

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 maja 2020

Rynki liczą, że gospodarka światowa właśnie przechodzi przez dołek aktywności.

Miniony tydzień przyniósł kolejne publikacje wskazujące na gwałtowne osłabienie aktywności gospodarki światowej, w tym kwietniowy skokowy spadek zatrudnienia w USA, czy marcowej produkcji w strefie euro. Mimo to na rynkach finansowych, szczególnie w USA, panowały dobre nastroje, wspierane przez oczekiwania, że, gospodarka światowa właśnie przechodzi najniższy punkt aktywności. Rynki oczekują, że dzięki znoszeniu restrykcji związanych z epidemią oraz bardzo aktywnej polityce gospodarczej, kolejne miesiące przyniosą poprawę koniunktury. W rezultacie, przy obniżeniu ryzyka dot. relacji handlowych USA – Chiny, w minionym tygodniu wyraźnie wzrosły notowania akcji w USA. Na fali oczekiwań poprawy aktywności gospodarki światowej silnie wzrosły też notowania ropy naftowej.

Mniej optymistyczne nastroje panowały w strefie euro za sprawą orzeczenia niemieckiego Sądu Konstytucyjnego poddającego w wątpliwość dalszy udział Bundesbanku w programie skupu aktywów EBC. Choć orzeczenie nie przeszkodzi EBC w kontynuowaniu programu QE w strefie euro, niemniej „przypomniało” rynkom o szczególnych politycznych wyzwaniach dla strefy euro związanych z wychodzeniem z kryzysu.

Krajowe aktywa, przy nienajlepszych nastrojach wobec całej klasy aktywów rynków wschodzących, zachowywały się słabo, ze spadkiem WIG oraz nieco słabszym złotym. W bieżącym tygodniu kontynuowana będzie seria publikacji danych obrazujących skutki pandemii dla światowej gospodarki z początkiem II kw. Najistotniejsze z nich będą kwietniowe dane ze sfery realnej gospodarki chińskiej (pokażą jak szybko powraca ona do aktywności) oraz gospodarki USA, które z kolei zobrazują skalę spadku produkcji i sprzedaży detalicznej w kwietniu, jak się oczekuje, najgorszym miesiącu obecnego kryzysu.

W Polsce opublikowany zostanie pierwszy szacunek PKB za I kw. Prognozujemy, że w I kw. PKB wzrósł o 1,3% r/r, wobec 3,2% r/r w IV kw. 2019 r., za sprawą obostrzeń związanych z pandemią wprowadzonych w drugiej połowie marca, które dotknęły sektor usług.

W najbliższym czasie uwaga rynków pozostanie skupiona na procesie przywracania aktywności poszczególnych gospodarek dzięki znoszeniu obostrzeń i wpływie rozluźniania obostrzeń na statystyki zachorowań i tym samym na możliwość kontynuacji „odmrażania” aktywności gospodarczej.

Poprawa nastrojów rynkowych w USA, rynki liczą na dobiecie aktywności, w strefie euro niepokój związany z sytuacją polityczną

- Choć miniony tydzień przyniósł kolejne publikacje wskazujące na gwałtowne osłabienie aktywności gospodarki światowej, na rynkach finansowych, w szczególności w USA panowały dobre nastroje wspierane przez oczekiwania, że, gospodarka światowa właśnie przechodzi najniższy punkt aktywności. Wobec napływających danych wskazujących na malejącą liczbę nowych potwierdzonych przypadków zachorowań w Europie i USA, informacji o znoszeniu restrykcji związanych

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

z epidemią oraz przy oczekiwaniach na bardzo aktywną politykę gospodarczą, rynki oczekują, że kolejne miesiące przyniosą już poprawę koniunktury. To, przy obniżeniu ryzyka dot. relacji handlowych USA – Chiny (deklaracja obu stron o woli wdrożenia porozumienia handlowego ze stycznia) wsparło notowania akcji w USA. W skali minionego tygodnia indeks MSCI dla giełd USA wzrósł o blisko 4%. Spadek awersji do ryzyka przyniósł też wzrost rentowności 10-letnich papierów skarbowych USA o 5 pkt. baz. do blisko 0,70%.

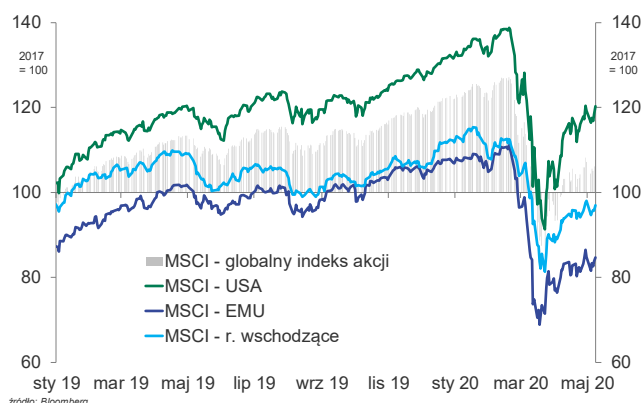
- Podobne przesłanki stymulowały w minionym tygodniu wzrost notowań surowców. Ropa Brent zyskała ok. 15%, a WTI ok. 25%.

- Mniej optymistyczne nastroje panowały w strefie euro za sprawą orzeczenia niemieckiego Sądu Konstytucyjnego poddającego w wątpliwość dalszy udział Bundesbanku w programie skupu aktywów EBC. Choć orzeczenie nie powinno przeszkodzić EBC w kontynuowaniu programu QE w strefie euro (oczekiwane jest dalsze zwiększenie skali skupu aktywów przez EBC), niemniej „przypomniało” rynkom o szczególnych wyzwaniach dla strefy euro związanych z wychodzeniem z obecnego kryzysu. W poszczególnych państwach strefy euro panują istotne różnice co do skali „uwspólnotwienia” wysiłków związanych z wychodzeniem z kryzysu, w szczególności, w zakresie pomocy dla gospodarek „peryferyjnych”. Te wątpliwości nie pomagały zapewne aktywom europejskim. W skali minionego tygodnia indeks MSCI w strefie euro nie zmienił się. Jednocześnie należy pamiętać, że m.in. ze względu na inny układ dni roboczych (święto 1 maja), rynku europejskie wzrosły mocno we wcześniejszym tygodniu (ponad 4%), podczas gdy wtedy USA notowały stabilizację indeksów akcji.

