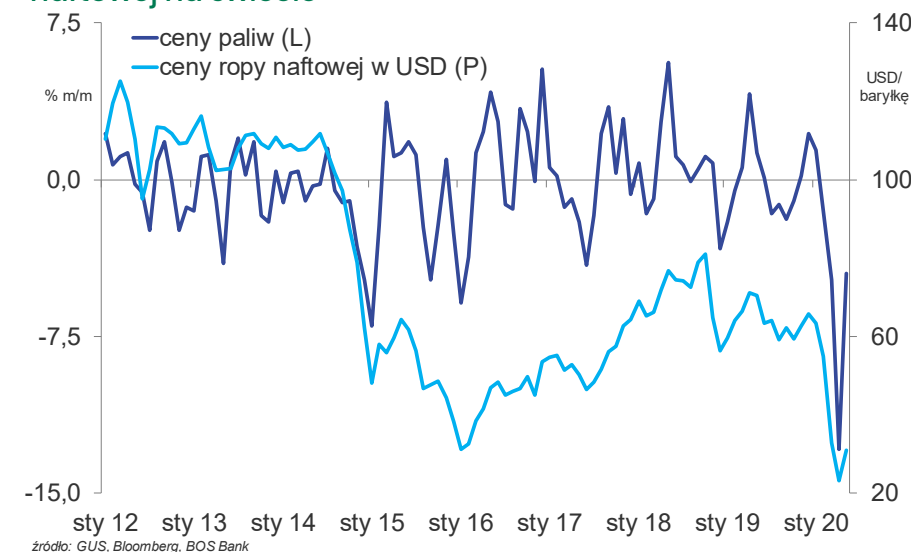
Po silnym wzroście inflacji z początkiem 2020 r., w II kw. jej dynamiczny spadek efektem silnej korekty spadkowej cen ropy naftowej

- Na przełomie I i II kw. doszło do znaczącego spadku inflacji CPI, po jej silniejszym wzroście w pierwszych miesiącach roku. Decydującym czynnikiem spadku inflacji była gwałtowna zniżka cen ropy naftowej implikująca dynamiczny spadek cen paliw. W pozostałych kategoriach odnotowano już zdecydowanie mniejszy spadek (żywność) lub nawet wzrost (inflacja bazowa).
- Jednocześnie analiza danych dot. inflacji bazowej na przełomie I i II kw. jest utrudniona ze względu na niespotykany dotychczas metodologiczny problem braku dostępności danych w warunkach zamrożenia aktywności części handlu detalicznego oraz usług.
- Zgodnie z informacjami GUS te brakujące dane były uzupełniane różnymi metodami – np. przez uwzględnianie „standardowych” dla minionych lat wzorów sezonowych dynamiki cen lub założenie o stałości cen wobec poprzedniego miesiąca. W niektórych przypadkach positkowano się alternatywnymi źródłami informacji, np. ze źródeł internetowych.
- Powyższy problem znacząco utrudnia analizę danych z punktu widzenia poziomu punktu startowego prognozy. Niespotykany w dotychczas w analizie danych wpływ pandemii skutkuje także wyższym ryzykiem dla prognozy średnioterminowej z uwagi na potencjalne różnokierunkowe zmiany o charakterze podażowym i popytowym na kształtowanie się cen (tj. wyższe koszty funkcjonowania wielu punktów usługowych „przerzucane” na klienta wobec ryzyka osłabienia popytu).

Silny spadek inflacji CPI w kwietniu i maju, po jej silniejszym wzroście z początkiem roku...



