

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

28 sierpnia 2020

„Pandemiczna” ścieżka ożywienia gospodarki



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

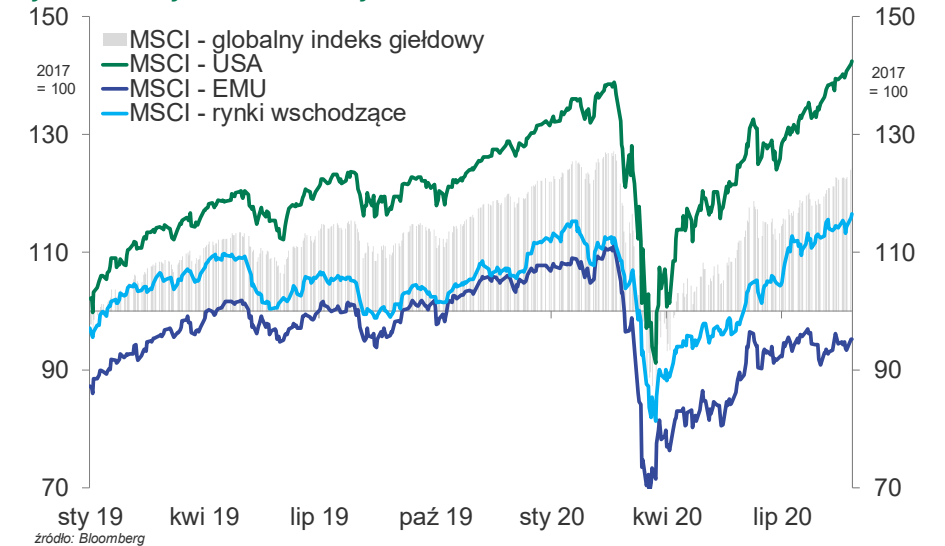
- W III kw. sytuacja na globalnym rynku finansowym poprawiała się, choć w zdecydowanie wolniejszym tempie niż w II kw. Na globalne nastroje pozytywnie wpłynęło szybsze tempo odbicia aktywności gospodarczej w warunkach odmrażania życia gospodarczego i społecznego. Jednocześnie w trakcie III kw., pogarszająca się sytuacja epidemiczna w USA i w Europie, skutkowałą wzrostem obaw co do kontynuacji tempa ożywienia w II poł. roku.
- Zakładamy, że w III kw. kontynuowane będzie solidne ożywienie aktywności gospodarczej przy ograniczonej skali (w stosunku do sytuacji na wiosnę) obostrzeń administracyjnych, niemniej rosnąca liczba zachorowań przekłada się na utrzymanie wysokiego ryzyka dla tej prognozy.
- Sytuację rynkową powinna nadal wspierać polityka gospodarcza: dalsze rozluźnianie polityki fiskalnej w USA i w niektórych krajach europejskich, lipcowy kompromis na szczycie UE ws. Funduszu Odbudowy, utrzymanie akomodacyjnej polityki Fed i jej dalsze poluzowanie przez EBC.
- Dane z polskiej gospodarki za II kw. oraz z początkiem III kw. wskazują na lepszą od oczekiwań sytuację w przemyśle, handlu, ale słabszą w budownictwie i wysoką niepewność co do koniunktury w usługach. Słabsze dane z budownictwa oraz ponowny wzrost liczby zachorowań utrzymują wysokie ryzyko dla naszej prognozy bazowej (recesja nie głębsza niż -2,5% r/r) pomimo wspierających nasze założenia danych za II kw., pozytywnych sygnałów nt. sytuacji przedsiębiorstw oraz z rynku pracy.
- Dla prognoz gospodarczych w II połowie roku istotna będzie skala odbicia konsumpcji prywatnej w warunkach niższych dochodów i obaw związanych z epidemią, ale jednocześnie ograniczonej skali wzrostu bezrobocia.
- Silniejszy od założeń wzrost inflacji bazowej na przetomie II i III kw. ograniczył skalę spadku inflacji CPI pomimo przyspieszenia spadku dynamiki cen żywności. Nadal oczekujemy, że efekty cykliczne będą obniżać inflację bazową, niemniej jej silniejszy spadek nastąpi dopiero w I połowie przyszłego roku.
- Wypowiedzi członków RPP, w tym prezesa NBP, potwierdzają, że cykl redukcji stóp procentowych dobiegł końca. Zakładamy, że przy utrzymujących się wyzwaniach gospodarczych oraz niskiej inflacji RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2021 r.
- Skup papierów skarbowych przez NBP będzie nadal ograniczał presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych, pomimo bardzo silnego wzrostu potrzeb pożyczkowych. Jednocześnie przekłada się na ryzyko dla scenariusza lekkiej aprecjacji kursu złotego.



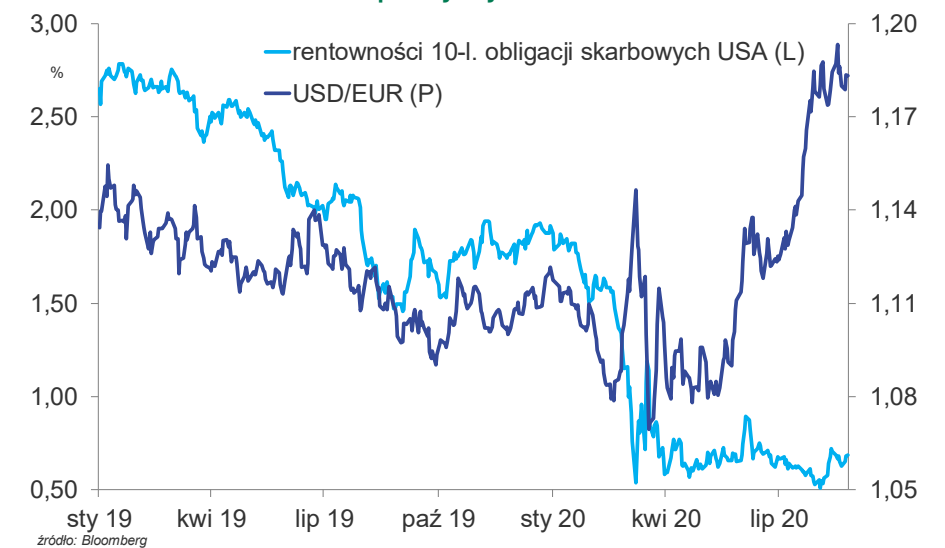
W III kw. kontynuowana poprawa sytuacji rynkowej, choć ponowne pogorszenie sytuacji epidemicznej ogranicza jej skalę

- Po dynamicznej poprawie nastrojów na globalnym rynku finansowym w drugiej połowie II kw., pierwsze miesiące III kw. przyniosły już spowolnienie tempa tej poprawy.
- W dalszym ciągu napływające korzystne dane makroekonomiczne wspierały ceny aktywów o wyższym profilu ryzyka. Okresowo nastroje rynkowe wspierane były także przez informacje dot. obiecujących efektów prac na szczepionką na COVID-19. Pogarszająca się od lipca sytuacja epidemiczna poskutkowała jednak większą ostrożnością inwestorów w odniesieniu do oczekiwanej skali odbicia aktywności w II poł. roku.
- Nadal solidnym wsparciem dla cen aktywów bardziej ryzykownych było luzowanie polityki fiskalnej oraz ultra-łagodna polityka pieniężna. Ograniczony wpływ na sytuację rynkową – zdominowaną przez temat COVID-19 – miał ponowny wzrost napięć na linii USA – Chiny.
- W III kw. wzrosła zmienność w aspekcie geograficznym. W przypadku giełd w USA wartości indeksów przekroczyły poziomy sprzed pandemii, na rynkach wschodzących zbliżyły się do nich. Wciąż wyraźnie poniżej poziomów sprzed epidemii kształtują się indeksy giełdowe w strefie euro, pomimo pozytywnego wyniku szczytu UE w lipcu (zgoda dot. Funduszu Odbudowy dla krajów UE). Działania po stronie UE poskutkowały z kolei wyraźnym wzmocnieniem notowań euro.
- Pomimo poprawy danych makroekonomicznych oraz nastrojów rynkowych spadek cen obligacji skarbowych na rynkach bazowych był nieznaczny i okresowy.
- Choć nie oczekujemy gwałtownego ograniczenia postępującej poprawy aktywności gospodarczej w II poł. roku, w naszej ocenie generalnie rynki finansowe dyskontują już w cenach optymistyczny scenariusz. W efekcie, przy wciąż istotnych czynnikach ryzyka dla scenariusza, oceniamy jako wyższe ryzyko spadku niż wzrostu cen aktywów o wyższym profilu ryzyka w krótkim okresie.

W lipcu i sierpniu kontynuacja poprawy nastrojów, choć już wolniejsza niż w maju i czerwcu...



...rentowności SPW wciąż na historycznie niskich poziomach, nieoczekiwana skala deprecjacji dolara i wzmocnienia euro

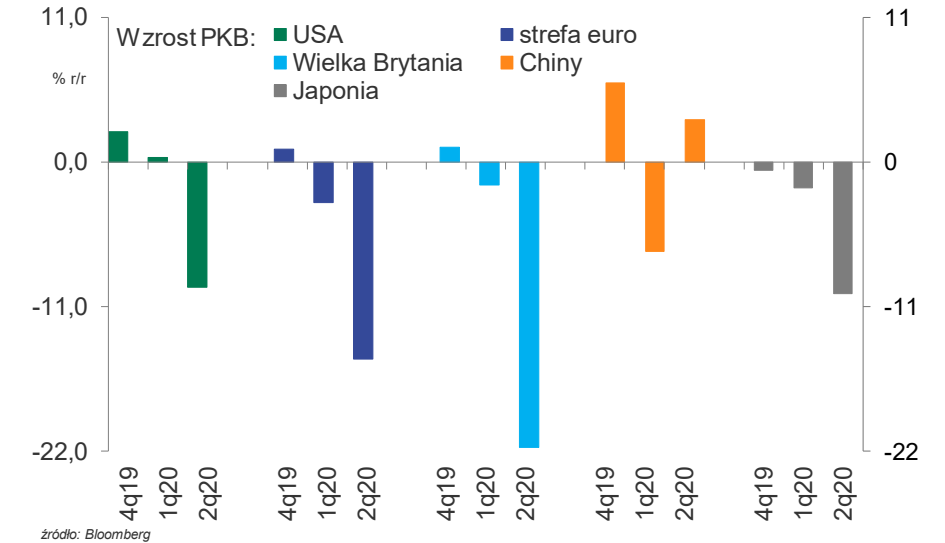




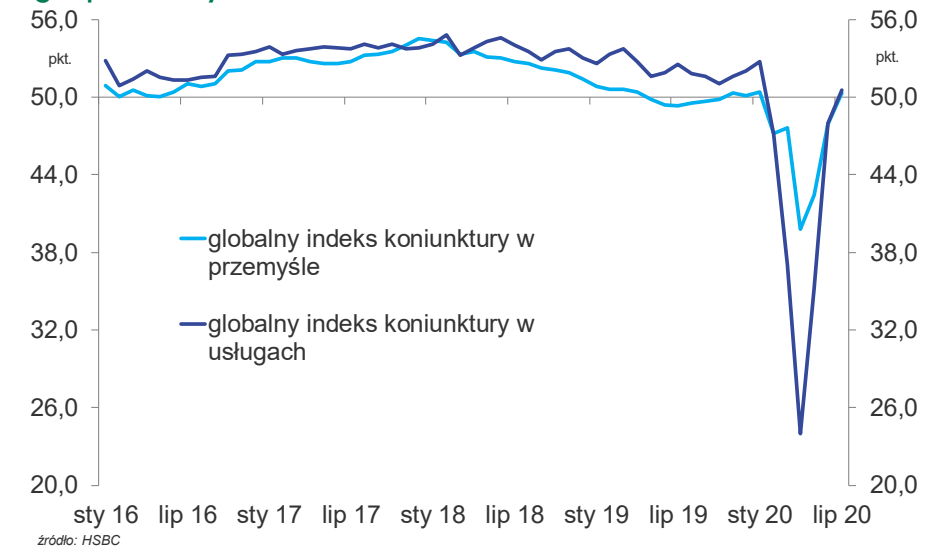
Historyczna skala spadku aktywności gospodarki globalnej w II kw., ale wraz z odmrażaniem tempo ożywienia gospodarki szybsze od wcześniejszych założeń...

- W II kw. gospodarka globalna odnotowała niespotykany od II wojny światowej spadek aktywności, na co wpłynęła kumulacja w kwietniu zamrożenia aktywności gospodarczej i społecznej (w przypadku Chin ten efekt przypadł w większym stopniu na I kw.).
- Jednocześnie, w przypadku wielu regionów (gł. w USA, w Chinach), wyniki gospodarcze w tym okresie okazały się wyraźnie lepsze, wobec prognoz formułowanych w trakcie II kw. Taka sytuacja była pochodną szybszego ożywienia aktywności w maju i czerwcu wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej.
- W decydującym stopniu taka sytuacja była możliwa dzięki znaczącej skali wsparcia polityki gospodarczej, głównie fiskalnej, rekompensującej gospodarstwom domowym i przedsiębiorcom część utraconych dochodów z okresu lockdownu, co ograniczyło skalę likwidacji miejsc pracy i upadłości firm, osłabiając jednocześnie głębokość pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych.
- Globalny indeks koniunktury gospodarczej PMI w lipcu wzrósł powyżej granicy 50 pkt. (oddzielającej wzrost od spadku aktywności), przy bardzo dynamicznym ożywieniu wskaźników w strefie euro.
- Choć gwałtowne załamanie łańcuchów dostaw, decyzje o zamykaniu w wielu krajach dużych obiektów handlowych, przełożyły się na silnie negatywne efekty dla handlu detalicznego oraz produkcji przemysłowej, to dane z ostatnich miesięcy wskazują na dużo szybsze nadrobianie aktywności właśnie w tych sektorach. Taka sytuacja może wynikać z pewnego trwalszego dostosowania post-pandemicznego, tj. przesunięcia części wydatków gospodarstw domowych z usług na towary, w tym na dobra trwałego użytku (np. samochody, meble, sprzęt RTV i AGD).

W II kw. niespotykana skala recesji gospodarki globalnej...