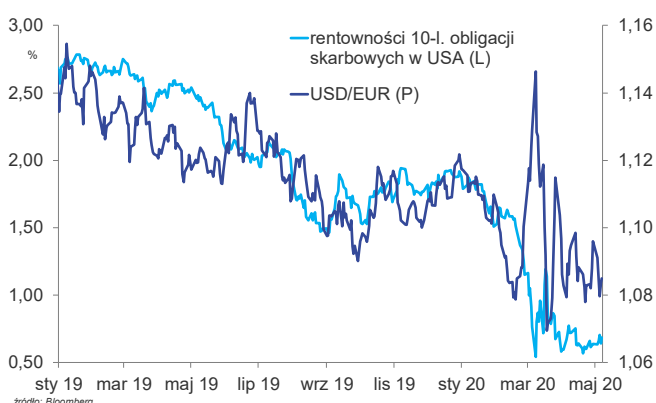
- Podobnie jak w USA, także w Niemczech wzrosły rentowności obligacji 10-letnich (o 5 pkt. baz. do -0,55%), choć raczej nie były to oznaka wzrostu apetytu na ryzyko, a efekt orzeczenia niemieckiego Sądu Konstytucyjnego i sporej podaży papierów skarbowych. Na fali wzrostu ryzyka politycznego dot. strefy euro, wzrósł spread między rentownościami papierów włoskich i niemieckich (okresowo do 200 pkt. baz.).

- Gorsze nastroje wokół strefy euro poskutkowały też osłabieniem euro – o ponad 1% wobec koszyka walut oraz w relacji do dolara – do 1,085 USD/EUR wobec 1,095 tydzień wcześniej (dolarowi z kolei pomagało osłabienie obaw dot. relacji USA-Chiny). Co prawda w minionym tygodniu generalnie wszystkie waluty rezerwowe straciły na wartości wobec koszyka walut, co było wynikiem umocnienia walut krajów-eksporterów surowców naturalnych, niemniej skala osłabienia USD, CHF i JPY (między 0,2 a 0,4%) była wyraźnie mniejsza niż w przypadku euro.

Na amerykańskich rynkach akcji solidny wzrost indeksów



Ponowne osłabienie euro



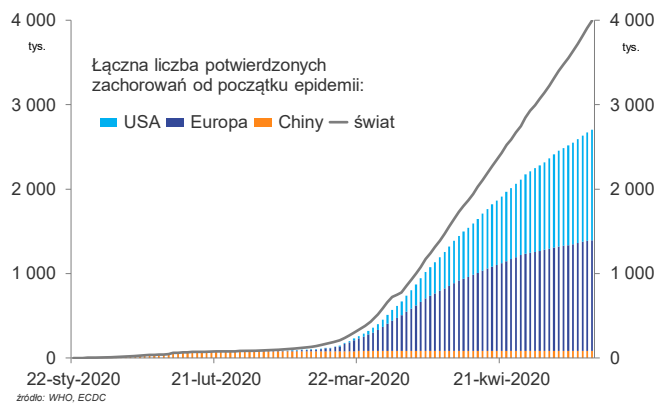
Na krajowym rynku słabsze nastroje

- W minionym tygodniu, przy nienajlepszych nastrojach wobec całej klasy aktywów rynków wschodzących (spadek indeksu MSCI dla rynków wschodzących o 0,5%), krajowe aktywa zachowywały się słabo.
- Po solidnym (blisko 3-procentowym) wzroście WIG we wcześniejszym tygodniu – na fali pozytywnej niespodzianki dot. terminu otwarcia galerii handlowych, miniony tydzień przyniósł ostudzenie tego optymizmu w reakcji na informacje o twardych negocjacjach podmiotów detalicznych z właścicielami galerii dot. nowych warunków najmu (LPP i Empik poinformowały o odsunięciu w czasie otwarcia niektórych placówek handlowych). W efekcie w skali minionego tygodnia WIG spadł o 2%.
- Słabsze nastroje dotknęły także złotego. W skali tygodnia kurs złotego wobec koszyka walut stracił na wartości 0,4%. W trakcie tygodnia złoty oscylował wokół słabego poziomu 4,55 PLN/EUR, stracił na wartości wobec franka szwajcarskiego do 4,32 PLN/CHF oraz wobec dolara – powyżej 4,20 PLN/USD.
- Na rynku obligacji złotych kontynuowany był wzrost rentowności papierów skarbowych – obligacje 10-letnie wzrosły o 7 pkt. baz w skali tygodnia powyżej 1,50%. W trakcie tygodnia na rynku kontraktów FRA widoczny był też spadek oczekiwań na kolejne obniżenie stóp przez RPP.

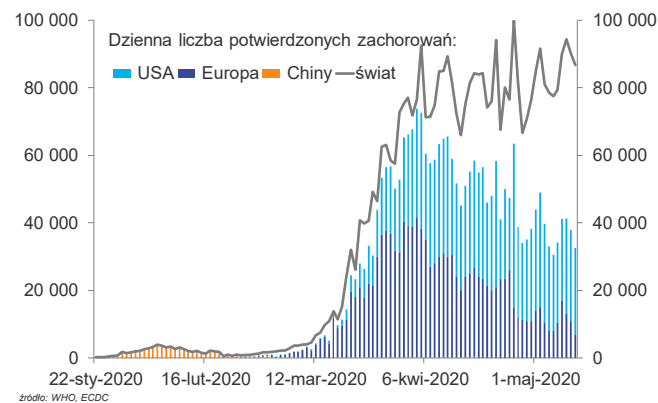
Dalszy spadek liczby zachorowań na COVID-19 w Europie i USA, kolejne plany odmrażania aktywności

- Miniony tydzień przyniósł kontynuację spadku średniej dziennej liczby zachorowań na COVID-19 w Europie (z wyłączeniem Rosji i Turcji) w kierunku 11 tys., a w przypadku USA do 25 tys., przy dalszym wzroście w pozostałych częściach świata łącznie. W weekend globalnie łączna liczba osób, które zachorowały na COVID-19 od początku wybuchu pandemii przekroczyła 4,0 mln.
- W Polsce średnia dzienna liczba potwierdzonych przypadków zachorowań (średnio za ostatnie 7 dni) powróciła powyżej 300 osób za sprawą wzrostu zachorowań na Śląsku w kopalniach węgla. Łączna liczba potwierdzonych przypadków zachorowania na dzień na 10 maja zbliżyła się do 16 tys. osób.

Liczba chorych na COVID-19 wzrosła do 4 mln...