...w warunkach rzadko spotykanej skali spadku cen ropy naftowej na świecie

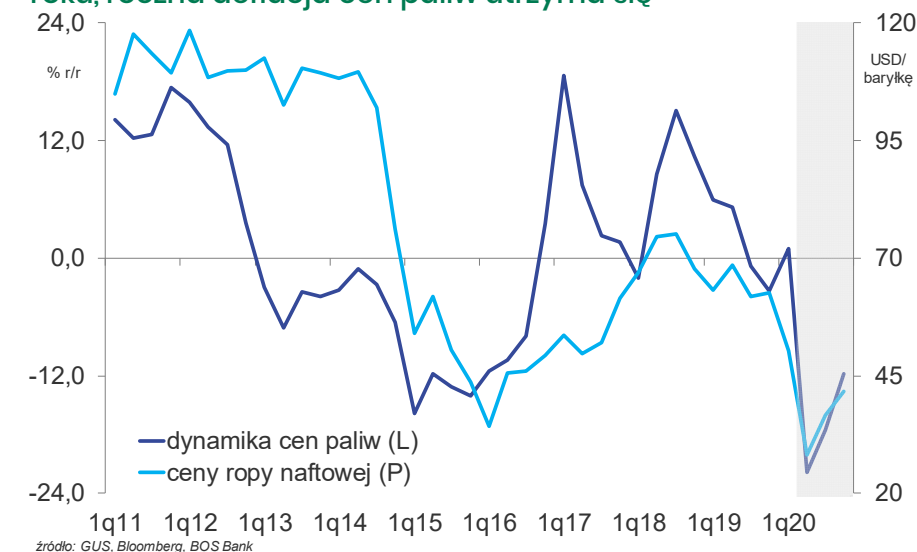




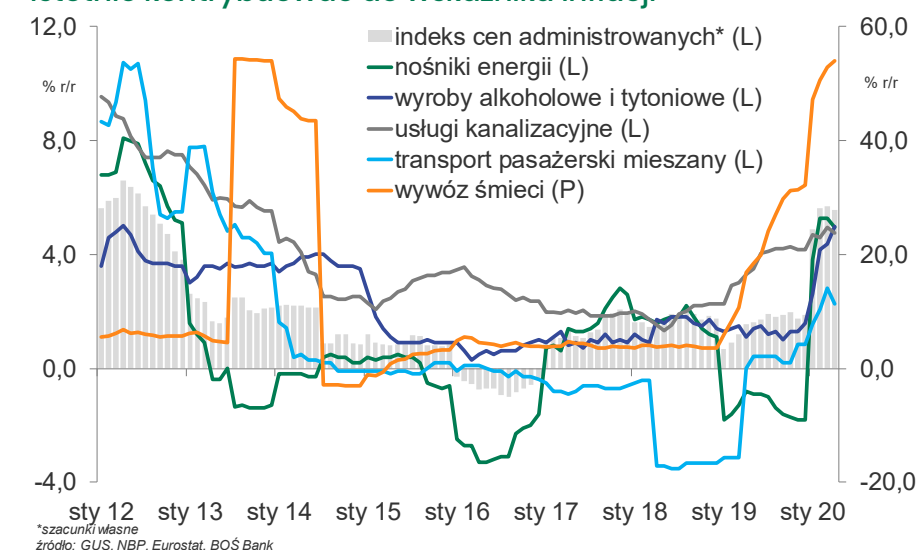
Trwalszy dezinflacyjny efekt po stronie paliw i podwyższający inflację efekt podwyżek cen administrowanych

- Nawet oczekując jeszcze dalszego lekkiego wzrostu cen ropy naftowej w II poł. br. (zakładając odbicie aktywności gospodarczej) w kierunku 45 USD/baryłkę, cena surowca pozostanie niższa niż przed rokiem. Z tego względu, choć w mniejszej skali niż w samym II kw., ujemna kontrybucja do wskaźnika CPI cen paliw będzie utrzymywać się także w kolejnych kwartałach.
- Szacujemy, że w II poł. br. paliwa odejmą ok. 0,5 pkt. proc. z rocznego indeksu inflacji CPI.
- W przeciwnym kierunku będą z kolei oddziaływały dokonane z początkiem br. podwyżki cen tych towarów i usług, na które istotny wpływ mają decyzje administracyjne. Dokonane znaczące podwyżki cen w tej grupie towarów i usług (m.in. ceny energii elektrycznej, wywozu śmieci, w transporcie publicznym, podwyżka stawki akcyzy na wyroby alkoholowe i tytoniowe) będą obowiązywały przez cały rok, podtrzymując podwyższoną roczną dynamikę cen. Jedynie w kategorii wywóz śmieci wyraźny wzrost bazy odniesienia będzie skutkował lekkim spadkiem rocznej dynamiki w II poł br., nawet przy założeniu utrzymania bieżących podwyżek cen.
- Według naszych szacunków w całym 2020 r. kontrybucja tych dóbr i usług (nośniki energii, alkohol i tytoń oraz pozostałe ceny administrowane) wyniesie ponad 1,5 pkt. proc.

Nawet przy założeniu wzrostu cen ropy naftowej w II poł roku, roczna deflacja cen paliw utrzyma się



Podwyżki cen administrowanych będą przez cały br. istotnie kontrybuować do wskaźnika inflacji

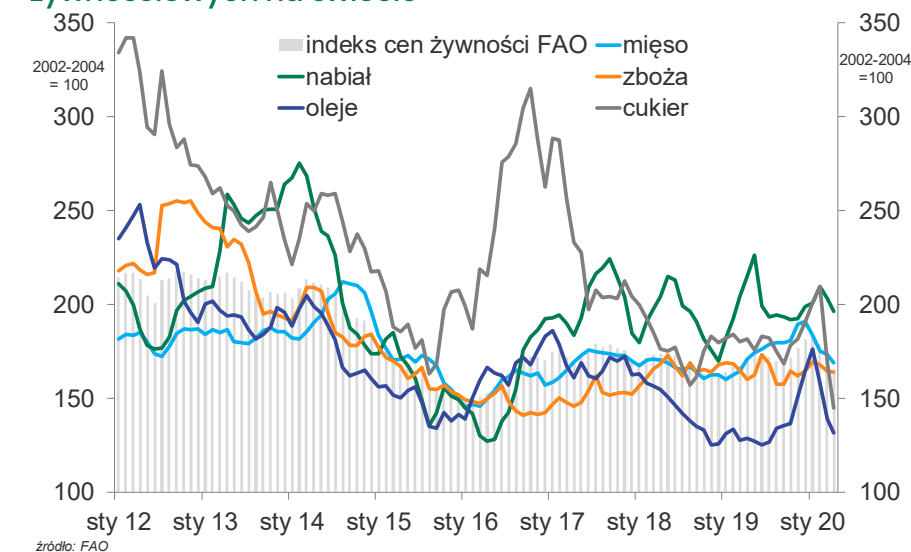




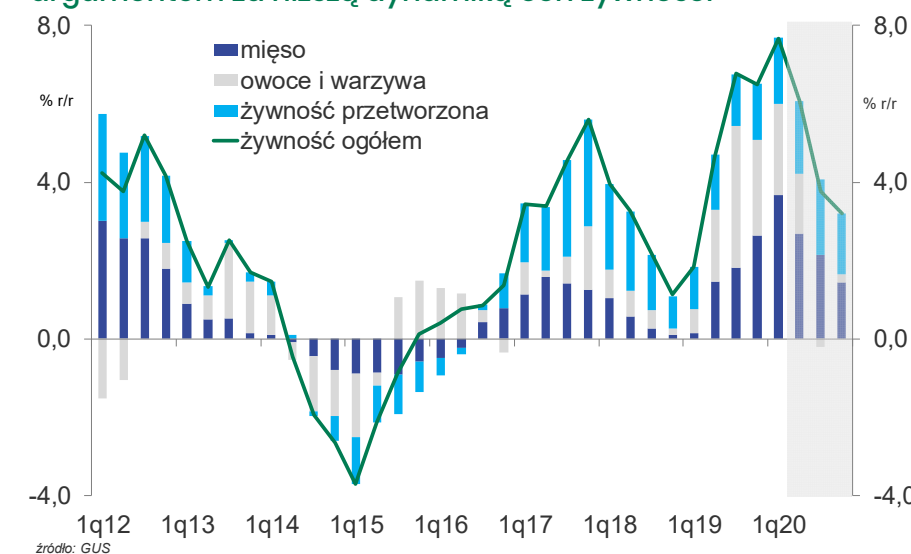
W 2020 r. oczekiwany spadek dynamiki cen żywności