...ale na przełomie II i III kw. wyraźna poprawa perspektyw gospodarczych

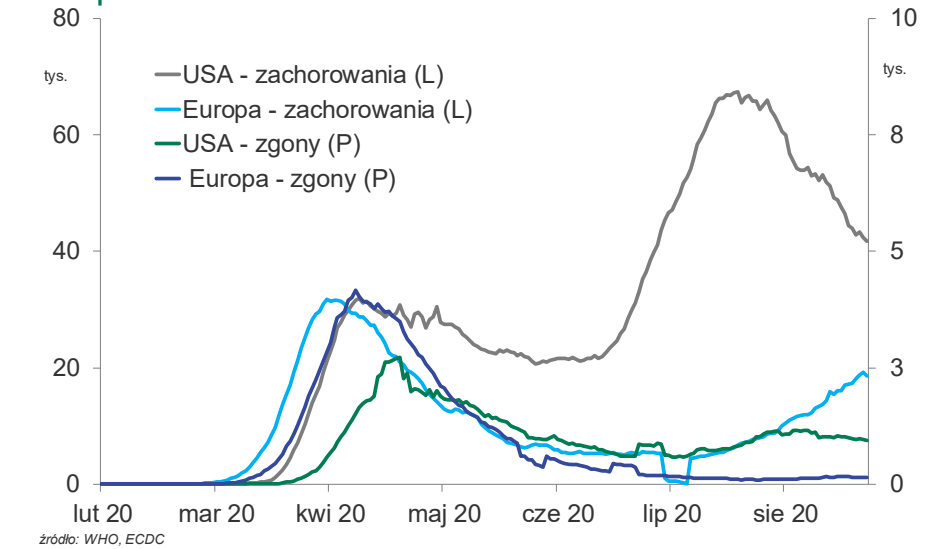




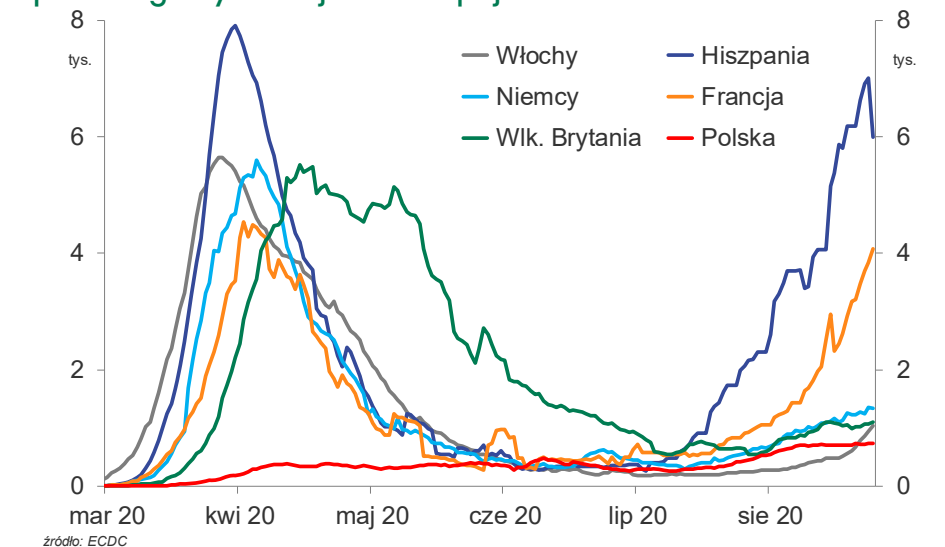
...nie pozwala jednak na zbyt duży optymizm z uwagi na ponowne pogorszenie sytuacji epidemicznej w III kw.

- Na pozytywne sygnały dot. koniunktury gospodarczej na przełomie II i III kw. nałożył się wyraźny wzrost liczby nowych zachorowań na COVID-19 w lipcu w USA, a w sierpniu także w Europie. W lipcu dzienna liczba zachorowań w USA przekroczyła poziomy notowane w marcu i kwietniu, w Europie w sierpniu zbliżyła się do tych poziomów. Jednak w przypadku Europy widoczne jest wysokie zróżnicowanie sytuacji pomiędzy krajami.
- Póki co nie podjęto obostrzeń administracyjnych na porównywalną skalę do tych z wiosny. Dotychczasowe restrykcje mają charakter lokalny i mniej dotkliwy dla aktywności gospodarczej. Niezależnie jednak od decyzji administracyjnych, samoograniczenie i obawy konsumentów same w sobie mogą skutkować ponownym osłabieniem popytu – w szczególności na usługi – i spowolnić tempo ożywienia aktywności w II połowie roku.
- O ile w przypadku gospodarki amerykańskiej druga fala zachorowań nie wskazała póki co na pogorszenie lipcowych danych, to wstępne dane nt. sierpniowych indeksów PMI w strefie euro wskazały już na wyhamowanie dotychczasowej poprawy (choć indeksy utrzymały się powyżej 50 pkt.). Z tego względu utrzymuje się podwyższone ryzyko dla scenariusza makroekonomicznego.
- Ryzyka dla gospodarki związane z sytuacją epidemiczną w części są ograniczane przez informacje o łżejszym przebiegu choroby (porównując do wiosny). Pomimo porównywalnej, bądź większej skali zachorowań, wskaźniki śmiertelności nie wrosły do poziomów z okresu poprzedniej kulminacji, co ogranicza ryzyko niewydolności systemów opieki zdrowotnej.
- W Polsce w okresie wakacyjnym miał miejsce zdecydowany wzrost dziennej liczby zachorowań. W reakcji na tą sytuację wprowadzano pewne obostrzenia administracyjne na poziomie powiatów (strefa czerwona i żółta). Niewielki zasięg geograficzny i ograniczona skala restrykcji nie wpływają póki co na prognozy dla krajowej gospodarki.

W III kw. pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA i Europie



Duże zróżnicowanie sytuacji epidemicznej w poszczególnych krajach europejskich

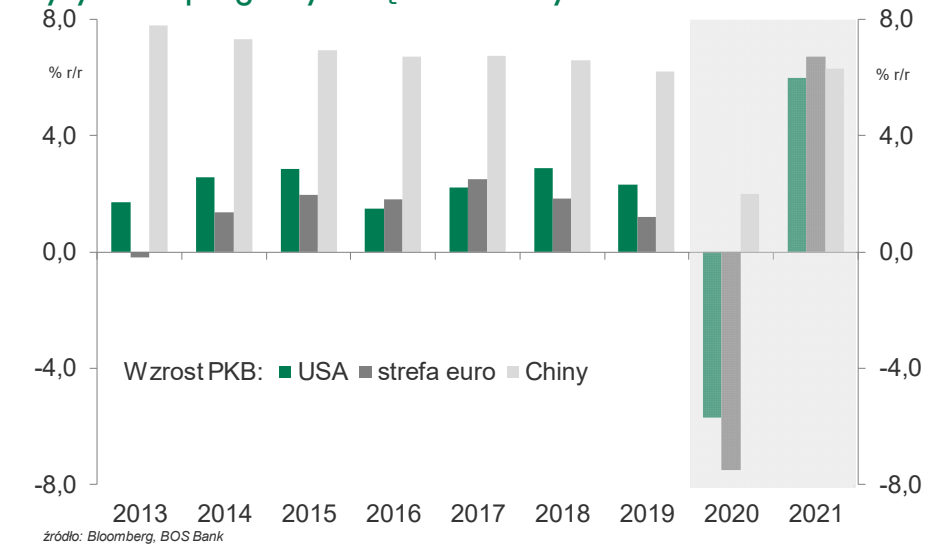




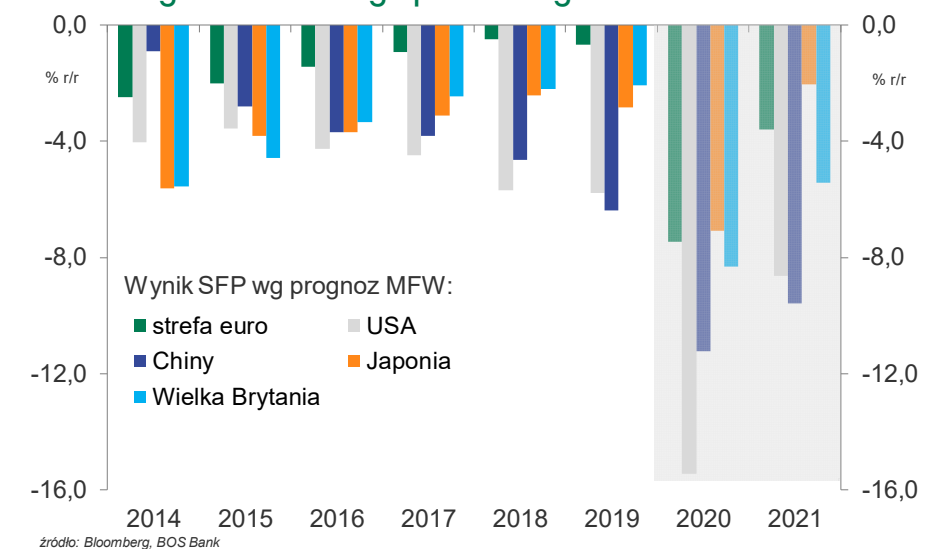
Wsparcia polityki gospodarczej kluczowe dla ograniczenia skali recesji, długoterminowym wyzwaniem – gwałtowny wzrost długu publicznego.

- Po ogromnej skali luzowania polityki fiskalnej oraz monetarnej w marcu oraz kwietniu, w ostatnich miesiącach skala tych działań była już mniejsza, szczególnie w warunkach decyzji o odmrażaniu aktywności gospodarczej.
- Obecnie trwają jeszcze dyskusje w Kongresie USA nad czwartym pakietem fiskalnym (niezgodność Demokratów i Republikanów dot. kształtu pakietu). Trwa także proces implementowania w Parlamencie UE i parlamentach narodowych rozwiązań finansowych uzgodnionych na lipcowym szczycie UE dot. Funduszu Odbudowy i Budżetu UE na lata 2021-2027. Ponadto w przypadku wielu gospodarek europejskich wskazuje się na konieczność wydłużenia okresu wsparcia przedsiębiorstw i rynku pracy. Na wydłużenie programów wsparcia zdecydował się pod koniec sierpnia rząd Niemiec.
- Silne poluzowanie fiskalne było kluczowym z punktu widzenia uniknięcia gwałtownego i trwałego efektu likwidacji przedsiębiorstw oraz miejsc pracy, szczególnie, że kryzys gospodarczy 2020 r. nie wynikał z nierównowagi makroekonomicznej. Jednocześnie jednak trwałą konsekwencją kryzysu będzie ponowny, skokowy wzrost długu publicznego na świecie, stąd w dłuższej perspektywie poprawa wydajności pracy będzie głównym celem polityki gospodarczej, tak aby zminimalizować ryzyka scenariusza trwale niskiego tempa wzrostu gospodarczego.
- Bardzo powolne wzrosty subindeksów zatrudnienia we wskaźnikach koniunktury (przy dynamicznym ożywieniu subindeksów zamówień i produkcji) wskazują na potencjalne ryzyko w dłuższym okresie.
- Te efekty wpływają także na założenia dłuższego okresu akomodacyjnej polityki pieniężnej na świecie. W zakresie polityki monetarnej, największe banki centralne przeszły do postawy *wait-and-see*, jednocześnie deklarując możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej.

Niewielkie korekty prognoz gospodarczych na 2020, ryzyko dla prognozy wciąż bardzo wysokie



Długookresowe wyzwania dla światowej gospodarki z tytułu skokowego wzrostu długu publicznego

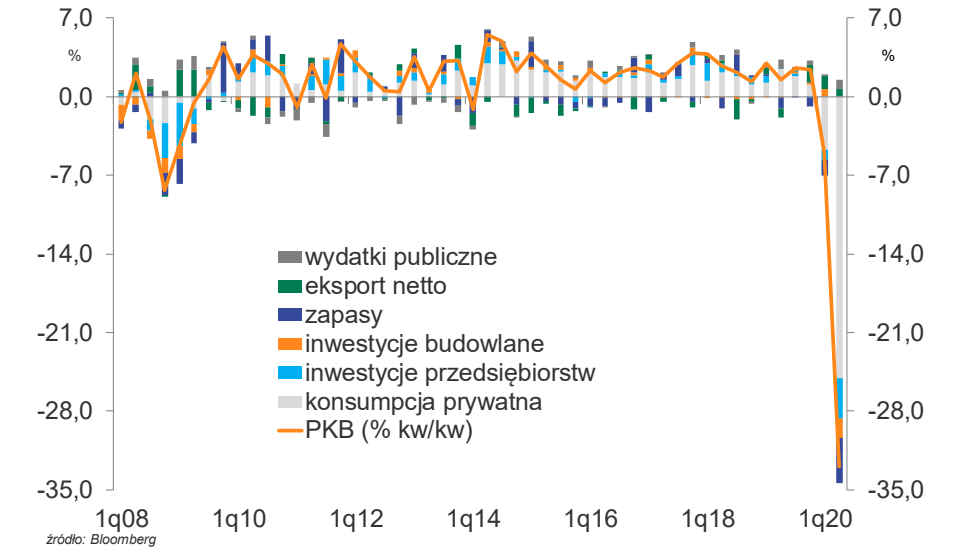




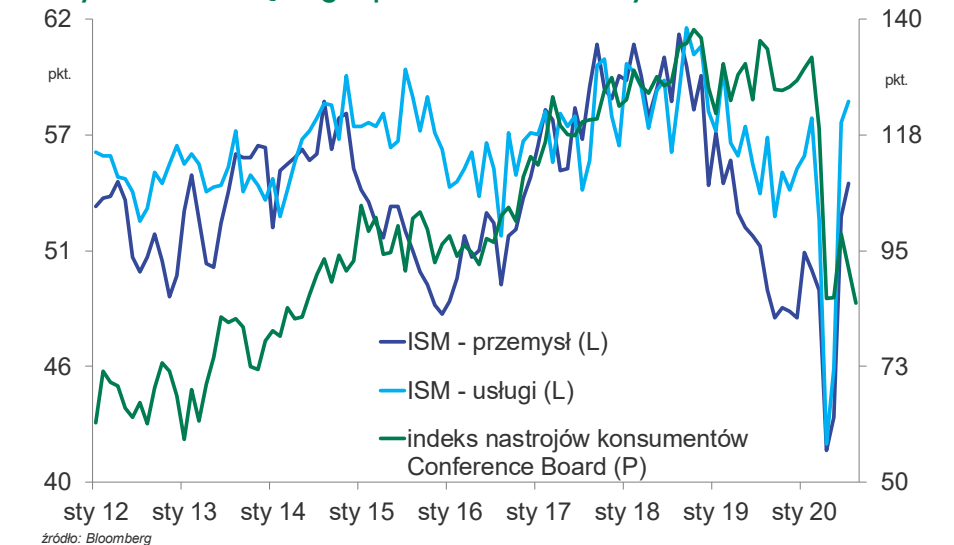
Bezprecedensowa skala spadku PKB w USA w II kw., wyzwaniem nastroje konsumentów...

- W II kw. miała miejsce bezprecedensowa skala spadku PKB, przy gwałtownym obniżeniu konsumpcji prywatnej oraz wysokiej ujemnej kontrybucji inwestycji we wzrost PKB.
- Jednocześnie w przypadku gospodarki amerykańskiej skala osłabienia wskaźników koniunktury ISM w sektorze przedsiębiorstw była relatywnie – w porównaniach międzynarodowych – płytka, jak również szybko odnotowano solidne wzrosty indeksów koniunktury, na które póki co, nie wpłynął lipcowy wzrost liczby zachorowań.
- W II kw. odnotowano ograniczoną – jak na warunki pandemii – skalę spadku inwestycji przedsiębiorstw, co jest pozytywnym sygnałem. Ograniczenie spadków cen ropy naftowej ogranicza także ryzyko skrajnych scenariuszy dostosowań w sektorze wydobywczym. Ponadto, wyraźne ożywienie na rynku nieruchomości w USA (strukturalny efekt przesuwania części wydatków gospodarstw domowych z usług na dobra inwestycyjne oraz trwałego użytku, obniżenie kosztu kredytu) może w najbliższym czasie ograniczać skalę recesji amerykańskiej gospodarki, obok efektu wyższych wydatków publicznych.
- Globalny efekt silniejszego ożywienia aktywności (w tym w Chinach) przekłada się także na poprawę perspektyw dla eksportu i stabilizacji sytuacji w sektorze przemysłowym. Większym wyzwaniem i czynnikiem ryzyka dla gospodarki USA w kolejnych kwartałach będzie sytuacja sektora usług, powiązana z sytuacją dochodową konsumentów.
- Przy niezłych danych dot. nastrojów przedsiębiorstw, ostatnie miesiące przyniosły wyraźne osłabienie indeksu nastrojów konsumentów. Słabsze nastroje gospodarstw domowych są zapewne efektem trudnej sytuacji epidemicznej oraz – po okresowym boomie z maja i czerwca – pewnego spowolnienia poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy.