...dzienna liczba zachorowań w trendzie bocznym, przy spadku w Europie i w USA



- W trakcie minionego tygodnia około połowa stanów w USA rozpoczęła proces znoszenia restrykcji związanych z epidemią. W Niemczech i we Włoszech pierwsze restrykcje zostały zdjęte w ubiegłym tygodniu, we Francji i Hiszpanii proces odmrażania rozpocznie się w bieżącym tygodniu.
- W Polsce, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, od poniedziałku 4 maja otwarte zostały centra handlowe i sklepy wielkopowierzchniowe, przy utrzymaniu obostrzeń dotyczących stref gastronomicznych. Zniesione zostały ograniczenie w weekendowych otwarciach sklepów z artykułami budowlanymi. Przywrócone zostały też normalne warunki świadczenia usług hotelarskich, przy obostrzeniach dotyczących korzystania ze stref wypoczynku (baseny, siłownie), a także ograniczenia w funkcjonowaniu restauracji hotelowych.

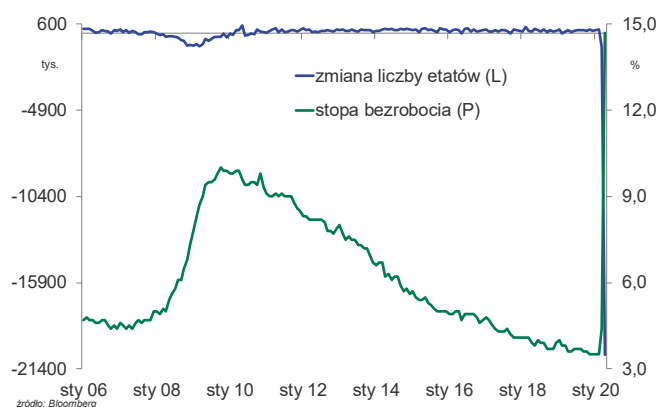
Dane z gospodarki światowej świadczą o bardzo silnym osłabieniu aktywności gospodarczej...

- Opublikowane w tym tygodniu dane makroekonomiczne potwierdziły bezprecedensową skalę spowolnienia aktywności w gospodarce globalnej. W kwietniu w USA zlikwidowano 20,5 mln miejsc pracy, a stopa bezrobocia skokowo wzrosła do 14,7% z 4,4% w marcu. Tak gwałtowne i szybkie dostosowanie sytuacji na rynku pracy to pochodna zamknięcia części sektorów gospodarki, przy bardziej liberalnym rynku pracy w porównaniu z warunkami europejskimi. Jednocześnie jednak skalę spadku dochodów gospodarstw domowych hamują wypłaty rządowych świadczeń związanych z pandemią. Prawdopodobne silniejsze ograniczenie czasu pracy, niż samych wynagrodzeń poskutkowało w kwietniu silnym wzrostem godzinowego wynagrodzenia do 7,9% r/r, wobec oczekiwań stabilizacji na 3,3% r/r. W bieżących warunkach gospodarczych trudno bowiem zakładać silny wzrost dochodów z pracy.
- W strefie euro marcowe dane dot. produkcji przemysłowej (szczególnie we Francji i Niemczech) potwierdziły już bardzo silne ograniczenie aktywności, pomimo iż formalne obostrzenia wdrożono dopiero w II poł. miesiąca i w głównej mierze w większości krajów dotyczyły one sektora usług. Być może silniej negatywnie z początkiem roku na europejskie gospodarki wpłynęły zawirowania związane ze spowolnieniem w Chinach.
- Jak na panujące warunki jako korzystne można ocenić publikacje danych z USA nt. wskaźników koniunktury ISM dla przemysłu i usług w kwietniu, kiedy już w całym miesiącu obowiązywały obostrzenia. Choć indeksy solidnie spadły, to utrzymały się powyżej poziomu 40 pkt., co w szczególności w sektorze usługowym należałoby uznać za solidny wynik, zakładając, że dane ankietowe dobrze oddają skalę osłabienia aktywności gospodarczej.
- Z drugiej strony, dane dot. indeksu koniunktury w usługach w Chinach potwierdzają ostrożność dot. tempa i skali ożywienia aktywności w warunkach „odmrażania” aktywności. W kwietniu odnotowano wzrost indeksu z 39,5 pkt. do 44,4 pkt., tj. do poziomu wskazującego na bardzo słabą aktywność. Nieco lepiej wyglądają kwietniowe dane nt. handlu zagranicznego. Choć dynamika importu utrzymała się na wyraźnie negatywnym poziomie, dynamika eksportu zaskoczyła wyraźnie *in plus* notując wzrost do +3,5% r/r. Z drugiej strony, przy bardzo silnym ograniczeniu aktywności gospodarczej w USA i Europie w kwietniu wydaje się, że ten niezły wynik chińskiego eksportu mógł wynikać z efektu kumulacji eksportu środków ochrony, czy

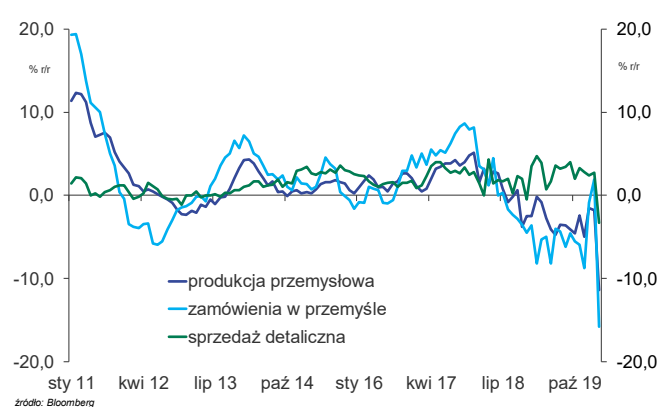
też efektu nadrobienia zamówień niezrealizowanych w lutym i marcu, tj. w miesiącach lockdown-u chińskiej gospodarki.