- Zakładając, że bieżące spadki cen surowców żywnościowych w części wynikają z ograniczeń po stronie handlu zagranicznego w okresie pandemii, nie oczekujemy silnego trendu spadkowego cen żywności przetworzonej. Zakładamy, że ceny surowców żywnościowych będą stabilizować się, co przy lekkiej deprecjacji złotego, niższych kosztach energii (gł. paliwa) powinno stabilizować / lekko obniżyć roczną dynamikę cen żywności przetworzonej.
- Stopniowego trendu spadkowego oczekujemy w przypadku cen mięsa. Choć problemy podażowe na rynku wieprzowiny utrzymują się, to przy założeniu braku ich pogłębienia i jednocześnie coraz wyższych bazach odniesienia (dynamiczny wzrost cen wieprzowiny w ub.r.) można oczekiwać spadku rocznej dynamiki cen.
- Przy dotychczasowych problemach pogodowych (susza) nie oczekujemy silnej deflacji cen warzyw, pomimo ich dynamicznych wzrostów w minionych dwóch latach. W kierunku wzrostu cen owoców i warzyw mogą też wpływać – o ile utrzymają się – krótkookresowe zaburzenia dot. podaży pracy w rolnictwie (związane z pandemią). Jednocześnie jednak wyraźna poprawa warunków meteorologicznych w maju (wyższe opady) ograniczyła skalę nieurodzaju na rynku warzyw i tym samym ogranicza presję na wzrost cen w tej grupie żywności.
- Szacujemy, że na koniec 2020 r. roczna dynamika cen żywności obniży się poniżej 4,0% r/r, wobec wzrostu o ponad 7,5% r/r w I kw.

Ograniczony potencjał do dalszego spadku cen surowców żywnościowych na świecie



Niższa kontrybucja cen mięsa oraz owoców i warzyw argumentem za niższą dynamiką cen żywności

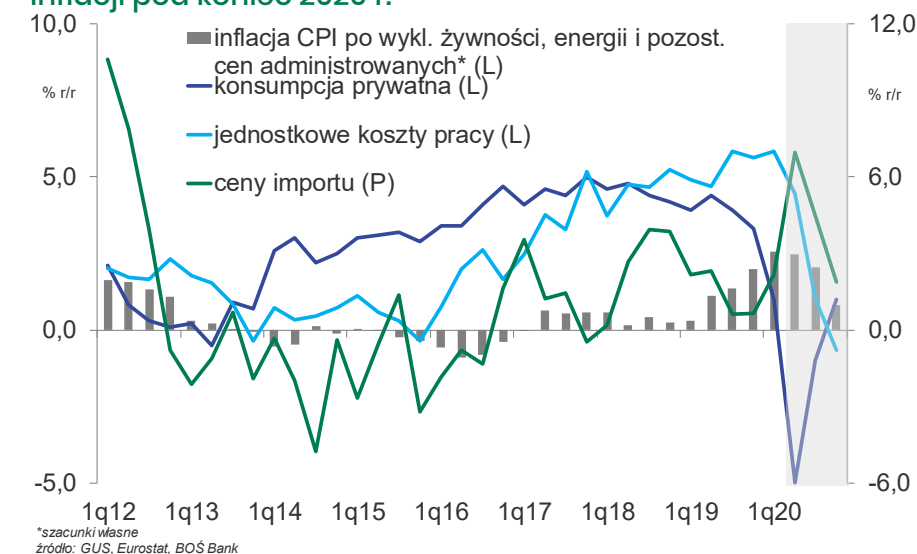




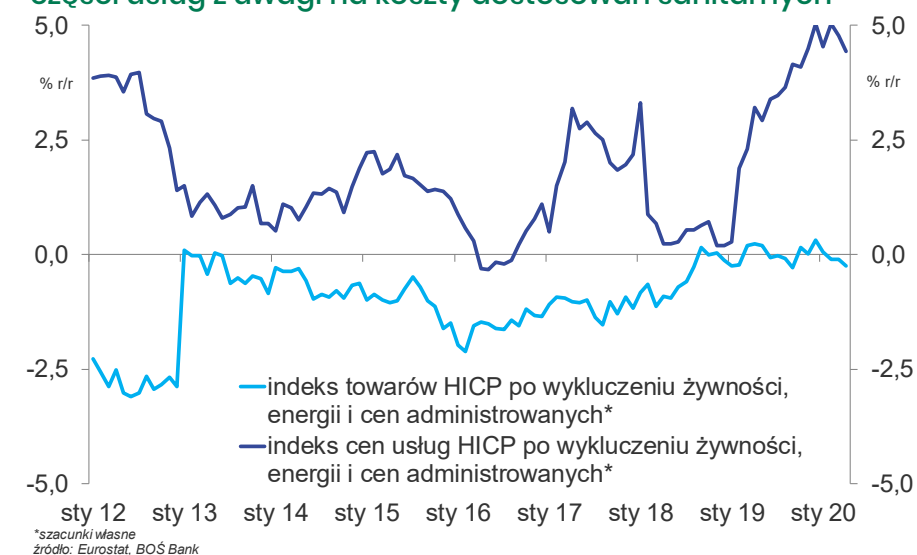
W dłuższym okresie efekty popytowe powinny zdominować ewentualny wzrost cen z tytułu dostosowań kosztowych po pandemii