Bezprecedensowa skala spadku PKB w USA w II kw., tąpnięcie konsumpcji prywatnej



Nieźle – jak na warunki pandemii nastroje przedsiębiorstw, cały czas słabnące gospodarstw domowych

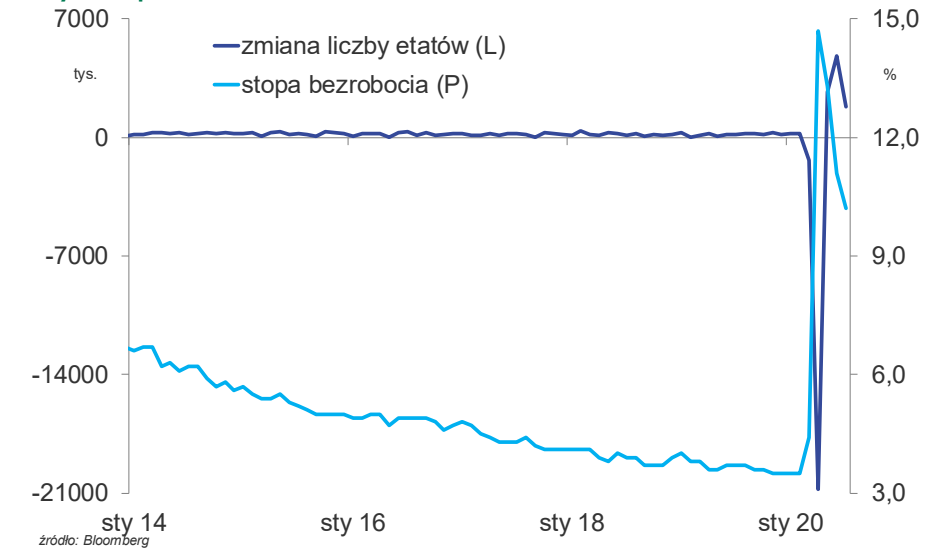




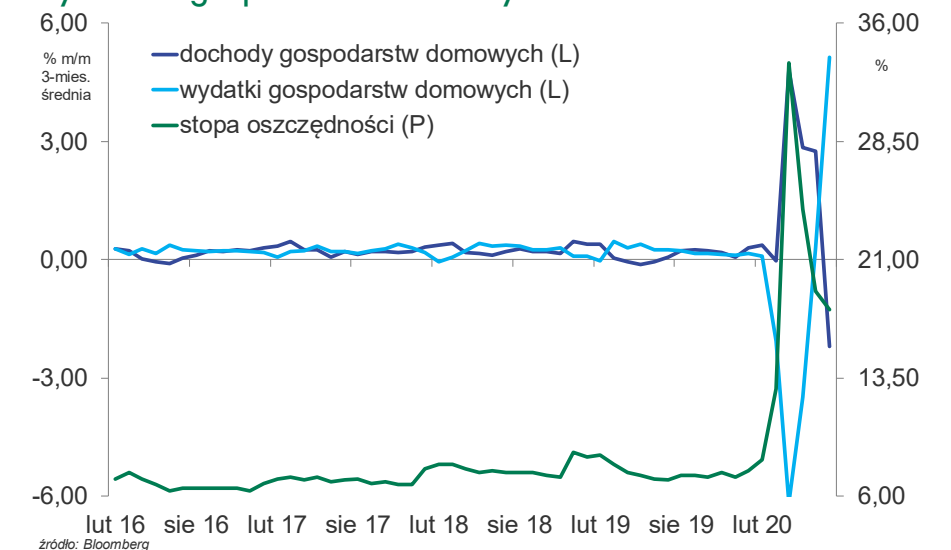
...w kontekście tempa dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy

- Choć poprawa sytuacji na rynku pracy w USA była szybsza i silniejsza od pierwotnych oczekiwań, w III kw. ta dynamika nieco osłabła i obecnie następuje bardzo powolny proces ponownego wzrostu zatrudnienia. W efekcie, choć stopa bezrobocia wyraźnie obniżyła się w stosunku do rekordu z kwietnia, to w dalszym ciągu utrzymuje się na poziomie zdecydowanie wyższym niż przed pandemią.
- Póki co transfery finansowe dla gospodarstw domowych poskutkowały solidnym ożywieniem wydatków gospodarstw domowych po gwałtownym wzroście oszczędności w okresie lockdownu.
- W krótkim okresie istotne z punktu widzenia nastrojów i wydatków konsumentów (i tym samym perspektyw amerykańskiej gospodarki) będzie uchwalenie kolejnego pakietu stymulacyjnego i wydłużenie okresu wypłaty dodatkowych świadczeń dla bezrobotnych. Z kolei w średnim okresie kluczowa pozostaje kwestia poprawy sytuacji na rynku pracy i stabilny wzrost dochodów gospodarstw domowych.
- Przy założeniu ograniczonej skali wpływu drugiej fali zachorowań na sytuację gospodarczą, kontynuacji wzrostu zatrudnienia i stabilizowania się nastrojów konsumentów zakładamy, że PKB w USA obniży się o ok. 5,5% r/r w 2020 r.

Jedynie stopniowy proces przywracania miejsc pracy, wysoki poziom bezrobocia...



...ryzykiem dla oczekiwań stabilnego wzrostu dochodów i wydatków gospodarstw domowych

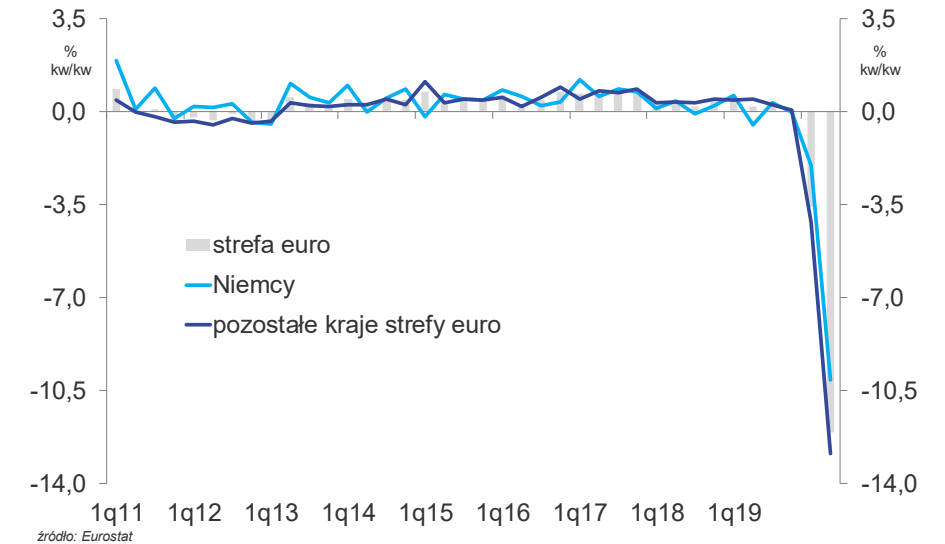




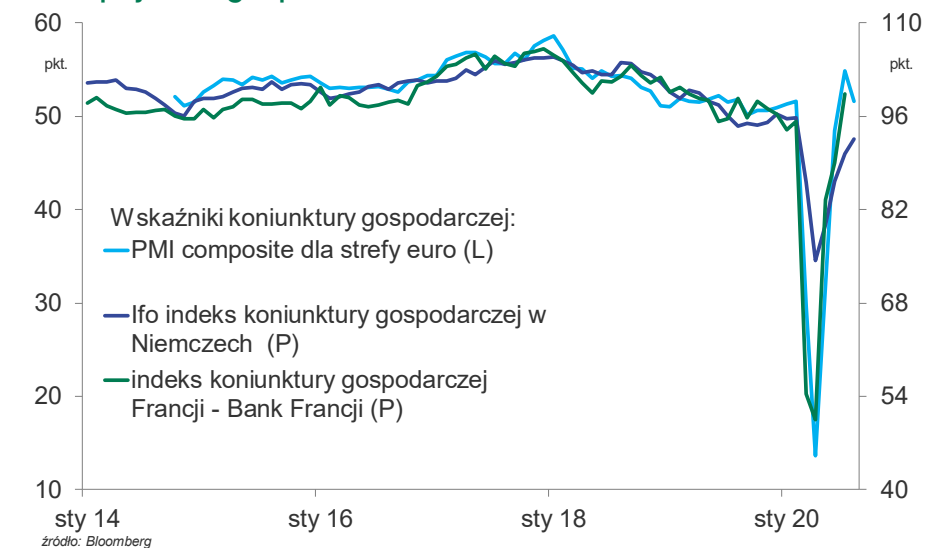
W II kw. najsilniejsza recesja w krajach europejskich...

- W strefie euro, po i tak dotkliwej recesji w I kw., w II kw. skala spadku PKB była bardzo silna, przy wysokim zróżnicowaniu tego spadku w poszczególnych krajach (-22,1% r/r Hiszpania, -19,0% r/r Francja, -18,9% r/r Włochy oraz -11,3% r/r Niemcy). Najsilniej dotknięte zostały kraje o najtrudniejszej sytuacji epidemicznej (i tym samym największej skali zamrożenia aktywności gospodarczej i społecznej) oraz – jednocześnie – te najsilniej uzależnione od przychodów z turystyki.
- Wraz z odmrażaniem aktywności pozytywnie zaskoczyło z kolei tempo ożywienia wskaźników koniunktury, szczególnie w czerwcu i lipcu. Jednak w sierpniu indeksy ponownie nieoczekiwanie obniżyły się (utrzymując się jednak powyżej 50 pkt.). Trudno na obecnym etapie ocenić, na ile mają na to wpływ efekty korekcyjne, a na ile faktyczne osłabienie nastrojów wraz z pogorszeniem w sierpniu sytuacji epidemicznej w Europie.
- Na obecnym etapie podtrzymujemy oczekiwania spadku dynamiki PKB w całym roku w strefie euro o ok. 7,5% r/r, przy solidnym ożywieniu aktywności w II poł. roku. Zróżnicowanie aktywności pomiędzy gospodarkami utrzyma się, przy z jednej strony silniejszym ożywieniu w globalnym handlu szczególnie pozytywnym dla gospodarki Niemiec, a z drugiej strony utrzymującym się jeszcze w okresie wakacyjnym ograniczonym ruchu turystycznym w porównaniu do lat minionych, ciężącym Hiszpanii, Francji, czy Włochom.
- Ponadto, w przypadku gospodarki Niemiec pozytywnie na perspektywy wzrostu wpływa także decyzja i zapowiedź dalszego poluzowania polityki fiskalnej (okresowa obniżka stawki podatku VAT, wydłużenie programów wsparcia zatrudnienia oraz wydłużenie okresu zawieszenia prawa o niewypłacalności przedsiębiorstw).
- Cały czas należy wskazywać na znaczące, wyższe niż np. w USA, ryzyka dla strefy euro z tytułu już bardzo trudnej sytuacji gospodarczej przed wybuchem pandemii (wysoka stopa bezrobocia, wysoki poziom długu publicznego) obok tych krótkookresowych związanych z pogorszeniem sytuacji epidemicznej w III kw.

Gwałtowne osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro w II kw.



Na przełomie II i III kw. wyraźne odbicie nastrojów w europejskich gospodarkach

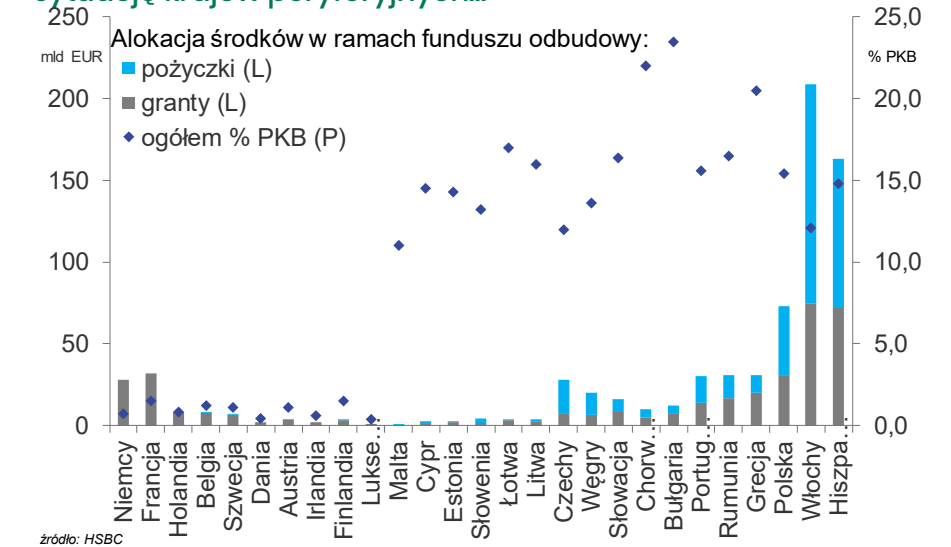




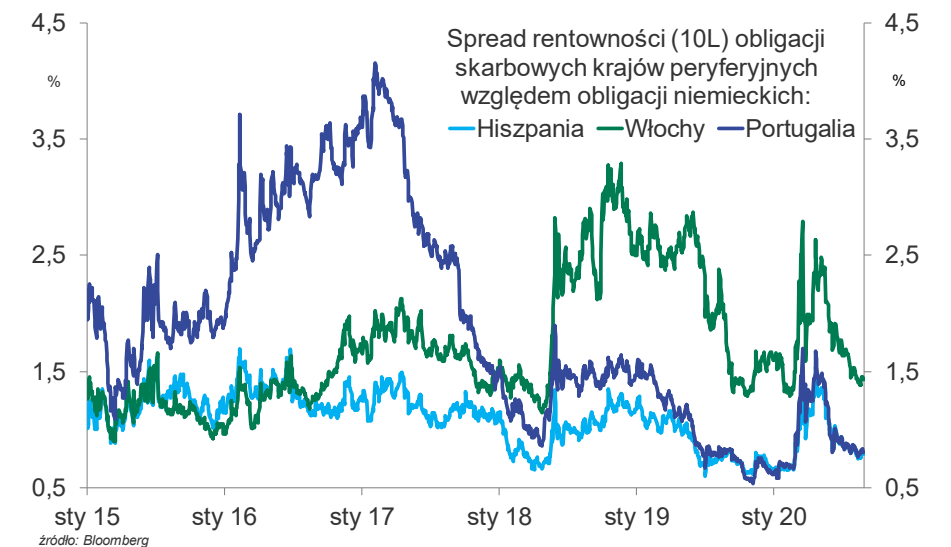
Unijny kompromis ws. Funduszu Odbudowy pozytywny dla europejskich aktywów, utrzymuje się ryzyko związane z brakiem umowy UE – Wielka Brytania

- Na szczycie UE pod koniec lipca przywódcy krajów osiągnęli kompromis dot. wieloletniego finansowania. Wartość zawartego porozumienia to w sumie 1,8 bln euro, w tym Funduszu Odbudowy 750 mld EUR i 1,074 bln EUR budżetu UE na lata 2021-2027. W ramach Funduszu Odbudowy 390 mld EUR będą stanowiły granty, a 360 mld EUR pożyczki (pierwotna propozycja komisji 500 mld EUR i 250 mld EUR).
- Jednocześnie przywódcy krajów UE zgodzili się, że UE będzie w nadchodzących latach dążyć do zreformowania systemu istniejących zasobów własnych i wprowadzenia nowych dochodów.
- Choć skala bezzwrotnych środków ostatecznie okazała się niższa, to nie zmienia to istotnie faktu, że po raz pierwszy w historii UE zdecydowała o częściowym uwspólnotowaniu wydatków poprzez finansowanie unijnym długiem oraz nowymi źródłami dochodów. Ponadto wspólna emisja długu implikuje dla części krajów obniżenie kosztu pozyskania finansowania w porównaniu do emisji krajowych.
- Oczywiście implementacja systemu dochodowego, czy też warunkowości wydatkowania środków (tj. ich powiązania z walką ze skutkami kryzysu), czy też wszelkie potencjalne wyzwania prawne, pozostają czynnikiem niepewności. Biorąc jednak pod uwagę bezprecedensowy charakter funduszu, czy też bardzo krótki termin jego wypracowania, należy wskazać na istotną zmianę w polityce finansowania UE.
- Minione tygodnie nie przyniosły żadnych postępów w negocjacjach UE – Wielka Brytania dot. długoterminowej umowy. Podtrzymujemy naszą ocenę, że choć ryzyko braku umowy pod koniec roku nie jest pomijalne, 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 pod koniec roku..