- Przy sporej niepewności dot. skali ożywienia aktywności gospodarki globalnej, kolejne informacje potwierdzające stopniowe znoszenie restrykcji zarówno w kraju, Europie, jak i w USA pozwalają wciąż oczekiwać, że w kwietniu aktywność gospodarki globalnej osiągnęła dołek i tym samym od maja publikacje danych powinny wskazywać na stopniową jej poprawę. Bardzo słabe dane za I kw., historycznie niskie odczyty wskaźników koniunktury gospodarczej oraz więcej trudności w zakresie luzowania polityki fiskalnej w tzw. peryferyjnych gospodarkach strefy euro oznaczają, że zdecydowanie najwyższe ryzyko występuje w przypadku scenariusza gospodarczego w strefie euro i w coraz większym stopniu dane z EMU (tj. skala ożywienia gospodarki) będą kluczowe z punktu widzenia prognoz średnioterminowych.
- Także informacje z polskiej gospodarki pozwalają oczekiwać stopniowej poprawy aktywności od maja, np. informacje nt. wyraźnego wzrostu popytu na paliwa pod koniec kwietnia (wg danych PKN Orlen poziom sprzedaży zbliżył się do poziomu sprzed pandemii), ograniczenie skali spadku popytu na energię elektryczną, czy też informacje nt. przywracania części połączeń przez PKP Intercity.
- Pomimo zaostrzenia retoryki na linii USA – Chiny pod koniec tygodnia wcześniejszego, nie zakładamy – biorąc pod uwagę skalę spowolnienia gospodarczego znaczącego zaostrzenia relacji handlowych pomiędzy krajami, choć oczywiście wszelkie negocjacje dot. kolejnych etapów znoszenia restrykcji są raczej mało prawdopodobne. W średnim okresie kluczowe dla globalnej gospodarki pozostanie kwestia dostosowań podaży (utracone zdolności produkcyjne), jako pochodna szybkości powrotu do „normalności” gospodarczej oraz uniknięcie kolejnego etapu zamrożenia gospodarek np. w warunkach kolejnej fali pandemii. Z tego względu dane dot. liczby zachorowań wciąż pozostaną kluczowe dla sytuacji gospodarczej i rynkowej w nadchodzących tygodniach.

Bezprecedensowa skala spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia w USA w kwietniu



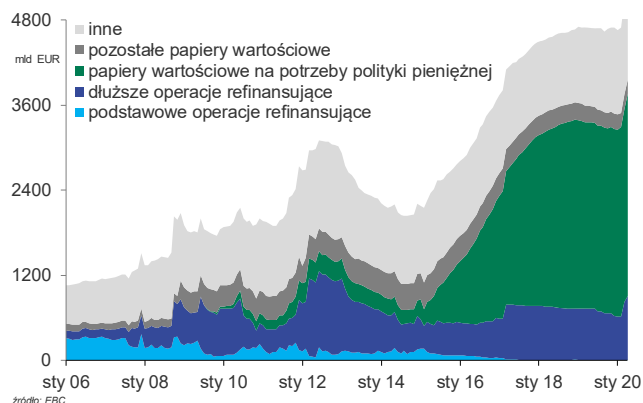
Już pod koniec I kw. bardzo silne osłabienie aktywności w niemieckim przemyśle



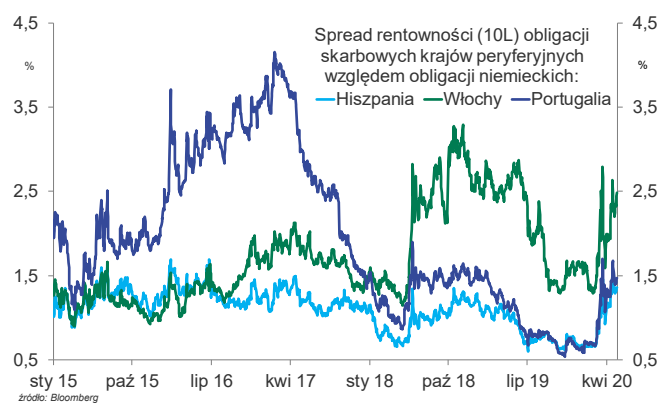
...stąd banki centralne gotowe do dalszego luzowania polityki pieniężnej

- Wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej oczekujemy dalszego luzowania polityki pieniężnej zarówno przez Fed, jak i EBC. Ubiegłotygodniowa decyzja niemieckiego Sądu Konstytucyjnego (wskazująca, że niektóre działania podejmowane przez Bundesbank, w celu uczestnictwa w programie EBC skupu aktywów finansowych były niezgodne z konstytucją) może negatywnie wpływać na nastroje rynkowe. Nie zakładamy – opierając się na ocenach prawych zewnętrznych ośrodków analitycznych – aby decyzja sądu powstrzymała EBC przed kontynuacją, a nawet zwiększeniem skali programu skupu aktywów, gdyż orzeczenie dotyczy regularnego programu skupu aktywów PSPP (rozpoczętego w 2015 r.), ale nie dotyczy nowego Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). W efekcie w kolejnych tygodniach oczekiwane jest nawet zwiększenie programu skupu w ramach PEPP tj. skupu obligacji skarbowych przy mniejszych ograniczeniach technicznych oraz dot. zabezpieczeń.
- Zgodnie z decyzją sądu niemieckiego w kolejnych 3 miesiącach tzw. okresu przejściowego oczekuje na przedstawienie stosownych analiz przez EBC, że działania w ramach PSPP były zasadne. W komunikacie po tej decyzji rada EBC podtrzymała stanowisko zgodności podejmowanych działań z mandatem banku centralnego, wcześniej jako zgodne z mandatem działania banku ocenił TSUE. Zarząd EBC zapowiedział przedstawienie stosownych analiz – niejednokrotnie w minionych latach rada EBC wskazywała na wewnętrzne analizy wskazujące zarówno możliwość, jak i skuteczność prowadzonych działań w ramach luzowania polityki fiskalnej.
- Według ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych, skutkiem decyzji niemieckiego trybunału może być zaprzestanie zakupów aktywów przez Bundesbank, co o ile komplikuje prowadzenie polityki pieniężnej przez EBC, to jednak nie sparaliżuje programu skupu aktywów EBC. Przy powszechnie znanych trudnościach w zakresie uwspólnotowienia działań polityki fiskalnej w okresach kryzysu, właśnie EBC i kanał polityki pieniężnej był tym, który istotnie ograniczył ryzyka finansowe gospodarek peryferyjnych.

Dalsze zwiększenie skali skupu aktywów, w tym obligacji skarbowych...