- Wysoką niepewnością – jako średnioterminowy skutek pandemii – obarczona jest prognoza cen inflacji bazowej po wykluczeniu cen administrowanych.
- Z jednej strony wyraźne osłabienie popytu konsumpcyjnego będzie przekładać się na bardzo silny spadek cen w całej grupie towarów i usług najsilniej podatnych na zmiany cykliczne w gospodarce. Z drugiej strony, przynajmniej częściowo, przedsiębiorstwa mogą próbować przetrzucać na klientów część wyższych kosztów związanych z dostosowaniami do nowych warunków sanitarnych (wyposażenie, ograniczenie liczby klientów).
- W naszej ocenie w dłuższym okresie silne efekty cykliczne (niższy popyt, niższe koszty pracy, niższe ceny paliw) poskutkują bardzo wyraźnym spadkiem inflacji cen w tej grupie towarów i usług (z prawdopodobną ich deflacją z początkiem 2021 r.). W krótkim okresie ten spadek może być jeszcze ograniczany wskazanymi powyżej efektami przetrzucania dostosowań kosztowych, w szczególności w okresie „nadrabiania” korzystania przez konsumentów z niedostępnych przez pewien czas usług. Dodatkowo w krótkim okresie wpływ na dynamikę cen (w kierunku jej podwyższenia) mogą mieć opisane wcześniej kwestie metodologiczne związane z ograniczoną dostępnością danych.
- Szacujemy, że pod koniec roku konstruowany przez nas indeks CPI po wykluczeniu żywności, energii oraz cen administrowanych obniży się do ok. 1,0% r/r z ok. 2,5% r/r w I poł. br., co przełoży się na spadek kontrybucji we wzrost CPI do 0,2 pkt. proc. z ok. 1,0 pkt. proc. z początkiem br.
- Według naszych analiz najwyższym ryzykiem podwyżek cen obciążone są usługi medyczne, w tym sanatoryjne, usługi związane z opieką oraz transportem.

Silne dostosowania cykliczne powodem istotnego spadku inflacji pod koniec 2020 r.



W krótkim okresie ryzyko wyższej presji na wzrost cen części usług z uwagi na koszty dostosowań sanitarnych

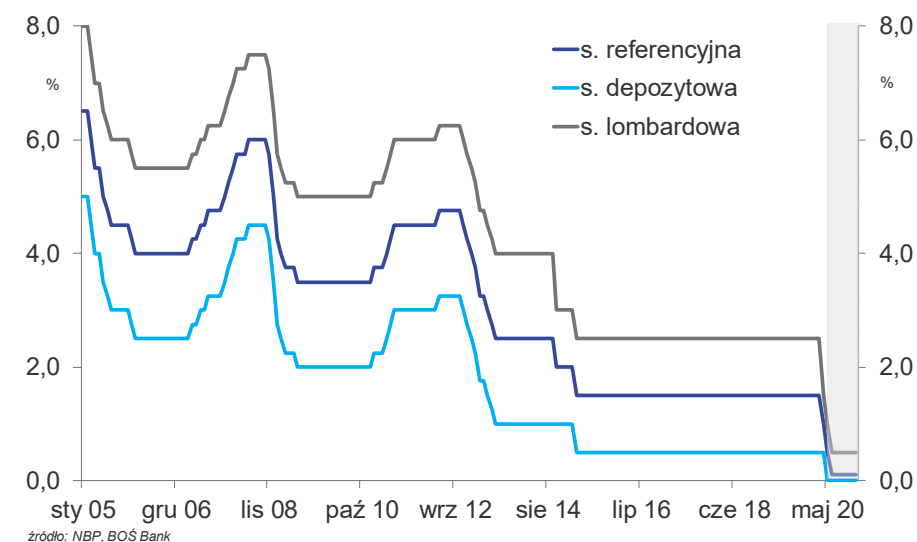




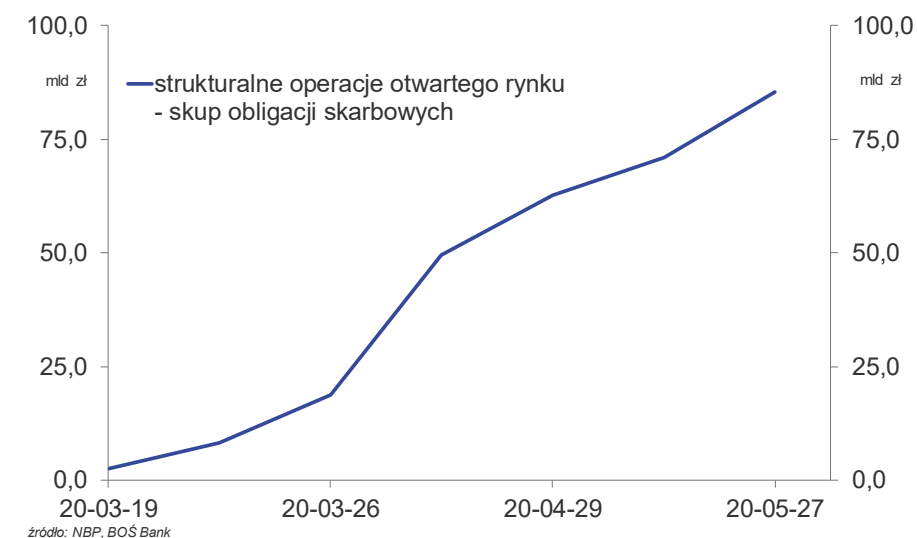
NBP dołącza do banków centralnych z programem QE oraz ze stopą referencyjną bliską zera