Transfery w ramach Funduszu Odbudowy stabilizujące sytuację krajów peryferyjnych...



...i tym samym obniżające ich ryzyko finansowe

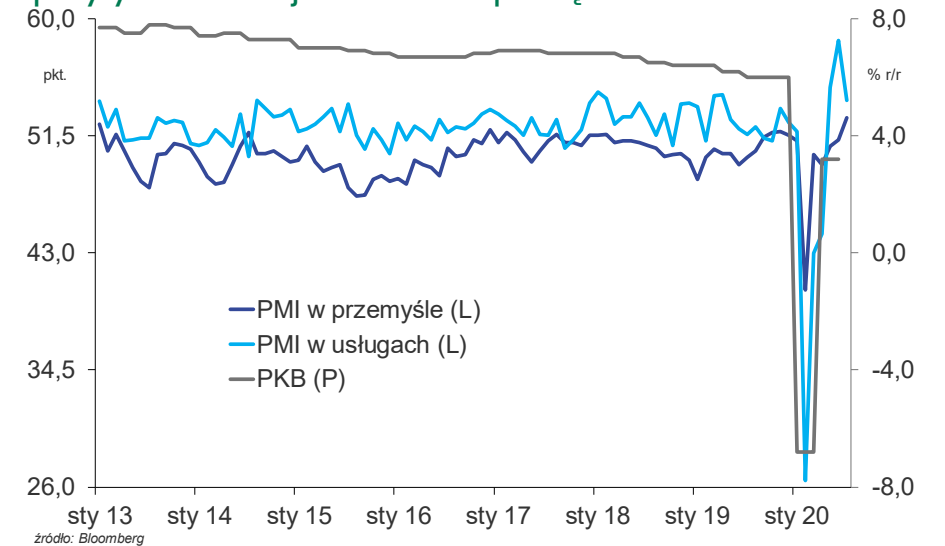




Wydatki publiczne stymulują wzrost aktywności w Chinach, która w II kw. już solidnie wzrosła

- Dane za II kw. oraz lipcowe wyniki ze sfery realnej wspierają relatywnie optymistyczne oczekiwania dot. wzrostu PKB w Chinach o ponad 2,0% r/r w 2020 r. W II kw. wzrost PKB wyniósł ponad 3,0% r/r, po spadku w I kw. o ok. 7,0% r/r (w Azji kumulacja gospodarczych skutków pandemii miała miejsce wcześniej). Pomimo korekcyjnego spadku w lipcu, indeksy PMI koniunktury gospodarczej utrzymują się powyżej poziomów sprzed pandemii.
- Wyższe tempo wzrostu aktywności chińskiej gospodarki jest efektem odmrożenia aktywności w USA i Europie i w efekcie poprawy wyników eksportu i przemysłu. Ponadto przez dłuższy okres utrzymują się pozytywne dla chińskiego eksportu efekty silniejszego popytu zewnętrznego na środki ochrony czy elektronikę.
- W jeszcze silniejszym stopniu aktywność w II i na początku III kw. wspomagana była przez wzrost inwestycji publicznych w ramach podejmowanych działań stymulacyjnych.
- Rozczarowaniem natomiast są nadal słabe dane dot. sprzedaży detalicznej (inaczej niż w USA czy strefie euro), co wskazuje na wolniejsze ożywienie konsumpcji prywatnej. W dominującej części wynika to z efektu niskiego wzrostu popytu na pracę i ograniczenia dochodów konsumentów. Taka sytuacja występuje w wielu gospodarkach, jednak w przypadku chińskiej gospodarki wsparcie publiczne w mniejszym stopniu koncentrowało się na transferach finansowych dla gospodarstw domowych, w mniejszej skali wspierane było także utrzymanie miejsc pracy.
- Stabilniejsza póki co sytuacja epidemiczna w Chinach i Azji ogranicza ryzyka dla popytu krajowego z tytułu II fali zachorowań, jednocześnie utrzymują się ryzyka związane z ewentualnym słabszym popytem zagranicznym, gdyby ostatecznie tempo wzrostu w USA i strefie euro osłabło.

Solidne odbicie chińskiej gospodarki w II kw. br., pozytywne nastroje firm także z początkiem III kw...



...dzięki odbiciu inwestycji publicznych oraz ożywieniu w globalnym handlu

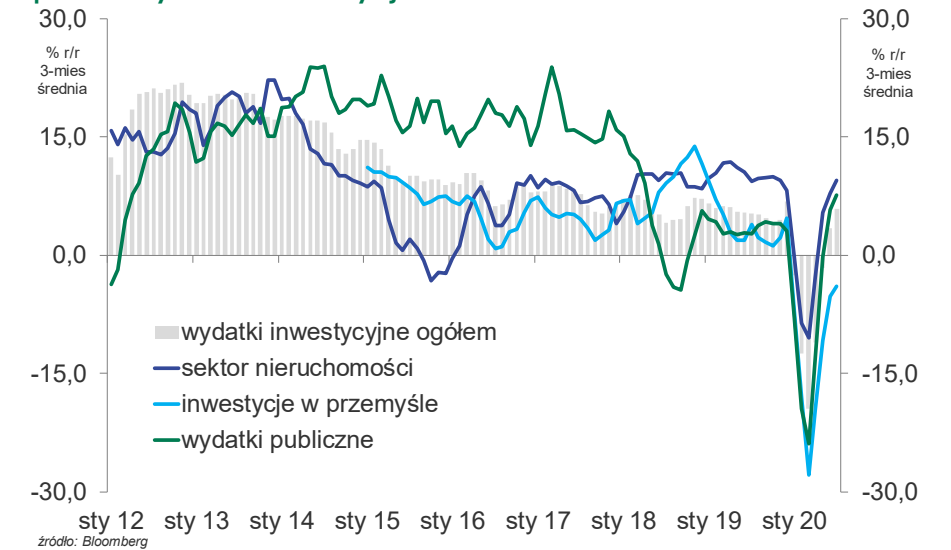




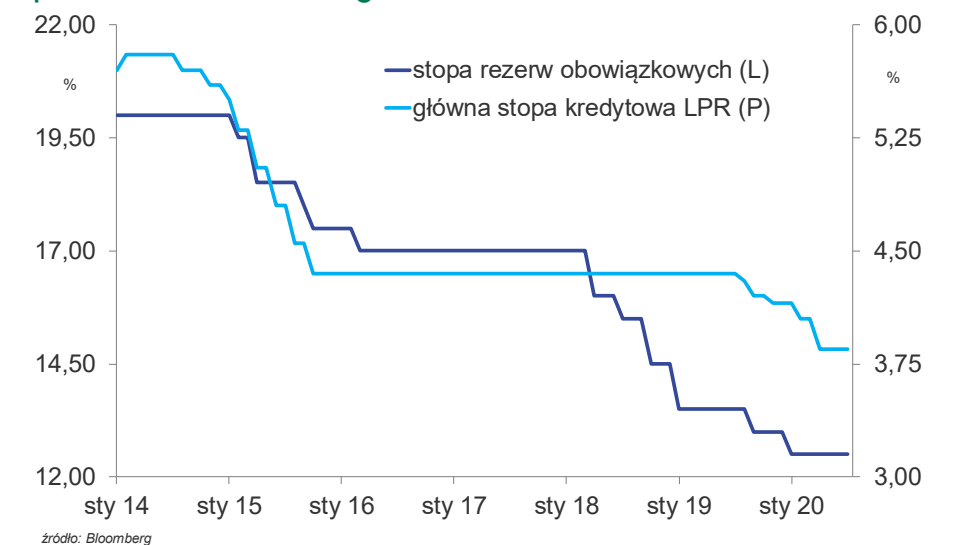
Konieczne utrzymanie wsparcia popytu krajowego, prawdopodobne dalsze poluzowanie polityki pieniężnej

- Zakładamy, że w kolejnych miesiącach utrzyma się wyższe tempo wzrostu inwestycji publicznych, które w części będą rekompensowały w krótkim okresie słabe dane dot. inwestycji przedsiębiorstw. W warunkach niskiego kosztu kredytu i wzrostu popytu na rynku mieszkaniowym, zakładamy także utrzymanie stabilnej sytuacji w zakresie inwestycji mieszkaniowych.
- Z punktu widzenia średnioterminowych prognoz kluczowy będzie silniejszy impuls wzrostowy także dla inwestycji przedsiębiorstw oraz ustabilizowanie sytuacji na rynku pracy, która ograniczałaby efekt kumulowania wyższych, przezornościowych oszczędności i przełożyła się na silniejszy wzrost konsumpcji prywatnej.
- W celu utrzymania wsparcia polityki gospodarczej w warunkach utrzymujących się czynników ryzyka (wewnętrznych i zewnętrznych) pod koniec lipca biuro polityczne w Chinach wskazało na priorytet wsparcia popytu krajowego, w tym popytu sektora prywatnego.
- Obok większego zaangażowania polityki fiskalnej zakładamy, że w kolejnych miesiącach bank centralny Chin będzie kontynuował politykę punktowego i stopniowego obniżania kosztu finansowania. Szeroka skala luzowania polityki monetarnej przy dotychczasowych reformach strukturalnych wydaje się mało prawdopodobna, niemniej małe i średnie przedsiębiorstwa cały czas będą potrzebowały wsparcia w przetrwaniu okresu ograniczonej wartości sprzedaży i produkcji.

Realizacja zapowiedzi władz Chin zwiększenia wydatków publicznych na inwestycje infrastrukturalne



Prawdopodobne jeszcze poluzowanie polityki monetarnej przez banku centralnego Chin w trakcie 2020 r.

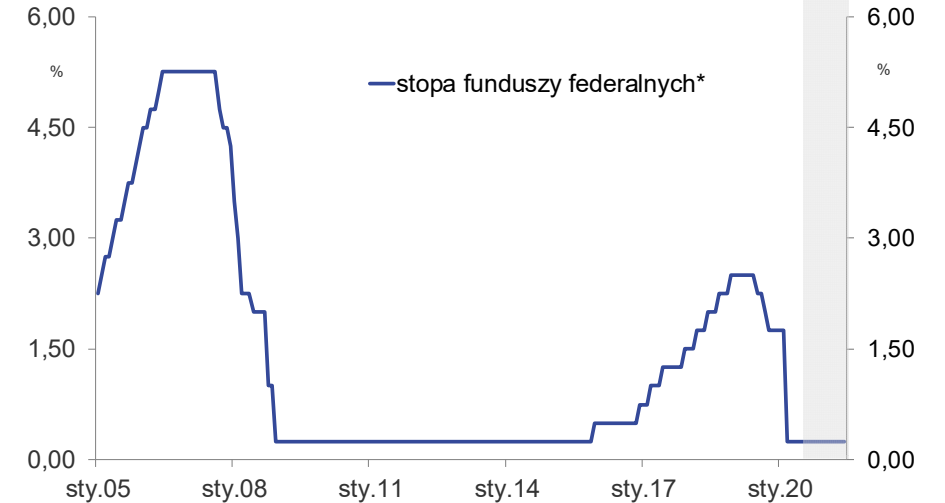




Fed utrzymuje opcję luzowania polityki monetarnej, zapowiada modyfikację celów polityki pieniężnej

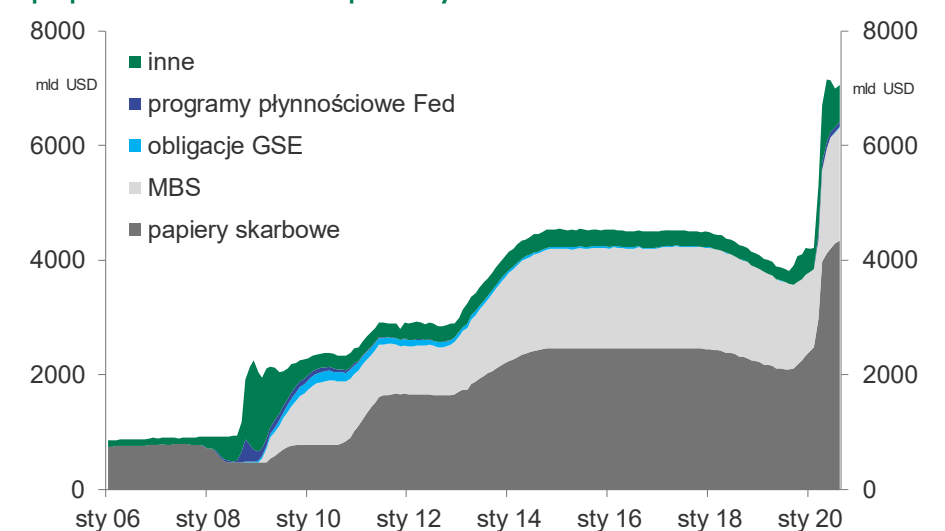
- Na posiedzeniach w czerwcu i lipcu komitet FOMC nie dokonał zmian w polityce pieniężnej (po znaczącej skali poluzowania na przełomie I i II kw.).
- Pod koniec sierpnia Fed poinformował o planowanej modyfikacji celu inflacyjnego na „uśrednioną 2-procentową inflację w przedziale czasu”. Taki zapis implikuje możliwość przekroczenia „przez pewien czas” przez wskaźnik inflacji poziomu 2,0% r/r. Fed zmodyfikował również drugi filar swojego mandatu, zmieniając definicję stanu pełnego zatrudnienia w gospodarce. Fed będzie od tej pory dokonywał oceny "niedoboru" pełnego zatrudnienia w gospodarce. Poprzednio Fed badał "odchylenia" aktualnego zatrudnienia od jego maksymalnego poziomu.
- W naszej ocenie powyższe zmiany w mniejszym stopniu wpływają na krótkookresowe prognozy dot. decyzji FOMC w kontekście programów skupu aktywów, płynnościowych i kredytowych. Nowa postać zapisów może natomiast wpływać na zapisy *forward guidance* i opóźnienie oczekiwanych podwyżek stóp procentowych w długim okresie.
- Choć perspektywy gospodarcze w ostatnich tygodniach nieco pogorszyły się, to wciąż sytuacja jest daleko stabilniejsza od tej notowanej w II kw. zarówno w kontekście nastrojów rynkowych jak i publikacji danych. Jak wskazują sami członkowie FOMC ryzyka dla prognoz utrzymują się na niezwykle wysokim poziomie, póki co przekładają się one na gotowość do dalszego luzowania polityki pieniężnej, niż wdrażania takich działań w krótkim okresie.
- W bazowym scenariuszu zakładamy brak dalszych zmian parametrów polityki pieniężnej. Ryzyko jeszcze kolejnego etapu złagodzenia polityki pieniężnej (poprzez programy skupu aktywów) jest jednak bardzo wysokie, nawet przy założeniu naszego scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej biorąc pod uwagę utrzymujące się ryzyka dezinflacji w średnim okresie. Cały czas uważamy, że głównym narzędziem Fed będą programy skupu aktywów przy niskim prawdopodobieństwie redukcji stóp do ujemnego poziomu.