...szczególnie ważne dla krajów peryferyjnych



- Oczekujemy, że na posiedzeniu w czerwcu lub z początkiem III kw., że rada EBC zdecyduje o zwiększeniu skali programu PEPP, a medialne informacje, o zleceniu przez EBC wewnętrznym jednostkom analitycznym zbadania, czy bank powinien kupować obligacje korporacyjne o ratingu poniżej poziomu inwestycyjnego, wskazuje, że bank centralny utrzymuje gotowość do dalszego wsparcia aktywności gospodarczej poprzez luzowanie polityki pieniężnej.
- Wg informacji z weekendu Komisja Europejska analizuje szczegółowo orzeczenie niemieckiego Federalnego Trybunału Konstytucyjnego ws. skupu aktywów przez Bundesbank w ramach programu Europejskiego Banku Centralnego i może rozpocząć w związku z nim procedurę o naruszenie prawa UE - oświadczyła w niedzielę przewodnicząca KE Ursula von der Leyen. "Komisja Europejska podtrzymuje trzy główne zasady UE: że polityka pieniężna Unii należy do jej wyłącznych kompetencji; że prawo UE ma pierwszeństwo przed prawem krajowym i że orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości UE są wiążące dla wszystkich sądów krajowych" - przypomniała szefowa Komisji. (informacja za PAP)

W bieżącym tygodniu oczekiwane kolejne publikacje danych - nt. kwietniowej aktywności gospodarki chińskiej i amerykańskiej

- W bieżącym tygodniu kontynuowana będzie seria publikacji danych obrazujących skutki pandemii dla światowej gospodarki na przełomie I i II kw. Najistotniejsze z nich będą kwietniowe dane ze sfery realnej gospodarki chińskiej (pokażą jak szybko powraca do aktywności) oraz gospodarki USA, które z kolei zobrazują skalę spadku produkcji i sprzedaży detalicznej, w jak się oczekuje, w najbliższym miesiącu kryzysu.
- W Polsce opublikowany zostanie pierwszy szacunek PKB za I kw. Prognozujemy, że w I kw. PKB wzrósł o 1,3% r/r wobec 3,2% r/r w IV kw. 2019 r., za sprawą obostrzeń związanych z pandemią w drugiej połowie marca, które dotknęły sektor usług. Jednocześnie prognoza wzrostu PKB jest obciążona wyższym ryzykiem w porównaniu z minionymi latami, nie tylko ze względu na bezprecedensowy charakter bieżącego kryzysu, ale dodatkowo fakt, że skutki pandemii w pierwszym rzędzie dotyczą sektora usług, a w przypadku polskiej gospodarki nie ma publikacji danych z częstotliwością miesięczną dla sektora usługowego.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wynik na rachunku obrotów bieżących w marcu (14 maja)

Oczekujemy, że w marcu na rachunku obrotów bieżących odnotowano nadwyżkę w wysokości 580 mln EUR, wobec nadwyżki 659 mln EUR w lutym. W marcu oczekujemy sezonowego pogorszenia wyniku w handlu zagranicznym, choć w mniejszym stopniu niż zazwyczaj biorąc pod uwagę zakładane utrzymujące się ograniczenia w imporcie z Chin (ograniczenie aktywności chińskiej gospodarki). W pozostałych kategoriach oczekujemy niewielkiej, także głównie sezonowej poprawy wyniku. Przy założeniu marcowej prognozy oczekujemy wzrostu 12-miesięcznej nadwyżki w obrotach bieżących po marcu do 0,9% PKB.

• Wzrost PKB w I kw. – szacunek flash (15 maja)

Prognozujemy, że w I kw. 2020 r. dynamika wzrostu PKB wyniosła 1,3% r/r, obniżając się z 3,2% r/r w IV kw. 2019 r. Choć obostrzenia związane z pandemią w I kw. objęły tylko połowę miesiąca i część sektorów gospodarki (gł. usługi), to jednak bardzo silne ograniczenie aktywności w tym okresie poskutkowało – wg naszych szacunków – spadkiem wartości PKB w ujęciu kwartalnym o 1,0%, tym samym skutkując skokowym spadkiem rocznej dynamiki wzrostu.

Jednocześnie prognoza wzrostu PKB jest obarczona wyższym ryzykiem w porównaniu z minionymi latami, nie tylko ze względu na bezprecedensowy charakter bieżącego kryzysu, ale dodatkowo fakt, że skutki pandemii w pierwszym rzędzie dotyczą sektora usług, a w przypadku polskiej gospodarki nie ma publikacji danych z częstotliwością miesięczną dla sektora usługowego. Dane dot. produkcji sprzedanej przemysłu, przy dodatkowo odbiciu aktywności w budownictwie nie wskazują jeszcze bynajmniej na znaczącą skalę dostosowań w krajowej gospodarce.

	2q19	3q19	4q19	1q20P	
PKB	4,6	3,9	3,2	1,3	
popyt krajowy	4,6	3,3	2,2	-0,6	
konsumpcja prywatna	% r/r	4,4	3,9	3,3	1,0
spożycie publiczne	3,1	4,7	3,1	5,0	
inwestycje	9,1	4,7	4,9	3,2	
konsumpcja prywatna	2,5	2,3	1,6	0,6	
spożycie publiczne	kontrybucja	0,5	0,8	0,6	0,9
inwestycje	pkt. proc.	1,5	0,8	1,2	0,4
zapasy	-0,2	-0,7	-1,3	-2,5	
eksport netto	0,2	0,8	1,1	1,9	
wartość dodana	4,5	3,9	3,2	1,2	
przemysł	% r/r	4,4	3,4	3,1	2,2
budownictwo	4,1	3,6	-1,7	4,5	
usługi ogółem*	5,0	4,2	3,9	0,5	

* szacunek własny; źródła: GUS, BOŚ Bank

W naszej prognozie założyliśmy w marcu skokowe kilkunastoprocentowe spadki aktywności w transporcie, zakwaterowaniu i gastronomii oraz kulturze i rozrywce, kilkuprocentowy spadek aktywności w handlu przy wzrostach: nieznacznym w przemyśle i solidnym w budownictwie (na które przy ograniczonym wpływie pandemii bardzo korzystnie wpływało ożywienie inwestycji publicznych oraz warunki atmosferyczne).

Biorąc pod uwagę, że marcowe obostrzenia administracyjne w głównej mierze dotyczyły sektora usług konsumpcyjnych oczekujemy solidnego spadku dynamiki spożycia gospodarstw domowych. Z uwagi na wyższe wydatki inwestycyjne sektora publicznego oraz efekty opóźnień w przypadku inwestycji firm zakładamy jeszcze w I kw. niewielki spadek dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Z uwagi na problemy w globalnym handlu notowane już od lutego (sytuacja w Chinach) zakładamy solidne spadki dynamik składowych handlu zagranicznego, co w połączeniu z sygnałami spowolnienia aktywności będzie przekładać się zapewne także na ujemną kontrybucję zapasów we wzrost.