- Od marca do maja RPP dokonała silnego poluzowania polityki monetarnej – obniżyła stopę referencyjną o 140 pkt. baz. do 0,1%, stopę lombardową do 0,5% oraz depozytową do 0,0%. Tym samym NBP dołączył do banków centralnych o zerowym poziomie stóp.
- Jednocześnie w ramach działań antykryzysowych Rada uruchomiła nowe narzędzie skup obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa (papierów PFR i BGK). NBP nie podał żadnych informacji dot. ram programu (oczekiwaną wartość, czas skupu).
- W komunikacie po majowym posiedzeniu, po obniżce stopy referencyjnej do 0,1%, RPP nie zasygnalizowała zakończenia cyklu obniżek stóp NBP. Pomimo braku tego sygnału, naszym zdaniem ostatecznie cykl obniżek stóp 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 0%; – rezerwę innych banków centralnych (Fed) wobec polityki ujemnych stóp; – bardzo ostrożne wypowiedzi członków Rady wskazujących na taką opcję (raczej wskazywanie na inne opcje niestandardowych działań w polityce monetarnej).
- Sądzymy, że jeśli doszłoby do pogorszenia sytuacji gospodarczej Rada zdecyduje się raczej na rozszerzenie działań niekonwencjonalnych, np. wprowadzenie długoterminowych operacji zasilania sektora bankowego w finansowanie (typu LTRO w EMU) lub zwiększenie skali skupu aktywów finansowych.
- 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.

Stopy procentowe w okolicach 0% przynajmniej do końca 2020 r.



Znacząca skala skupu obligacji w ramach operacji strukturalnych otwartego rynku NBP

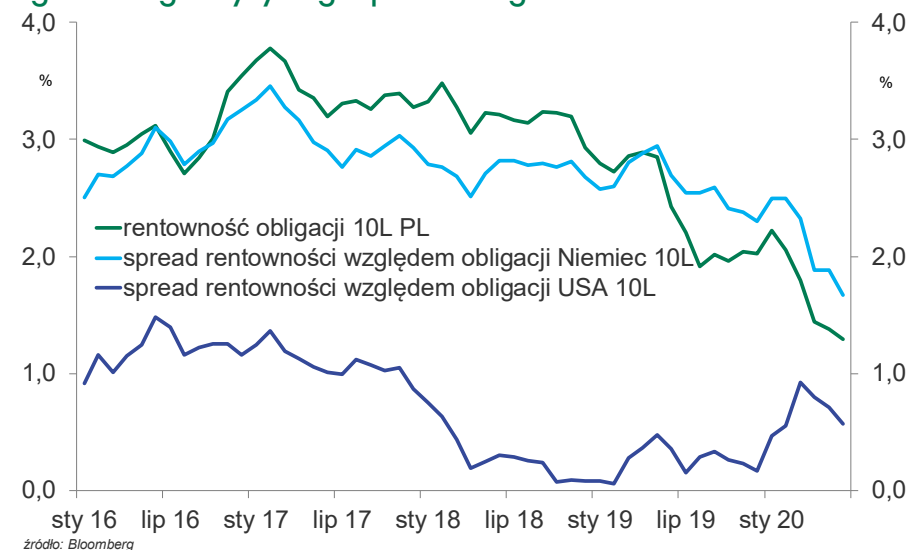




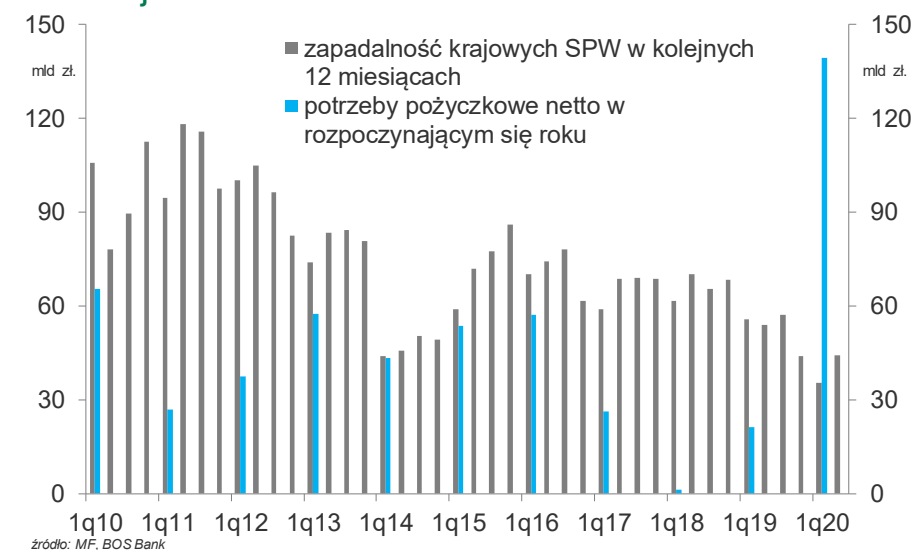
Pomimo oczekiwanego wzrostu, działania NBP będą utrzymywać rentowności SPW na bardzo niskich poziomach

- Pomimo silnego wzrostu globalnej premii za ryzyko w marcu i na początku kwietnia, jak również pomimo bardzo znaczącego wzrostu oczekiwanej skali podaży SPW w związku z luzowaniem polityki fiskalnej, rentowności obligacji skarbowych w minionych tygodniach obniżyły się do kolejnych historycznie niskich poziomów. Spready rentowności obligacji krajowych wobec odpowiedników z rynków bazowych generalnie nie zmieniły się istotnie.
- Wyższym cenom obligacji sprzyjały znaczące redukcje stóp procentowych NBP, ale przede wszystkim rozpoczęcie przez bank centralny operacji skupu obligacji, ograniczające negatywny wpływ odpływu kapitału zagranicznego z rynku obligacji.
- W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych z historycznych minimów z II kw. w warunkach: – stopniowego ustępowania najbardziej negatywnych scenariuszy rozwoju gospodarczego na świecie, oddalającego oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne; – w rezultacie w warunkach niższej premii za ryzyko, ale gwałtownego wzrostu długu skarbowego na świecie – stopniowych, wzrostów rentowności obligacji na rynkach bazowych; – założenia zakończenia cyklu redukcji stóp procentowych przez NBP; – gwałtownego wzrostu podaży papierów skarbowych w kraju, w związku z silnym poluzowaniem krajowej polityki fiskalnej.
- Zakładamy, że NBP będzie aktywny na rynku obligacji aby nie dopuścić do gwałtownego spadku cen obligacji skarbowych, nie będzie natomiast – zakładając stabilizowanie się sytuacji gospodarczej i rynkowej – dążyć do utrzymania bieżących historycznie wysokich ich poziomów w długim okresie i będzie preferował stopniowe ograniczanie zaangażowania na rynku, szczególnie przy potencjalnej presji na złotego.
- Skalę wzrostu rentowności (umożliwiając ograniczenie aktywności NBP) powinno ograniczać utrzymanie ultra-luźnej polityki pieniężnej Fed i EBC oraz utrzymanie solidnego popytu krajowego sektora bankowego na polskie obligacje.