Oczekiwana stabilizacja stóp procentowych na bieżącym poziomie



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

...przy ewentualnym dalszym luzowaniu polityki monetarnej poprzez narzędzia skupu aktywów



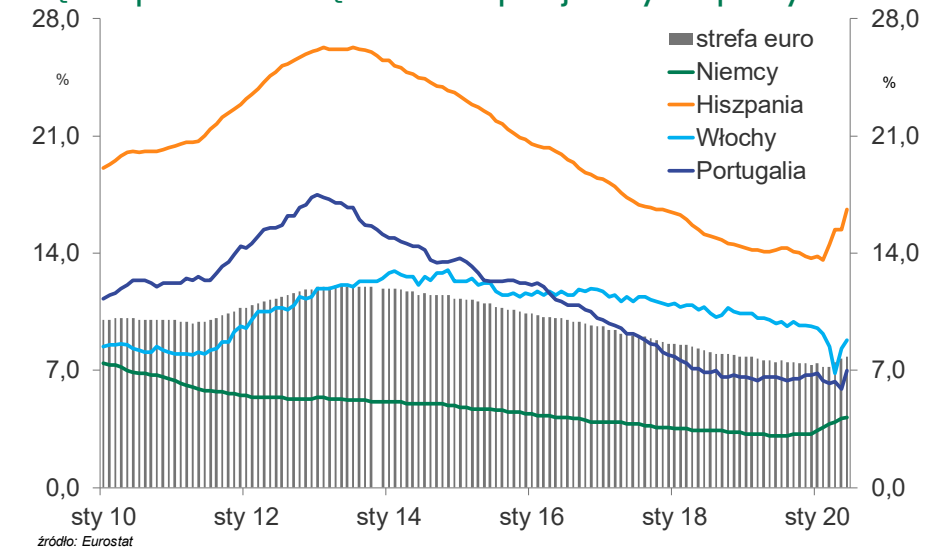
źródło: Federalreserve



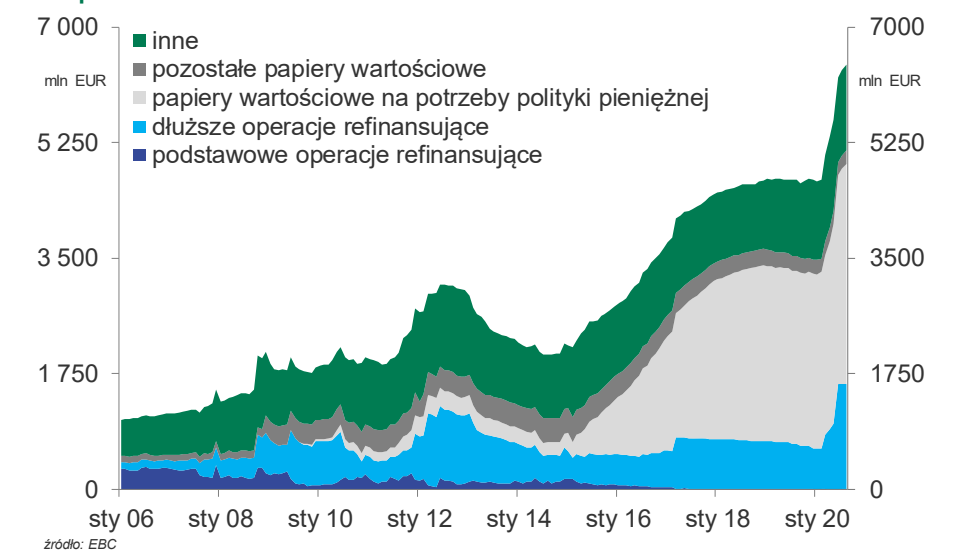
EBC prawdopodobnie ponownie wydłuży program skupu aktywów

- Biorąc pod uwagę lepszą sytuację rynkową oraz gospodarczą, jak również znaczącą skalę dotychczasowego poluzowania polityki pieniężnej, nie oczekujemy zmian parametrów polityki monetarnej EBC w krótkim okresie. Zakładamy, że na najbliższych posiedzeniach rada utrzyma nastawienie *wait-and-see* wskazując na gotowość dla dalszych działań i analizując rozwój sytuacji gospodarczej, rynkowej w kontekście już dokonanego złagodzenia warunków monetarnych.
- W najbliższym czasie EBC będzie oczekiwał na kolejne informacje dot. ostatecznego sfinalizowania oraz implementacji programu Funduszu Odbudowy UE.
- Zarówno ze względu na utrzymujące się ryzyka dla prognoz, ale także w przypadku strefy euro ze względu na trudniejszą sytuację ekonomiczną i strukturalną, sądzimy, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej może być jeszcze konieczne, w szczególności w warunkach strukturalnych ryzyk niskiego wzrostu gospodarczego i niskiej inflacji w przypadku wielu krajów unii monetarnej.
- Z tego względu zakładamy, że na przełomie roku rada EBC może zdecydować o wydłużeniu programu skupu aktywów, w tym programu PEPP. Cały czas uważamy, że głównym kanałem działań pozostanie ilościowe luzowanie polityki pieniężnej i ewentualnie zmiany w zakresie *forward guidance*. Nie oczekujemy natomiast redukcji stóp procentowych. Na wstrzemięźliwość wobec dalszych obniżek stóp wskazują pojawiające się podczas konferencji prasowych wypowiedzi prezes EBC Christine Lagarde.

Efekty opóźnień i wygasanie wsparcia publicznego będzie przekładać się na wzrost presji na rynku pracy...



...prawdopodobne jeszcze poluzowanie polityki pieniężnej na przełomie roku

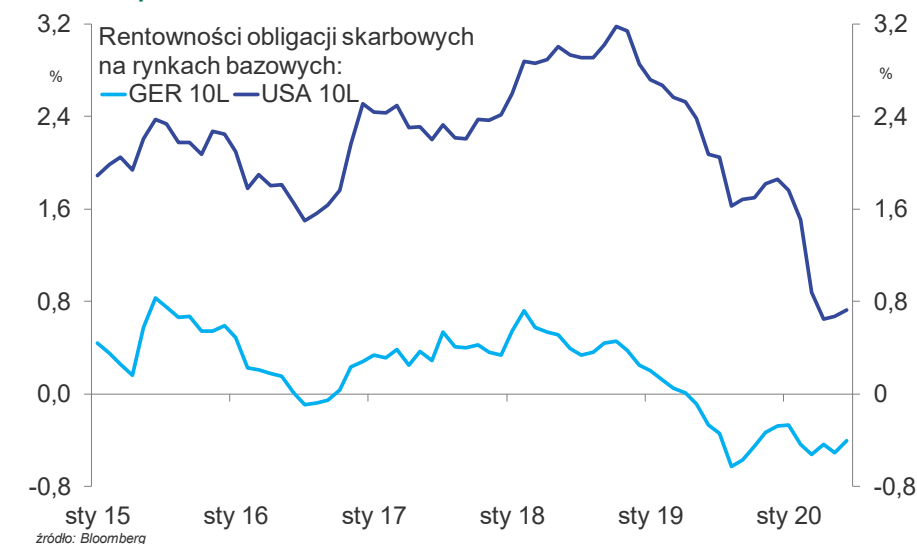




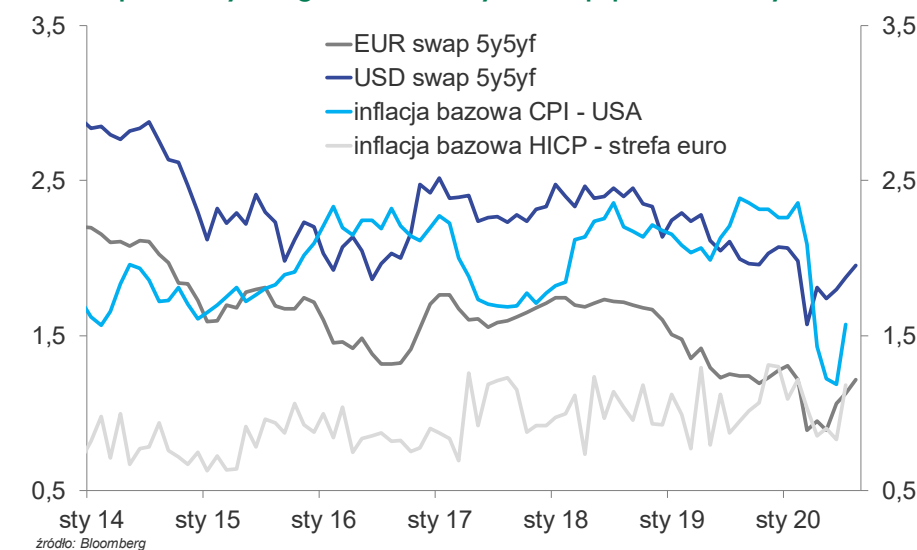
Rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych dłużej w okolicach historycznego minimum

- Pomimo wyraźnego spadku globalnej awersji do ryzyka i poprawy wskaźników gospodarczych rentowności obligacji skarbowych w II i III kw. utrzymywały się blisko historycznie niskich poziomów. Taka sytuacja wynika z prognoz trwalszych skutków dot. pandemii w kontekście dłuższego okresu ultra-luźnej polityki pieniężnej oraz okresowych wzrostów niepewności rynkowej związanej ze zwiększoną skalą zachorowań na COVID-19 w lipcu i sierpniu.
- Biorąc pod uwagę założenia wygasania tej niepewności w kolejnych miesiącach i stopniowego powracania aktywności gospodarczej do „nowej normalności” oraz mniejszą od bieżących oczekiwań rynkowych skalę luzowania polityki pieniężnej głównych banków centralnych, zakładamy stopniowy wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych w dłuższym horyzoncie.
- Skala tego wzrostu będzie jednak ograniczona ze względu na długookresowe wyzwania dla wzrostu gospodarczego, jak również utrzymujące się ryzyka dla prognoz inflacji. Pomimo stosunkowo solidnego odbicia aktywności gospodarczej na świecie pod koniec II kw. i na początku III kw., banki centralne będą w dłuższym okresie utrzymywać bieżące, bardzo łagodne warunki monetarne.
- W przypadku papierów niemieckich, w scenariuszu stabilizowania się sytuacji gospodarczej oraz kontynuacji wdrażania programu wieloletniego finansowania UE, papiery mogą w części tracić dotychczasową „premię” z okresów wzrostu niepewności i niestabilności krajów strefy euro będących w słabszej kondycji finansowej. Jednocześnie skala uwspólnotowienia długu nie jest na tyle duża, żeby ten czynnik stał się dla rynków dominującym.

Rentowności obligacji skarbowych utrzymują się na niskich poziomach



Rynkowe oczekiwania niskiej inflacji będą utrzymywały niskie poziomy długoterminowych stóp procentowych

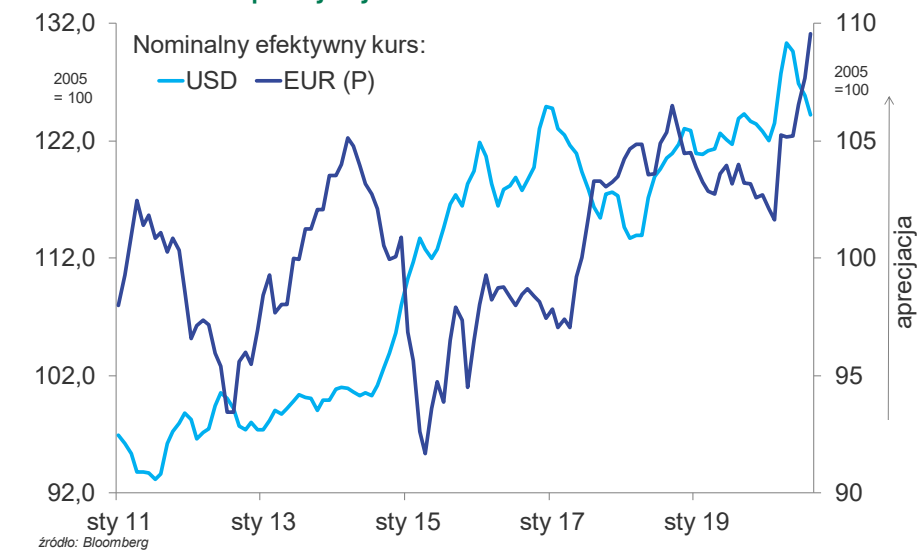




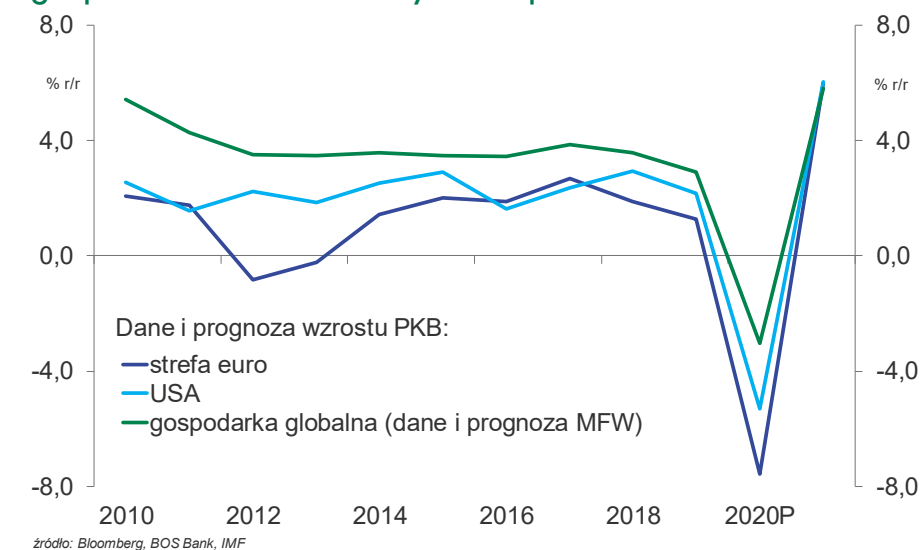
Po szczycie UE wzmocnienie euro przy jednocześnie bardzo silnej deprecjacji dolara

- W lipcu i sierpniu dolar istotnie osłabił się wobec euro. Wyniki lipcowego szczytu UE wsparły notowania wspólnej waluty, dodatkowo nasiliła się tendencja deprecjacji kursu dolara.
- W części ten efekt był zapewne skutkiem korekcyjnej deprecjacji amerykańskiej waluty, która silnie zyskała na wartości (kosztem rynków wschodzących) w okresie kulminacji obaw związanych z pandemią, w części z kolei silniejszym efektem poluzowania polityki pieniężnej (przy większej przestrzeni do tego luzowania)
- Efekt niższej premii za ryzyko – przy założeniu naszego scenariusza gospodarczego – powinien w średnim okresie utrzymywać się (wskazywaliśmy na prognozy wzrostu kursu dolara do euro powyżej 1,12 USD/EUR), choć oczywiście epizody wzrostu premii za ryzyko mogą okresowo silnie wzmocniać dolara.
- Jednocześnie bieżąca skala osłabienia dolara wydaje się zbyt silna. Lipcowa wysoka fala zachorowań nie zmieniła istotnie prognoz gospodarczych dla USA, które wskazują na korzystniejsze perspektywy wzrostu niż na przykład w Europie. Wciąż porównując sytuację gospodarczą w USA i Europie oraz perspektywy polityki pieniężnej Fed i EBC trudno nie wskazywać na relatywnie korzystniejszą sytuację gospodarki amerykańskiej.
- Czynnikiem trwale wspierającym notowania euro są na pewno wyniki lipcowego szczytu unijnego. Ten czynnik powinien wzmocniać euro nie tylko wobec dolara, ale też franka szwajcarskiego. Wciąż jednak skala podejmowanych działań nie jest na tyle znacząca, aby – przy utrzymujących się bardzo dużych problemach strukturalnych i finansowych wielu krajów – skutkować dynamicznym wzmocnieniem euro.
- Zakładamy, że w kolejnych miesiącach kurs dolara wobec euro będzie wzmocniał się w kierunku 1,15 USD/EUR.