• Wskaźnik inflacji CPI w kwietniu (15 maja)

Prognozujemy, że w kwietniu wskaźnik inflacji CPI pozostał na poziomie 3,4% r/r zgodnie z szacunkiem *flash*. Wg naszych szacunków główną przyczyną spadku rocznego indeksu CPI wobec 4,6% w marcu był ponad 11-proc. spadek cen paliw, ze sprawą bezprecedensowej przeceny ropy naftowej na światowych rynkach. Wg naszych szacunków spadek cen paliw przyczynił się do obniżenia wskaźnika rocznego CPI o blisko 1,1 pkt. proc. Za pozostałą niewielką część obniżki inflacji w kwietniu odpowiada niższa dynamika żywności. **Na podstawie opublikowanych danych *flash* szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) ukształtował się w przedziale 3,6-3,7% r/r** – publikacja w poniedziałek 18.05

Jednocześnie należy podkreślić, że potencjał do korekty szacunku wstępnego indeksu CPI i jego składowych jest wysoki. GUS przed miesiącem ogłosił rezygnację z publikacji *flash* inflacji biorąc pod uwagę problemy ze zgromadzeniem na czas danych dot. cen, po zmianie metodyki ich gromadzenia (rezygnacja z gromadzenia danych przez ankietników „w terenie”). I choć nieoczekiwanie w kwietniu GUS powrócił do publikacji *flash*, trudno oczekiwać, że wyzwania dot. jakości danych, szczególnie przy publikacji *flash*, w przeciągu ostatniego miesiąca ustały.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 12 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI, kwiecień	4,3% r/r	3,7% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI, kwiecień	1,5% r/r	0,4% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, kwiecień	2,1% r/r	1,7% r/r	-
środa 13 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, marzec	-0,1% m/m	-12,0% m/m	-
czwartek 14 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, marzec	659 mln EUR	432 mln EUR	580 mln EUR
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 09.05	3,165 mln	2,500 mln	-
piątek 15 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja, kwiecień	-1,1% r/r	1,5% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, kwiecień	-15,8% r/r	-6,0% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje, kwiecień	-16,1% r/r	-9,0% r/r	-
08:00	DE	PKB, I kw. (wst.)	0,0% kw/kw	-2,3% kw/kw	-
10:00	PL	PKB, I kw. (wst.)	3,2% r/r	1,5% r/r	1,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, kwiecień (ost.)	3,4% r/r (wst.)	3,4% r/r	3,4% r/r
11:00	EMU	PKB, I kw. (2. szacunek)	-3,8% kw/kw (wst.)	-3,8% kw/kw	-
14:30	US	Indeks koniunktury w stanie Nowy Jork, kwiecień	-78,2 pkt.	-60 pkt.	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, kwiecień	-8,4% m/m	-11,7% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, kwiecień	-5,4% m/m	-12,0% m/m	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów, maj (wst.)	71,8 pkt.	68,0 pkt.	-
poniedziałek 18 maja			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, kwiecień	3,6% r/r	-	3,6% r/r

* mediana ankiety Parkietu w przypadku danych z Polski

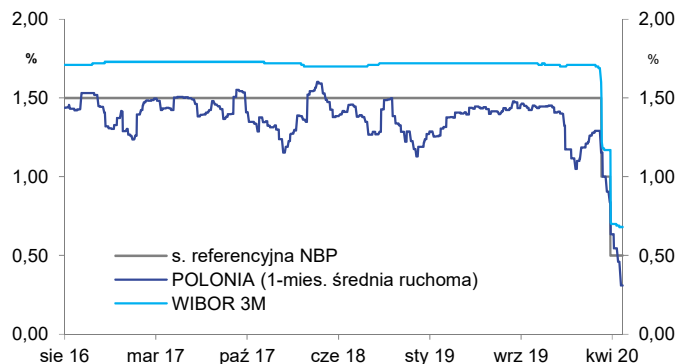
Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – maj

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	kwiecień	4.05	42,4 pkt	31,9 pkt.	
Saldo w obrotach bieżących	PL	marzec	14.05	659 mln EUR		580 mln EUR
Wzrost PKB (wst.)	PL	I kw.	15.05	3,2% r/r		1,3% r/r
Wskaźnik inflacji CPI	PL	kwiecień	15.05	3,4% r/r (wst)		3,4% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	kwiecień	18.05	3,6% r/r		3,6% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	kwiecień	20.05	0,3% r/r		-0,7% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	kwiecień	20.05	6,3% r/r		5,2% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	kwiecień	21.05	-2,3% r/r		-18,3% r/r
Wskaźnik PPI	PL	kwiecień	21.05	-0,5% r/r		-1,1% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	kwiecień	22.05	-9,0% r/r		-20,1% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	kwiecień	22.05	3,7% r/r		0,5% r/r
Stopa bezrobocia	PL	kwiecień	26.05	5,4%		5,7%
Posiedzenie RPP	PL	maj	28.05	0,50%		0,50%
Wzrost PKB (wst.)	PL	I kw.	29.05	3,2% r/r		1,3% r/r
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	maj	29.05	3,4% r/r		-

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	kwiecień	1.05	49,1 pkt.	41,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	kwiecień	5.05	52,5 pkt.	41,8 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	kwiecień	7.05	39,5 pkt.	44,4 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	kwiecień	8.05	-701 tys.	-20,5 mln	
Stopa bezrobocia	US	kwiecień	8.05	4,4%	14,7%	
Produkcja przemysłowa	CHN	kwiecień	15.05	-1,1% r/r		1,5% r/r
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	maj	22.05	33,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	maj	22.05	11,7 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	kwiecień	29.05	1,7% r/r		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	maj	29.05	0,9% r/r		-
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	maj	31.05	50,8 pkt.		-

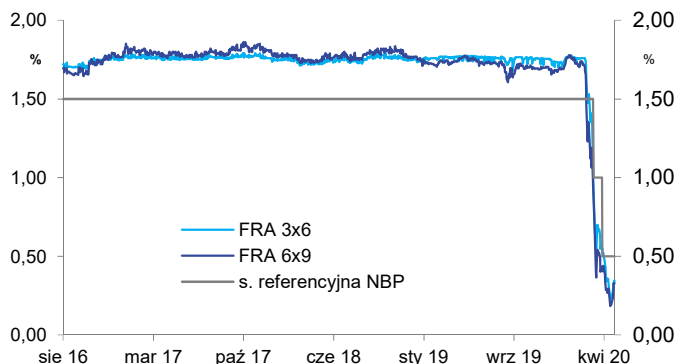
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