Stabilne poziomy krajowych rentowności, pomimo globalnego kryzysu gospodarczego...



...oraz gwałtownej skali luzowania krajowej polityki fiskalnej

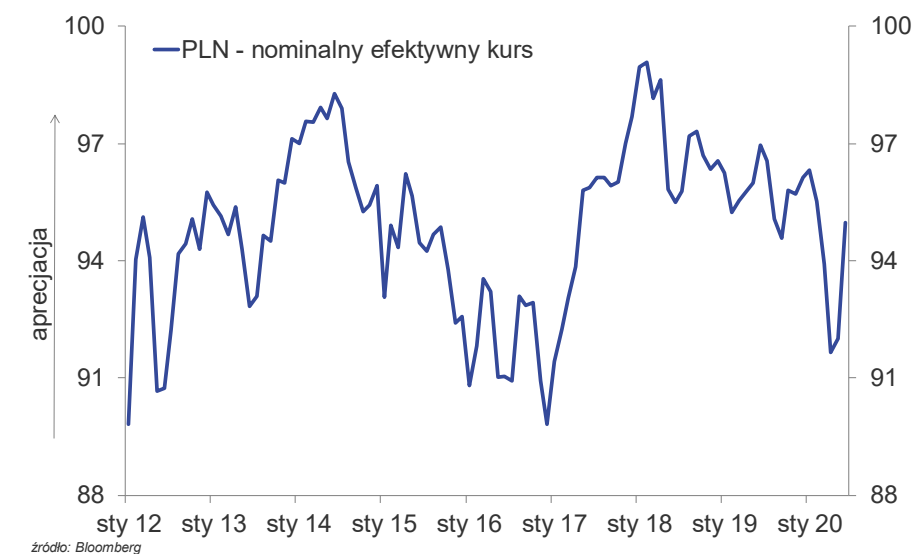




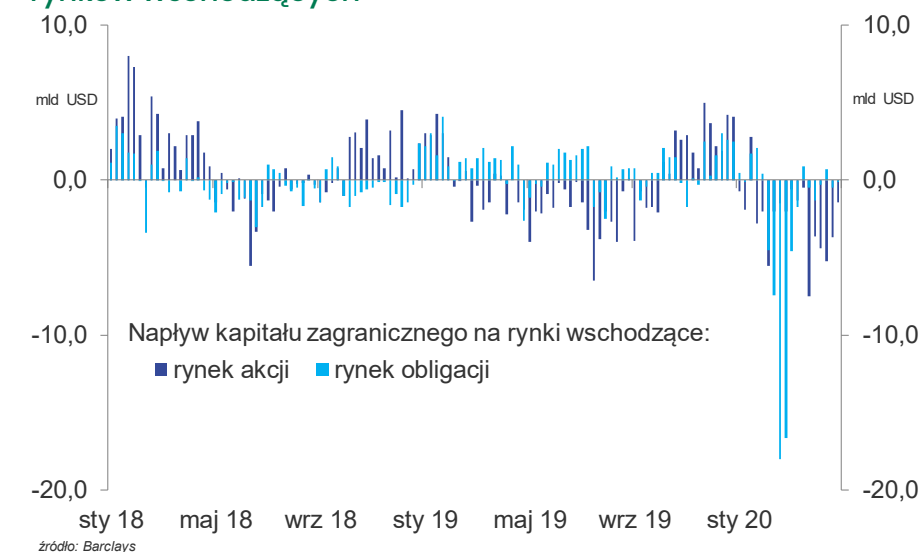
Złoty pod presją globalnej premii za ryzyko, w średnim okresie może silniej ciężyć polityka NBP

- Wzrost globalnej awersji do ryzyka poskutkowało silnym odpływem kapitału zagranicznego z rynków wschodzących i tym samym wyraźną deprecjacją tych walut. Kurs złotego silnie tracił na wartości do początku kwietnia osłabiając się o ok. 4,5% (w relacji do koszyka walut), w tym okresowo powyżej 4,55 PLN/EUR, 4,20 PLN/USD i 4,30 PLN/CHF.
- Stabilizowanie się sytuacji rynkowej w trakcie kwietnia poskutkowało ograniczeniem presji na notowania walut rynków wschodzących, w tym kursu złotego. Silniejsze wzmocnienie złotego poniżej 4,45 PLN/EUR odnotowano na przełomie maja i czerwca.
- Wraz z stabilizowaniem się sytuacji rynkowej globalnie oraz biorąc pod uwagę nasze prognozy relatywnie łagodnej skali recesji oczekujemy w II poł br. stopniowej aprecjacji złotego w kierunku 4,35 PLN/EUR i 4,10 PLN/CHF.
- Z drugiej strony biorąc pod uwagę długi okres wyższej premii za ryzyko zakładamy trwale słabszy kurs złotego w porównaniu do wcześniejszych oczekiwań.
- Istotnym czynnikiem ograniczającym atrakcyjność polskiej waluty jest polityka pieniężna NBP. Wysoka skala obniżek stóp poskutkowało dołączeniem NBP do grona banków centralnych z zerowymi stopami procentowymi redukując potencjalny pozytywny dla złotego efekt wyższych, dodatnich stóp.
- Skup obligacji przez NBP w średnim okresie może wspierać krajowe aktywa jeżeli rzeczywiście poluzowanie fiskalne będzie miało charakter okresowy, a cyklicznie pomoże złagodzić skalę osłabienia gospodarki. Jednocześnie jednak niepewność rynkową może zwiększać brak zarysowanego planu skupu aktywów (prognozowana wartość / terminy operacji odkupu obligacji) oraz potencjalne obawy rynkowe przed scenariuszem zbyt silnego zaangażowania NBP w papiery skarbowe oraz gwarantowane przez SP, co może w długim okresie być interpretowane jako bezpośrednie monetarne finansowanie deficytu przez bank centralny. Na takie ryzyko zwróciła agencja Fitch w nocy z 3. czerwca.