Po szczycie UE wyraźna aprecjacja euro, jednocześnie bardzo silna deprecjacja dolara w II kw.



W porównaniach międzynarodowych prognozy gospodarcze dla USA relatywnie lepsze

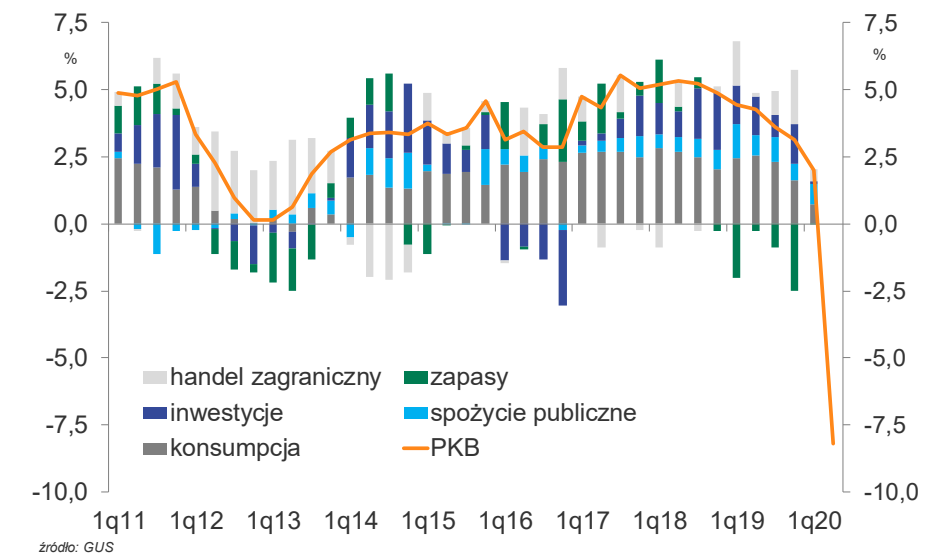




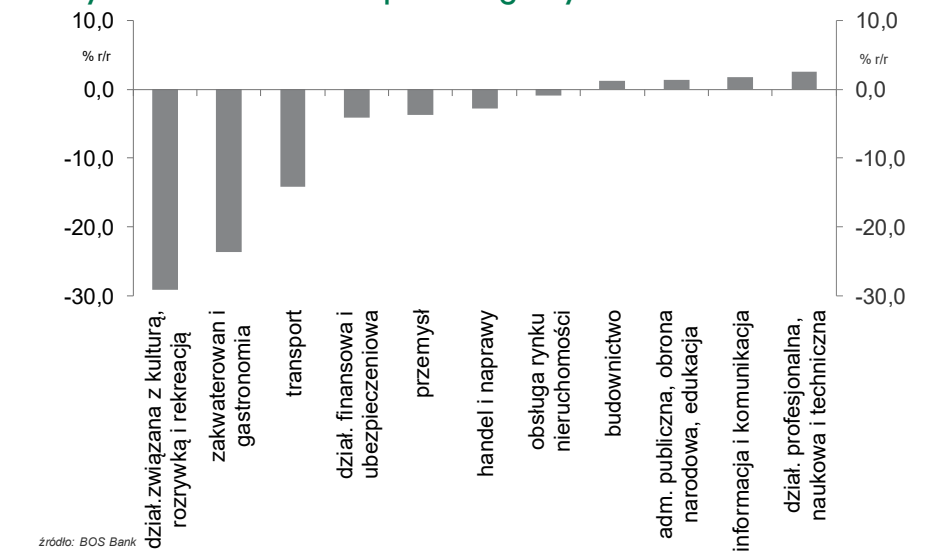
W II kw. historyczna skala recesji polskiej gospodarki, choć na tle krajów Europy spadek PKB wyraźnie mniejszy...

- Według szacunku *flash* PKB Polski w II kw. obniżył się o 8,2% r/r, co stanowi bezprecedensową skalę spadku, niemniej porównując do dominujących oczekiwań rynkowych jeszcze sprzed kilku miesięcy, jak również do wyników gospodarczych w krajach europejskich ten wynik można uznać za „dobry”.
- Zakładamy, że spadki aktywności w przemyśle, handlu czy usługach sięgnęły ok. 10% r/r, przy bardzo zróżnicowanych wynikach w poszczególnych sekcjach usługowych (ze spadkami kilkudziesięciu procent w tych najsilniej bezpośrednio dotkniętych skutkami pandemii).
- Według naszych szacunków o ponad 10% r/r obniżyła się wartości spożycia gospodarstw domowych oraz inwestycji, przy silniejszym spowolnieniu sprzedaży eksportowej. Czynnikiem wspierającym aktywność były natomiast zapewne wyższe wydatki publiczne.
- Na podstawie dostępnych danych podtrzymujemy nasze założenia ograniczonej (nie większej niż 2,5% r/r) recesji krajowej gospodarki.
- Pomimo pozytywnych informacji (PKB za II kw., bardzo dobre lipcowe dane z przemysłu i handlu detalicznego, dotychczasową ograniczoną skalę pogorszenia sytuacji na rynku pracy) cały czas ryzyka dla powyższej prognozy uważamy za wysokie ze względu na: - brak informacji dot. sytuacji w poszczególnych branżach usługowych w okresie lockdownu, - słabsze od wcześniejszych założeń dane z budownictwa w II kw. br., - wysoką niepewność konsumentów oraz przedsiębiorców, - wciąż niestabilną i pogarszającą się w III kw. sytuację epidemiczną.

W II kw. br. tąpnięcie aktywności krajowej gospodarki



W 2020 r. oczekiwana recesja krajowej gospodarki, przy dużym zróżnicowaniu w poszczególnych sektorach





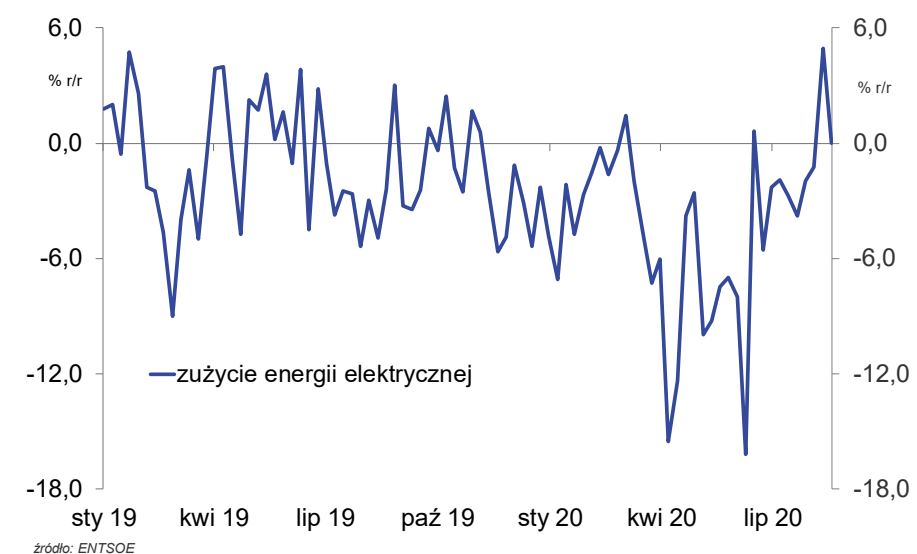
...i pozytywne dane ze sfery realnej wraz z odmrażaniem gospodarki

- Z początkiem III kw. dobre wyniki notowano w krajowym przemyśle, w tym dynamiczne ożywienie w najbardziej dotkniętych działach przemysłu (produkcja mebli i motoryzacji). Szybciej od naszych wcześniejszy założeń poprawiła się także sytuacja w handlu detalicznym. W lipcu roczne dynamiki wzrostu zarówno produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej powróciły do dodatniego poziomu.
- Na ogólne znaczące ożywienie aktywności po okresie zamrożenia wskazuje także wzrost popytu na energię w trakcie III kw. oraz lepsze dane dot. sprzedaży paliw.
- Wzrost zachorowań na COVID-19 w Europie oraz w Polsce w lipcu i sierpniu stanowi dodatkowy czynnik ryzyka, póki co natomiast nieznaczna skala obostrzeń administracyjnych (ograniczony zasięg geograficzny oraz skala wpływu na aktywność gospodarczą) oraz publikowane dane wskazują na brak znaczącego wzrostu ryzyka z tego tytułu.
- Przy znanej już skali spowolnienia aktywności gospodarczej w okresie lockdownu oraz sygnałach wyraźnego ożywienia wraz z odmrożeniem, obecnie kluczowe dla weryfikacji prognoz będzie brak efektu silniejszego ograniczenia konsumpcji prywatnej oraz trwalszych postpandemicznych spadków w aktywności w usługach w warunkach pogorszenia sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.

Z początkiem III kw. kontynuacja solidnej poprawy aktywności w przemyśle i handlu...



...wyraźnie wyższy popyt na energię elektryczną





Dane i informacje dot. sektora przedsiębiorstw potwierdzają póki co uniknięcie skrajnych scenariuszy...

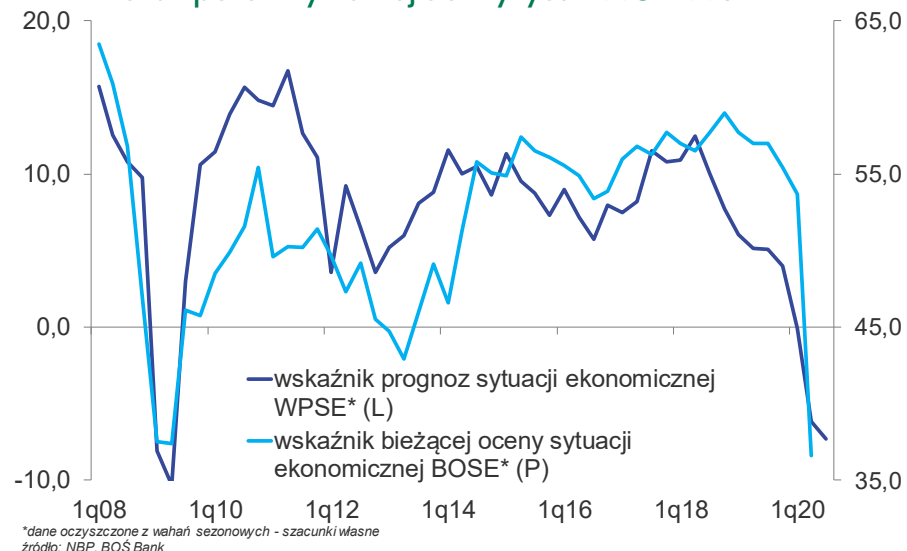
- Opublikowane dane NBP dot. sytuacji sektora przedsiębiorstw oraz wyniki finansowe za II kw. wskazują na gwałtowne, niemniej nie silniejsze niż w kryzysie 2008-2009, pogorszenie sytuacji firm.
- W I poł. roku nastąpiło gwałtowne dostosowanie popytu, w tym popytu eksportowego, skala planowanego ograniczenia zatrudnienia pozostaje ograniczona, przy jednak gwałtownych dostosowaniach planów dot. inwestycji.
- Ocena sytuacji płynnościowej i obsługi zobowiązań wyraźnie pogorszyły się, jednak bez gwałtownego wzrostu ryzyka niewypłacalności.
- Relatywnie niezłe oceny firm wynikają ze znaczącej skali wsparcia pomocy publicznej, w tym ochrony miejsc pracy (tarcze antykryzysowe) oraz transfery finansowe (tarcza finansowa PFR).
- Wsparcie publiczne poskutkowało poprawą wskaźników płynności oraz ograniczyło skalę spadku wyników poprzez możliwość szybkiego ograniczenia kosztów działalności.

2020-08-28

Klauzula poufności: BOŚ jawne



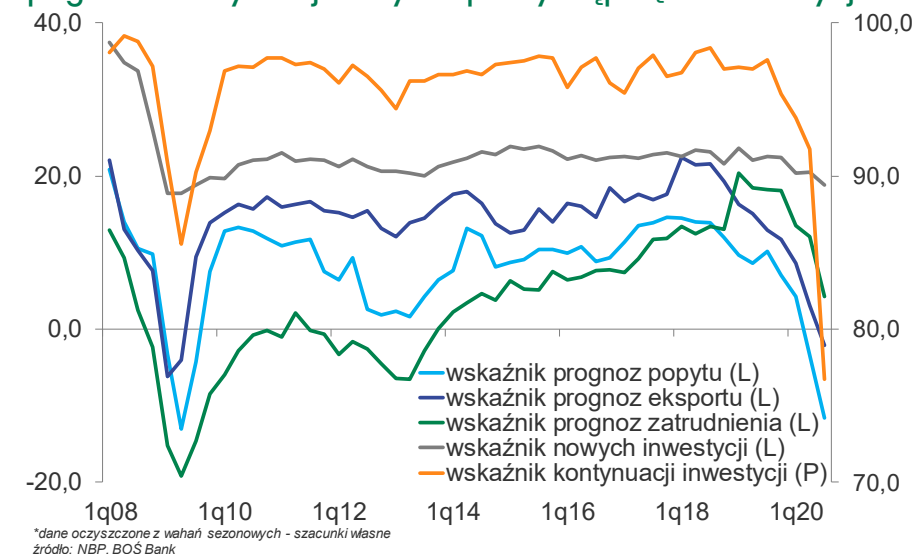
Gwałtowne osłabienie nastrojów firm, choć wg badania NBP w skali porównywalnej do kryzysu 2008-2009...