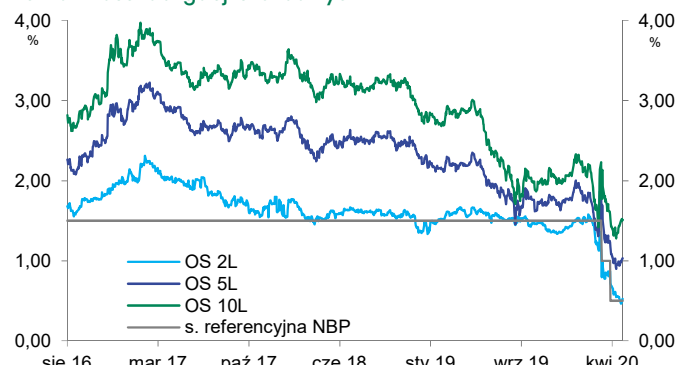
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



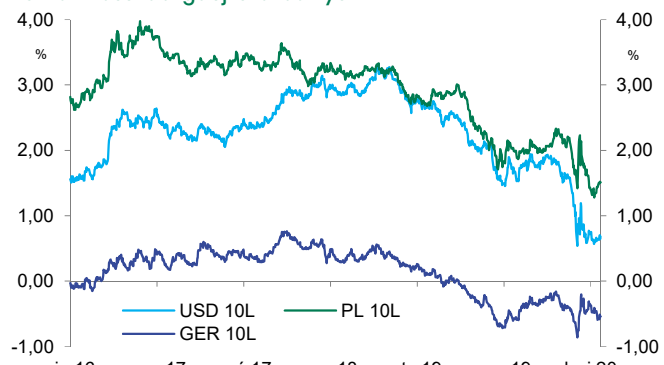
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



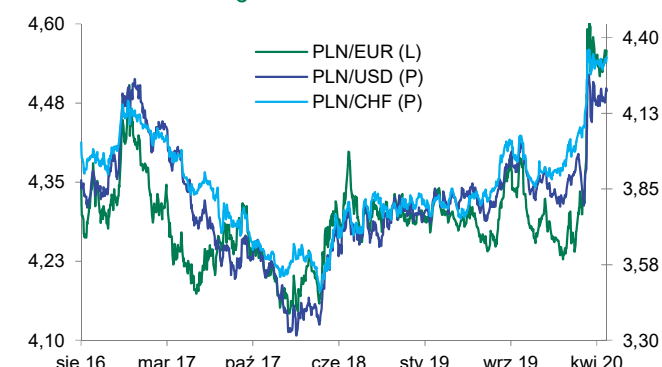
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



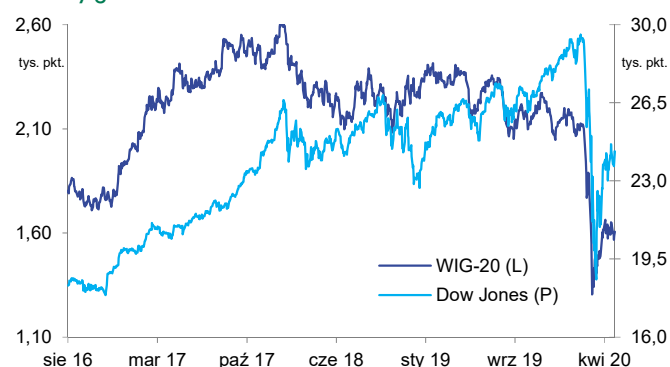
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



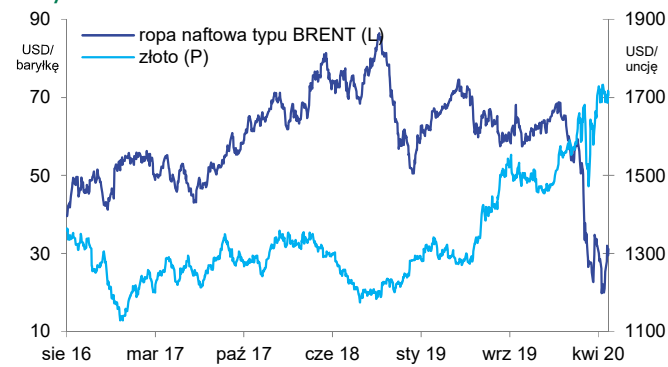
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