W marcu i kwietniu silna deprecjacja kursu złotego...



...przy globalnych tendencjach odpływu kapitału z rynków wschodzących



Dane i prognozy makroekonomiczne

| wskaźniki krajowe | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Produkt Krajowy Brutto | % r/r | 1,4 | 3,3 | 3,8 | 3,1 | 4,9 | 5,3 | 4,1 | -2,0 |
| Popyt krajowy | % r/r | -0,6 | 4,8 | 3,3 | 2,3 | 4,9 | 5,6 | 3,0 | -3,6 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 0,3 | 2,6 | 3,0 | 3,9 | 4,5 | 4,2 | 3,9 | -1,1 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | -1,1 | 10,0 | 6,1 | -8,2 | 4,0 | 9,4 | 7,2 | -12,2 |
| Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB | % PKB | 2,0 | -1,3 | 0,6 | 0,8 | 0,3 | 0,0 | 1,3 | 0,7 |
| Produkt Krajowy Brutto | mld PLN | 1 657 | 1 720 | 1 800 | 1 861 | 1 989 | 2 120 | 2 274 | 2 298 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących | % PKB | -1,3 | -2,1 | -0,6 | -0,5 | 0,1 | -1,0 | 0,5 | 2,2 |
| | mld EUR | -5,0 | -8,5 | -2,4 | -2,2 | 0,3 | -5,0 | 2,5 | 14,3 |
| Transfery z Unii Europejskiej* | mld EUR | 15,7 | 16,5 | 13,0 | 10,0 | 11,1 | 15,7 | 22,7 | 16,0 |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego | %, śr. | 13,5 | 12,3 | 10,5 | 8,9 | 7,3 | 6,1 | 5,4 | 7,0 |
| Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej | % r/r | -1,1 | 0,2 | 0,9 | 2,3 | 3,3 | 2,6 | 2,2 | -1,6 |
| Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej | % r/r | 3,4 | 3,6 | 3,3 | 3,8 | 5,3 | 7,2 | 7,2 | 4,5 |
| | % r/r, real. | 2,5 | 3,6 | 4,3 | 4,4 | 3,2 | 5,4 | 4,9 | 1,8 |
| Inflacja CPI | % r/r, śr. | 0,9 | 0,0 | -0,9 | -0,6 | 2,0 | 1,7 | 2,2 | 3,1 |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii | % r/r, śr. | 1,2 | 0,6 | 0,3 | -0,2 | 0,7 | 0,7 | 1,7 | 3,3 |
| Depozyty ogółem | % r/r | 5,7 | 9,3 | 7,4 | 9,4 | 4,2 | 9,1 | 8,6 | 8,7 |
| Kredyty ogółem | % r/r | 3,7 | 6,8 | 6,9 | 4,9 | 3,8 | 7,1 | 6,4 | 0,9 |
| Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010) | % PKB | -4,2 | -3,6 | -2,6 | -2,4 | -1,5 | -0,2 | -0,7 | -8,8 |
| Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010) | % PKB | 55,7 | 50,4 | 51,3 | 54,3 | 50,6 | 48,8 | 46,0 | 51,4 |
| Stopa referencyjna NBP | %, k.o. | 2,50 | 2,00 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 0,10 |
| Stopa kredytu lombardowego NBP | %, k.o. | 4,00 | 3,00 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 0,50 |
| 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 | 0,25 |
| Obligacje skarbowe 2L | %, k.o. | 2,99 | 1,78 | 1,56 | 2,01 | 1,69 | 1,33 | 1,56 | 0,40 |
| Obligacje skarbowe 5L | %, k.o. | 3,77 | 2,13 | 2,21 | 2,87 | 2,66 | 2,13 | 1,80 | 1,00 |
| Obligacje skarbowe 10L | %, k.o. | 4,32 | 2,51 | 2,94 | 3,62 | 3,29 | 2,81 | 2,11 | 1,65 |
| PLN/EUR | PLN, k.o. | 4,15 | 4,26 | 4,26 | 4,42 | 4,17 | 4,30 | 4,26 | 4,35 |
| PLN/USD | PLN, k.o. | 3,01 | 3,51 | 3,90 | 4,18 | 3,48 | 3,76 | 3,80 | 3,90 |
| PLN/CHF | PLN, k.o. | 3,38 | 3,54 | 3,94 | 4,12 | 3,57 | 3,82 | 3,92 | 4,08 |
| 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 | -6,7 |
| PKB - strefa euro | % r/r | -0,2 | 1,4 | 2,0 | 1,9 | 2,7 | 1,9 | 1,2 | -8,0 |
| PKB - Chiny | % r/r | 7,8 | 7,4 | 7,0 | 6,8 | 6,9 | 6,8 | 6,2 | 1,5 |
| Inflacja (CPI) - USA | % r/r, śr. | 1,5 | 1,5 | 0,2 | 1,3 | 2,1 | 2,4 | 1,9 | 0,3 |
| Inflacja (HICP) - strefa euro | % r/r, śr. | 1,3 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | 0,3 |
| Stopa funduszy federalnych Fed** | %, k.o. | 0,25 | 0,25 | 0,50 | 0,75 | 1,50 | 2,50 | 1,75 | 0,25 |
| LIBOR USD 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | - | - | 0,35 |
| Obligacje USA 10L | %, k.o. | 3,05 | 2,18 | 2,28 | 2,46 | 2,42 | 2,70 | 1,92 | 1,00 |
| 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. | - | - | - | - | - | - | - | -0,35 |
| 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. | - | - | - | - | - | - | - | -0,75 |
| USD/EUR | USD, k.o. | 1,37 | 1,22 | 1,09 | 1,05 | 1,20 | 1,15 | 1,12 | 1,12 |
| Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę | USD, śr. | 108,7 | 98,9 | 52,4 | 43,8 | 54,3 | 71,0 | 64,1 | 39,2 |