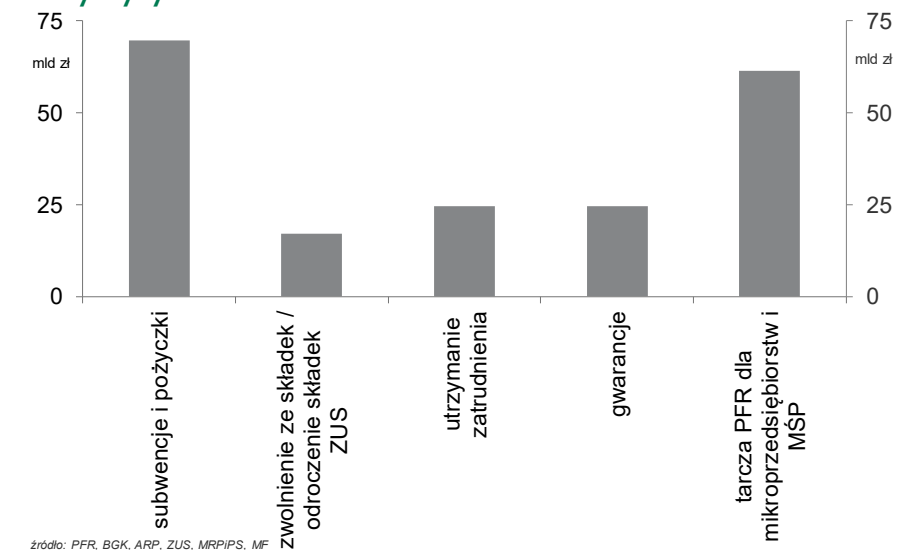
Pogorszenie sytuacji płynnościowej firm, niemniej bez oznak kryzysu



...przy solidnym spadku prognoz popytu, umiarkowanego pogorszenia sytuacji na rynku pracy i tąpnięciu inwestycji



Silne wsparcie przedsiębiorstw przez tarcze antykryzysowe oraz finansowe





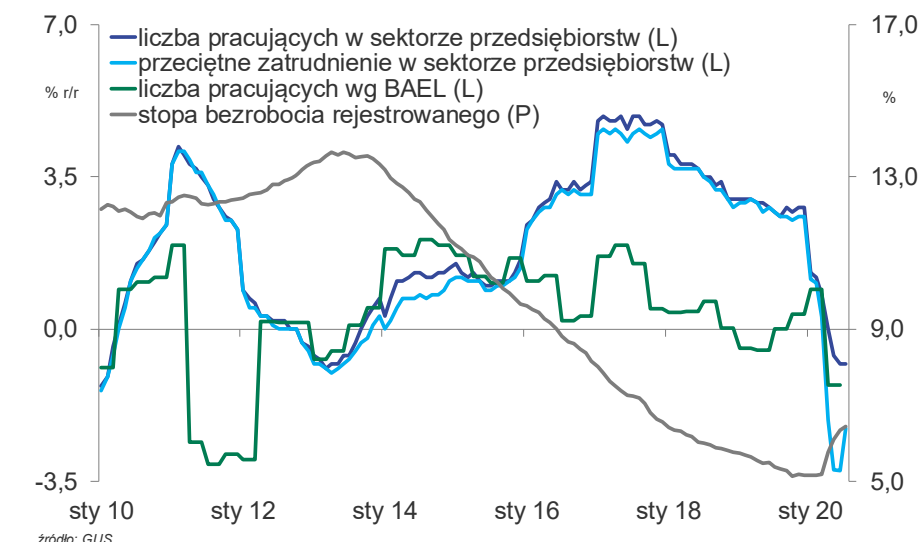
...podobnie jak dane z rynku pracy, co wspiera oczekiwania ożywienia konsumpcji prywatnej w II poł. roku

- Dla perspektyw gospodarczych w II poł. roku – zakładając brak dalszego wzrostu liczby zachorowań (silniej niż dotychczas wpływającego na nastroje i dane makroekonomiczne) – bardzo istotne będą perspektywy spożycia gospodarstw domowych w II poł. roku.
- Dotychczasowe dane z rynku pracy póki co wspierają tezę o ograniczonej skali likwidacji miejsc pracy i wzroście bezrobocia z tytułu recesji. Dane lipcowe z sektora przedsiębiorstw wskazują już na ponowne zwiększanie wymiaru etatów, a spadek liczby pracujących oraz wzrost bezrobocia pozostają umiarkowane. Te dane są także spójne z oczekiwaniami firm dot. popytu na pracę (wg badania NBP).
- Jako bardzo pozytywną informację uznajemy także ograniczoną skalę spadku liczby pracujących wg BAEL, tj. kategorii, która poza zatrudnionymi na bardziej stabilne umowy o pracę (jak dane z sektora przedsiębiorstw), obejmuje także pracujących w oparciu na umowy cywilno-prawne i samozatrudnionych.
- Przy braku materializacji gwałtownego wzrostu bezrobocia, podtrzymujemy nasze oczekiwania stopniowego wzrostu dynamiki spożycia gospodarstw domowych po jego silnym spadku w II kw. (głównie z tytułu ograniczeń podażowych a nie popytowych). Oczywiście nieunikniony wyraźny spadek dochodów gospodarstw domowych (ograniczenie poziomu wynagrodzeń), a także zdecydowana zmiana sytuacji na rynku pracy będą negatywnie wpływać na nastroje i skłonność do konsumpcji. Zakładamy jednak, że skala tego spadku (po wykluczeniu efektu podażowego z II kw.) będzie zbliżona do notowanej w I. 2012 – 2013.
- Dane dot. sprzedaży detalicznej za maj-lipiec mogą tę tezę wspierać, niemniej należy pamiętać, że w pewne zmiany struktury wydatkowej gospodarstw domowych utrzymują się przez kilka kwartałów, w tym relatywnie silniejsze ograniczenie wydatków na usługi (wyższe ryzyko zarażenia) niż towary. Z tego względu dopiero dane za III kw. dot. sytuacji w sektorze usług konsumpcyjnych oraz kolejne informacje z rynku pracy pozwolą na weryfikację tej tezy.

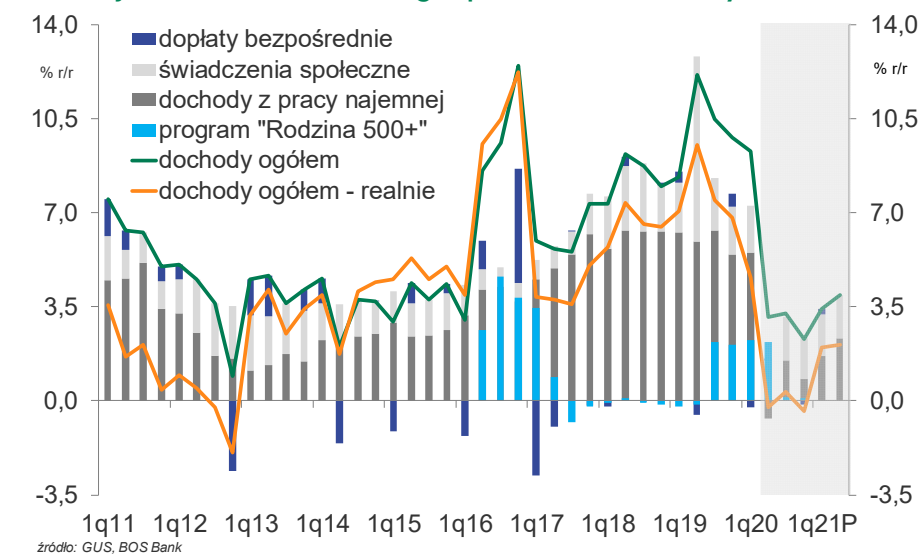
2020-08-28

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Z początkiem III kw. cały czas bez oznak gwałtownej skali likwidacji miejsc pracy i wzrostu bezrobocia



Niższe wynagrodzenie i słabszy popyt na pracę istotnie hamują wzrost dochodów gospodarstw domowych

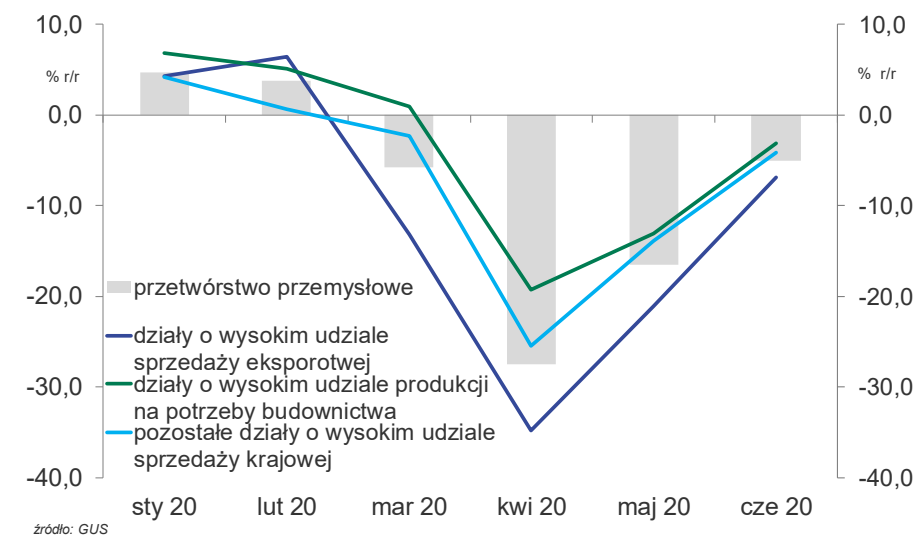




Silniejsze ożywienie w globalnym przemyśle pozytywne dla perspektyw eksportu

- Podczas gdy w okresie kumulacji lockdownu działy najsilniej powiązane ze sprzedażą eksportową notowały największe spadki (silny wpływ ograniczenia aktywności za granicą, załamanie globalnych łańcuchów dostaw), tak w okresie odmrażania aktywności te sektory notowały relatywnie szybszą poprawę. Według danych NBP w czerwcu dynamika krajowego eksportu (w cenach bieżących) wróciła do dodatniego poziomu, co wskazuje na bardzo szybkie tempo poprawy.
- Biorąc pod uwagę globalne silne odbicie popytu konsumentów na towary, a także większą odporność krajowego sektora usług eksportowych na skutki pandemii (np. ograniczone znaczenie przychodów z turystyki vs łatwo zastępowalne pracą zdalną usługi wsparcia) można wskazywać na poprawę perspektyw krajowego eksportu.
- Choć wzrost liczby zachorowań na świecie, szczególnie w Europie, przekłada się na wyższe ryzyko dla tej bardziej optymistycznej prognozy, to o ile nie dojdzie ponownie do szerszej skali administracyjnego lockdownu w Europie, popyt na towary może utrzymywać się na relatywnie silniejszym poziomie, przy jeszcze nasileniu efektu przekierowania wydatków konsumentów z usług na towary.
- Dane z niemieckiego przemysłu, czy też relatywnie mniejsza skala dostosowań sierpniowego indeksu PMI w strefie euro w przypadku przemysłu wskazują przynajmniej krótkookresowo na pozytywne perspektywy dla produkcji eksportowej jako efekt nadrabiania silnego spowolnienia z przełomu I i II kw. 2020 r.

Dynamiczne ożywienie produkcji przemysłowej w działach o wysokim udziale eksportu



Pozytywne dla perspektyw krajowego eksportu szybsze odbicie zamówień w niemieckim przemyśle

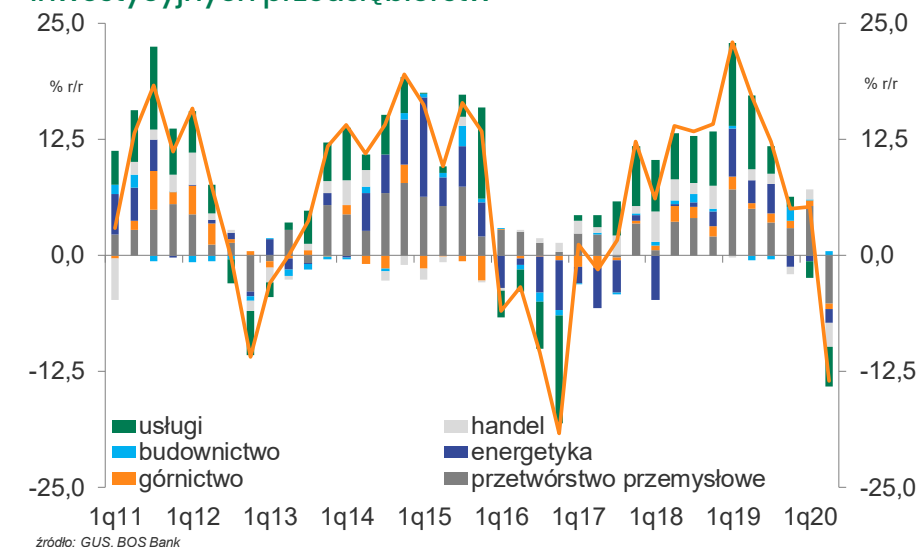




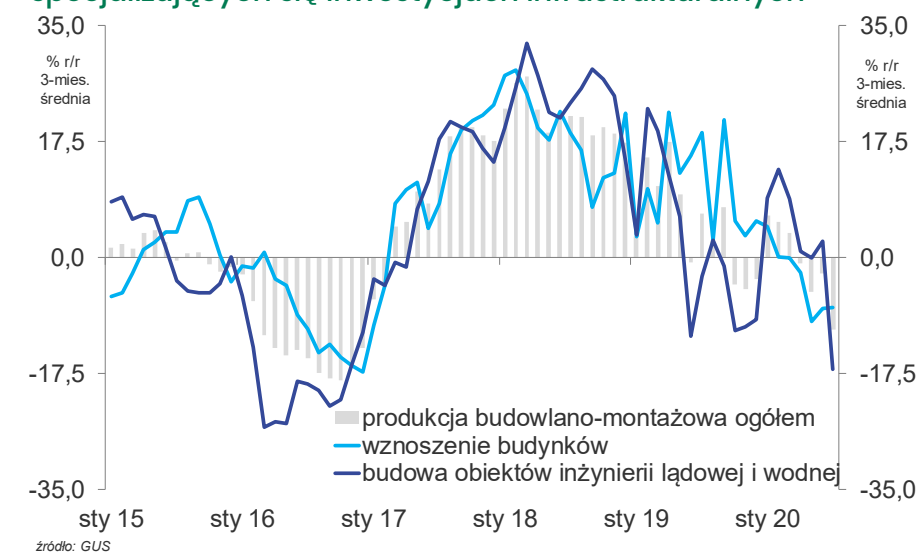
W zakresie inwestycji – tąpnięcie nakładów firm i wolniejszy od założeń wzrost inwestycji publicznych

- Dane dot. nakładów inwestycyjnych w średnich i dużych przedsiębiorstwach potwierdzają założenie tąpnięcia inwestycji przedsiębiorstw w 2020 r., jednocześnie w II kw. odnotowano także zapewne spadek dynamiki inwestycji publicznych, po ich ożywieniu w pierwszych miesiącach 2020 r.
- Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach znaczący spadek inwestycji firm utrzyma się, w warunkach silnego pogorszenia sytuacji gospodarczej oraz wyników finansowych, jak również wysokiej niepewności związanej z trwającą pandemią.
- Zakładamy także stopniowy spadek dynamiki inwestycji na rynku mieszkaniowym, przy jeszcze bieżącym pozytywnym wpływie kończenia wcześniej dynamicznie rosnących projektach. Bieżące, wyraźnie niższe dynamiki wzrostu nowych projektów będą natomiast w kolejnych kwartałach wpływać na spadek inwestycji w budowie. .
- Dużo słabsze od naszych założeń dane dot. produkcji budowlano-montażowej w II kw. i w lipcu w większym stopniu wynikały natomiast z silniejszego osłabienia produkcji w firmach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, tj. tych, najsilniej powiązanych z publicznymi inwestycjami infrastrukturalnymi.
- Choć od II kw. prawdopodobnie silnie obniżyły się wydatki majątkowe JST, to w tym okresie utrzymywał się potencjał dla silnego wzrostu wydatków na szczeblu centralnym (w tym wysoka dynamika wzrostu wydatków majątkowych z budżetu państwa). Być może skutkiem pandemii są pewne opóźnienia w realizacji inwestycji.
- W kolejnych kwartałach nadal oczekujemy poprawy wyników inwestycji publicznych. Jednocześnie widoczne opóźnienia w zakresie „nadzwyczajnych” wydatków majątkowych wskazują na wyższe ryzyko niższego wzrostu inwestycji publicznych w 2020 r. i wyższe w 2021 r.