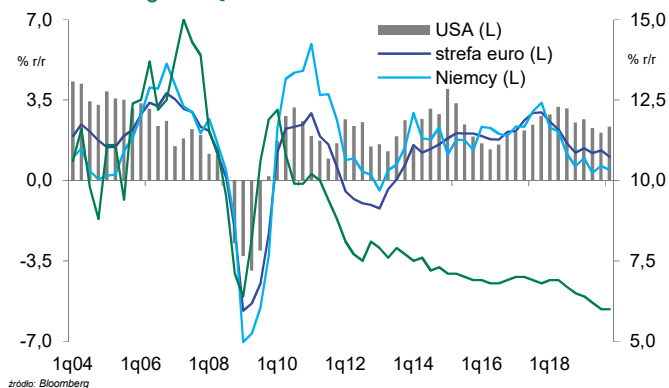
Ceny surowców



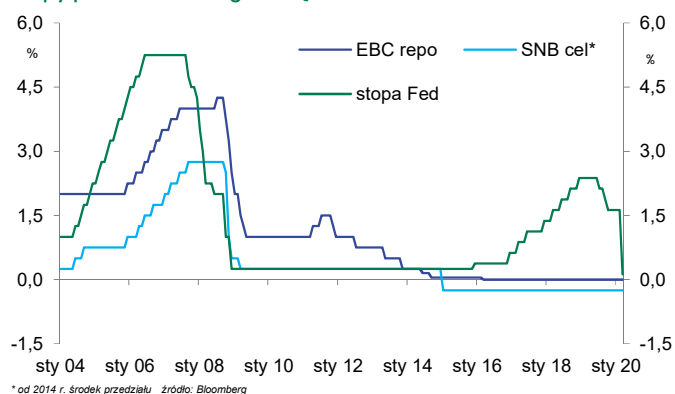
źródło: Bloomberg

Sfera realna

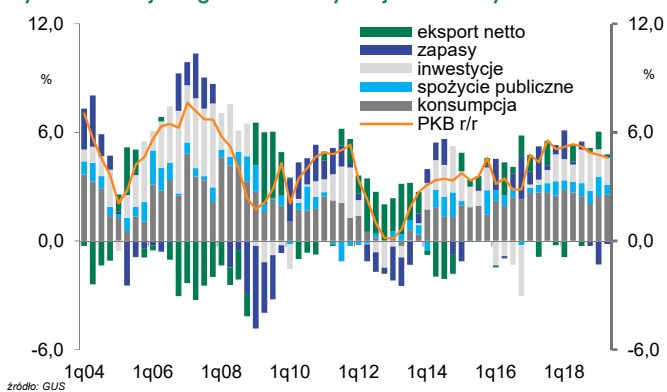
Wzrost PKB za granicą



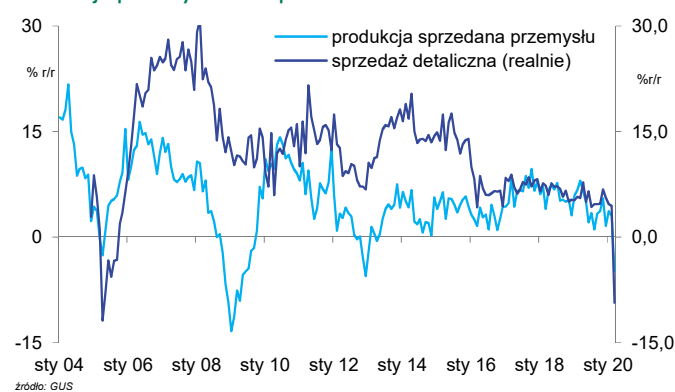
Stopy procentowe za granicą



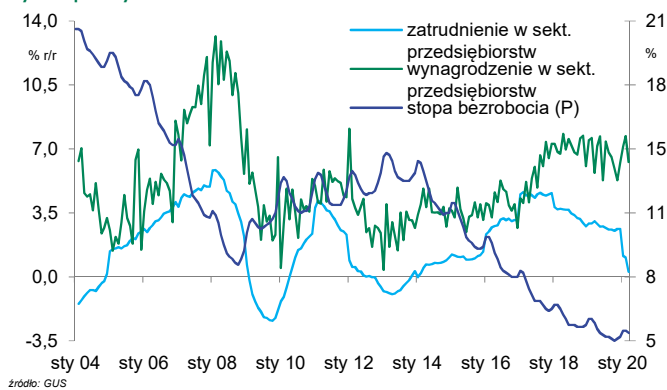
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



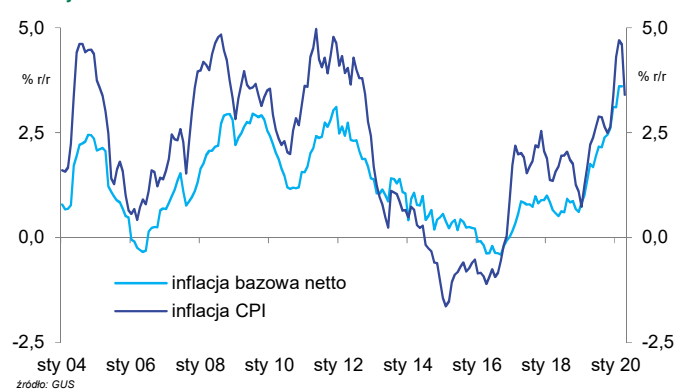
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



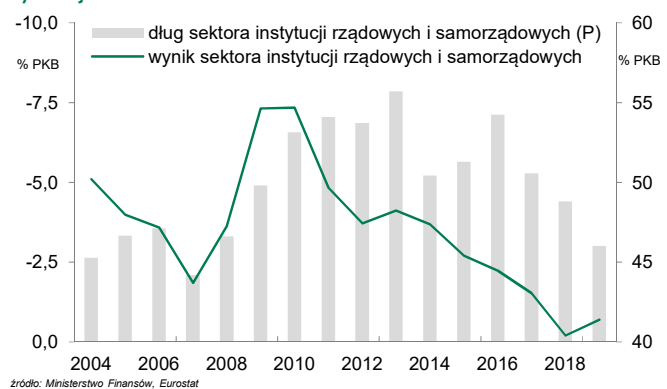
Rynek pracy



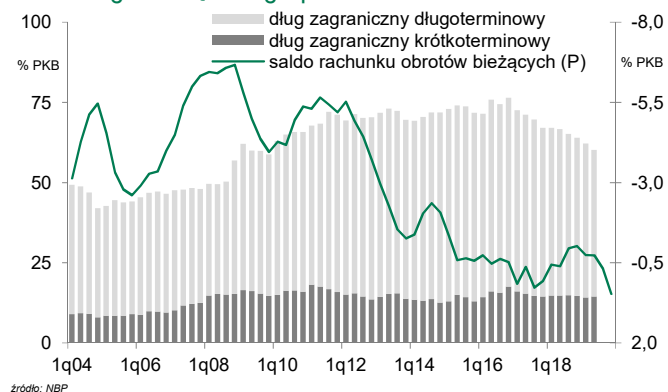
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2020	01.05.2020	08.05.2020	31.05.2020	30.06.2020	30.09.2020
Stopa lombardowa NBP	%	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Stopa referencyjna NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%	0,68	0,68	0,68	0,70	0,70	0,70
Obligacje skarbowe 2L	%	0,57	0,53	0,52	0,60	0,60	0,70
Obligacje skarbowe 5L	%	1,02	0,94	1,03	1,00	1,00	1,15
Obligacje skarbowe 10L	%	1,50	1,44	1,51	1,45	1,45	1,60
PLN/EUR	PLN	4,54	4,54	4,56	4,50	4,45	4,40
PLN/USD	PLN	4,17	4,17	4,21	4,15	4,10	4,07
PLN/CHF	PLN	4,30	4,30	4,33	4,27	4,20	4,14
USD/EUR	USD	1,10	1,10	1,08	1,09	1,09	1,08
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,55	0,50	0,35
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,40	-0,40	-0,40
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	0,64	0,61	0,68	0,60	0,65	0,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,59	-0,59	-0,54	-0,50	-0,50	-0,45

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

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

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

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