% 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 | 4,0 | 3,2 | 2,0 | -8,1 | -1,8 | -0,6 |
| Popyt krajowy | % r/r | 3,3 | 4,7 | 3,3 | 1,3 | 1,7 | -8,1 | -3,1 | -2,9 |
| Spżycie indywidualne | % r/r | 3,9 | 4,4 | 3,9 | 3,3 | 1,2 | -5,0 | -1,5 | 1,0 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | 11,6 | 8,8 | 4,6 | 6,1 | 0,9 | -20,0 | -16,0 | -12,0 |
| Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB | % PKB | 1,5 | -0,1 | 0,7 | 1,9 | 0,3 | 0,0 | 1,4 | 2,3 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących | % PKB | -0,7 | -0,7 | -0,3 | 0,5 | 1,3 | 2,0 | 2,4 | 2,2 |
| | mld EUR | 1,4 | -0,4 | -0,8 | 2,2 | 5,7 | 3,2 | 1,2 | 1,3 |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego | %, śr. | 5,9 | 5,3 | 5,1 | 5,2 | 5,4 | 6,3 | 6,8 | 7,5 |
| Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej | % r/r | 2,7 | 2,3 | 2,1 | 1,8 | 0,8 | -2,0 | -2,5 | -2,7 |
| Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod. | % r/r | 7,1 | 7,0 | 7,7 | 6,9 | 7,0 | 2,0 | 3,5 | 4,5 |
| | % r/r, real. | 5,8 | 4,5 | 4,7 | 3,9 | 2,4 | -1,1 | 0,9 | 2,1 |
| Inflacja CPI | % r/r, k.o. | 1,7 | 2,6 | 2,6 | 3,4 | 4,6 | 2,7 | 2,5 | 2,1 |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii | % r/r, k.o. | 1,4 | 1,9 | 2,4 | 3,1 | 3,6 | 3,6 | 2,8 | 2,5 |
| Stopa referencyjna NBP | %, k.o. | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,00 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Stopa kredytu lombardowego NBP | %, k.o. | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 1,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| 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 | 1,17 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Obligacje skarbowe 2L | %, k.o. | 1,68 | 1,59 | 1,45 | 1,56 | 0,89 | 0,25 | 0,40 | 0,40 |
| Obligacje skarbowe 5L | %, k.o. | 2,21 | 1,98 | 1,74 | 1,80 | 1,08 | 0,65 | 0,85 | 1,00 |
| Obligacje skarbowe 10L | %, k.o. | 2,84 | 2,40 | 2,01 | 2,11 | 1,65 | 1,25 | 1,45 | 1,65 |
| PLN/EUR | PLN, k.o. | 4,30 | 4,25 | 4,37 | 4,26 | 4,55 | 4,45 | 4,40 | 4,35 |
| PLN/USD | PLN, k.o. | 3,84 | 3,73 | 4,00 | 3,80 | 4,15 | 3,99 | 3,95 | 3,90 |
| PLN/CHF | PLN, k.o. | 3,85 | 3,83 | 4,03 | 3,92 | 4,30 | 4,18 | 4,13 | 4,08 |

| założenia zewnętrzne | | 1q19 | 2q19 | 3q19P | 4q19 | 1q20P | 2q20P | 3q20P | 4q20P |
|--|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PKB - USA | % r/r | 2,7 | 2,3 | 2,1 | 2,3 | 0,3 | -14,0 | -8,0 | -5,0 |
| PKB - strefa euro | % r/r | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | -3,3 | -14,0 | -8,7 | -6,1 |
| PKB - Chiny | % r/r | 6,4 | 6,2 | 6,0 | 6,0 | -6,8 | 1,5 | 4,5 | 6,7 |
| Stopa funduszy federalnych Fed* | %, k.o. | 2,50 | 2,50 | 2,00 | 1,75 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| LIBOR USD 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | 0,35 | 0,35 | 0,35 |
| Obligacje USA 10L | %, k.o. | 2,41 | 2,01 | 1,67 | 1,92 | 0,67 | 0,70 | 0,90 | 1,00 |
| 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. | - | - | - | - | - | -0,30 | -0,35 | -0,35 |
| Obligacje GER 10L | %, k.o. | -0,07 | -0,33 | -0,58 | -0,19 | -0,48 | -0,50 | -0,45 | -0,45 |
| LIBOR CHF 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | -0,70 | -0,75 | -0,75 |
| USD/EUR | USD, k.o. | 1,12 | 1,14 | 1,09 | 1,12 | 1,10 | 1,12 | 1,12 | 1,12 |
| Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę | USD, śr. | 63,3 | 68,5 | 61,9 | 62,6 | 50,3 | 28,1 | 36,7 | 41,7 |

% 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.