W II kw. gwałtowne ograniczenie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw



W II kw. rozczarowujące dane dot. produkcji w firmach specjalizujących się inwestycjach infrastrukturalnych

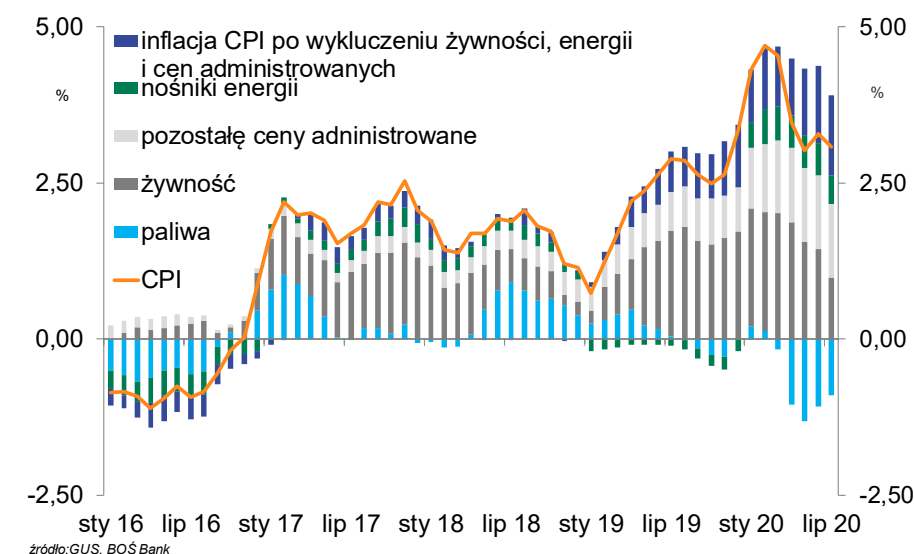




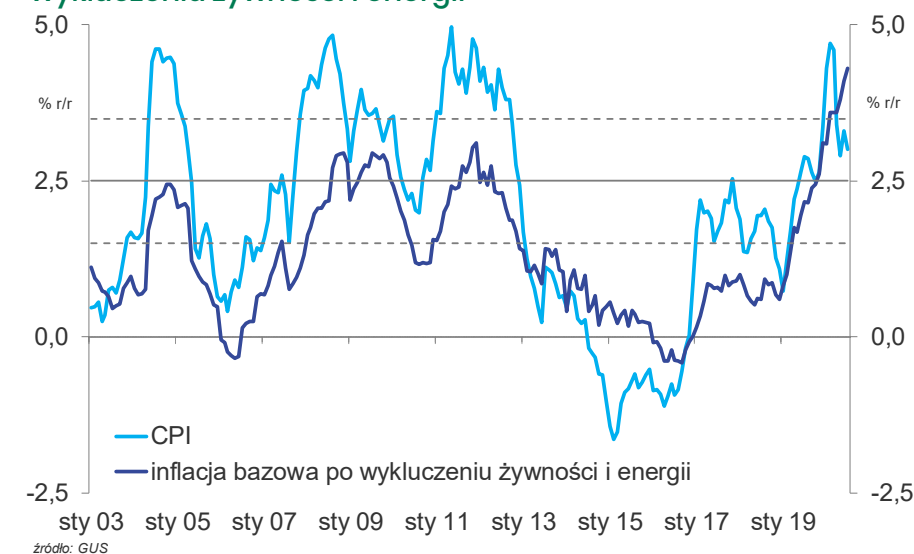
Od czerwca wyhamowanie spadku CPI. Inflacja bazowa powyżej 4,0% r/r

- W lipcu inflacja CPI wyniosła 3,0% r/r, wobec 4,6% r/r na koniec I kw. Po skokowym spadku inflacji w kwietniu i maju (głównie z powodu silnego spadku kontrybucji cen paliw), w czerwcu i lipcu spadek wskaźnika CPI wyhamował, pomimo silniejszego od oczekiwań spadku dynamiki cen żywności.
- Od początku roku zaskakuje bowiem wyzsza od oczekiwań ścieżka inflacji bazowej. W lipcu inflacja bazowa po wykluczeniu żywności i energii wyniosła 4,3% r/r, wobec 3,6% r/r notowanych w marcu. W tym okresie notowana była szczególnie silna presja na wzrost cen usług.
- Taka sytuacja może wynikać z „przerzucania” wyższych kosztów funkcjonowania firm (reżimy sanitarne) na konsumentów, w szczególności w warunkach „nadrabiania” konsumpcji prywatnej po okresie lockdownu. Być może na wskaźniki cały czas w pewnym stopniu wpływają rozwiązania metodologiczne (związane ze skutkami lockdownu dla statystyki).
- W części skutki bieżącego wyhamowania inflacji mogą utrzymywać się jeszcze w najbliższych miesiącach, stąd podwyższyliśmy ścieżkę inflacji w II poł. roku, szacujemy, że w grudniu br. inflacja CPI może utrzymać się powyżej 2,5% r/r.
- Silniejszego spadku inflacji w kierunku 2,0% r/r oczekujemy z początkiem 2021 r. przy nasilaniu się efektów cyklicznych oddziałujących dezinflacyjnie, niższej skali podwyżek cen administrowanych oraz wyższych (szczególnie w przypadku danych za I kw.) bazach odniesienia dla rocznych wskaźników wzrostu.

W czerwcu i lipcu wyhamowanie spadku inflacji CPI...



...przy nasileniu trendu wzrostowego inflacji bazowej po wykluczeniu żywności i energii

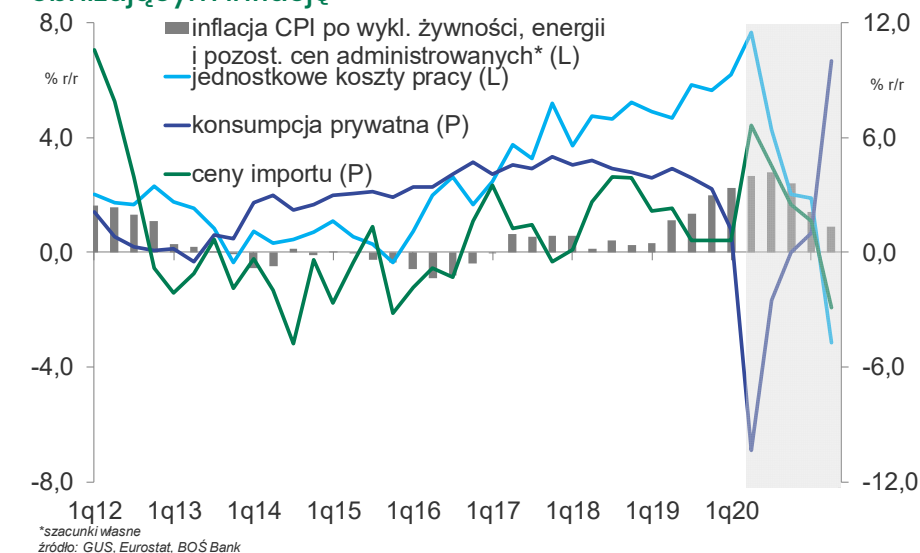




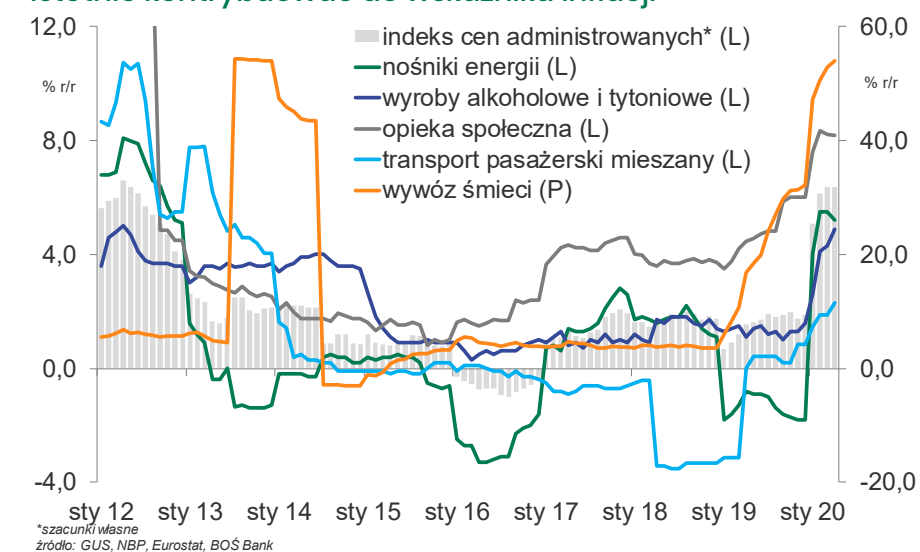
Silniejszy spadek inflacji oczekiwany dopiero w 2021 r.

- W poprzednich raportach wskazywaliśmy na krótkookresowe ryzyka związane z efektami kosztowymi i podażowymi w części kategorii inflacji bazowej. Dokładniejsza analiza zmian cen w poszczególnych kategoriach wskazuje na: - relatywnie wyższe wzrosty cen w usługach tylko częściowo zwiększających aktywność oraz w branżach o niższym poziomie konkurencji (np. transport lotniczy), - najsilniejsze wzrosty cen w kategoriach o wysokim wzroście kosztów funkcjonowania i jednocześnie stabilniejszego popytu (usługi medyczne, domy opieki), - wzrosty cen w kategoriach o stabilnym / wyższym popycie (usługi telekomunikacyjne opłaty za telewizję). Jednocześnie, jak pokazują np. dane dot. turystyki zorganizowanej, wysoka konkurencja oraz słabszy popyt wpływają ostatecznie na solidne spadki cen w warunkach odmrożenia aktywności i dostosowań popytowych (gwałtowny spadek cen wyjazdów zagranicznych, utrzymanie wysokiego wzrostu wyjazdów krajowych).
- Tym samym, pomimo wyższych odczytów inflacji bazowej w II kw. i na początku III kw. cały czas uważamy, że wyraźnie słabsze tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych przełoży się na silniejszy spadek inflacji bazowej. Ten scenariusz odsuwa się nieco w czasie i będzie silniej obniżał inflację w 2021 r.
- W bieżącym roku inflację bazową (po wykluczeniu cen żywności i energii) podwyższają także wzrosty cen towarów i usług o wysokim znaczeniu decyzji administracyjnych i regulacyjnych (opłaty związane z mieszkaniem, transport publiczny, napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe). Biorąc pod uwagę zwyczajowo dokonywanie tych zmian z początkiem roku, ten efekt przez cały 2020 r. będzie podwyższał inflację.
- w 2021 zakładamy nieco mniejszą dynamikę wzrostu tych cen, choć prawdopodobnie pozostanie ona wyższa od przeciętnych podwyżek biorąc pod uwagę wyzwania finansowe JST, jednostek administracji publicznej oraz przedsiębiorstw komunalnych.

Efekty cykliczne w średnim okresie czynnikiem silnie obniżającym inflację



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

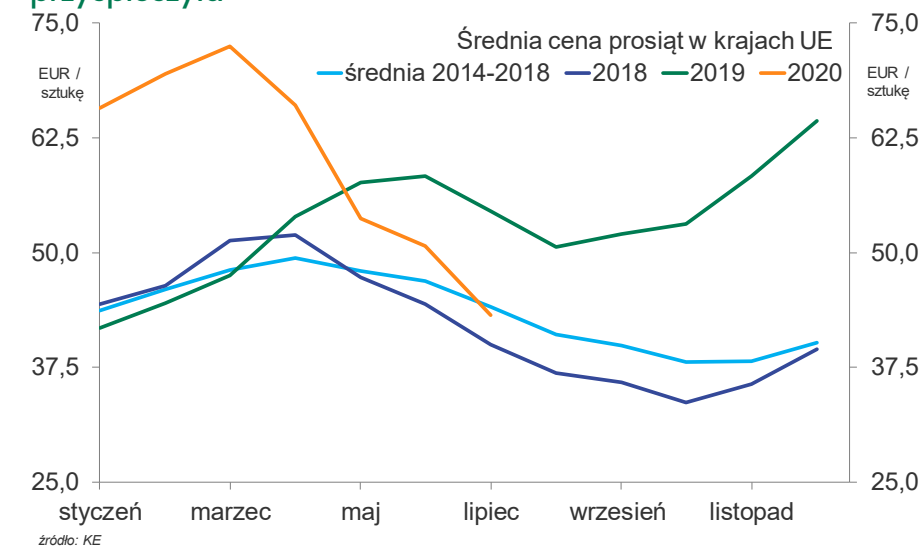




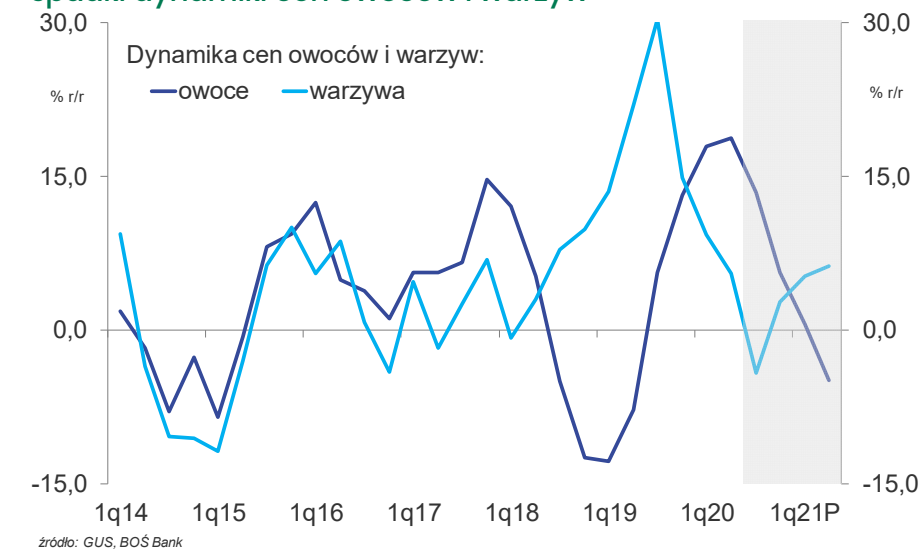
Szybszy spadek dynamiki cen żywności, przy niższych ryzykach podaźowych na rynku mięsa oraz owoców i warzyw

- Po silnym wzroście dynamiki cen żywności w 2019 r. i na początku 2020 r., od II kw. br. notowany jest znaczący spadek rocznej dynamiki cen. W głównej mierze taka sytuacja jest pochodną wygasania nierównowag z kwartałów minionych.
- Silny spadek kontrybucji do wzrostu cen żywności notuje się w przypadku cen mięsa, gdzie stabilizowanie się sytuacji na rynku wieprzowiny po gwałtownym wzroście cen w 2019 r. skutkuje skokowymi dostosowaniami dynamiki cen (szczególnie przy gwałtownym wzroście baz odniesienia). W II kw. br. skala korekcyjnego spadku cen wieprzowiny na rynkach surowcowych znacząco przyspieszyła, przekładając się na szybsze spadki rocznej dynamiki cen mięsa i żywności ogółem.
- Choć jeszcze na przełomie I i II kw. niekorzystne warunki pogodowe (susza) wskazywały na ryzyko kolejnego słabego roku na rynku owoców i warzyw i utrzymania bardzo wysokich wzrostów cen, wyraźna poprawa sytuacji w trakcie II kw. przełożyła się na silniejsze spadki cen i tym samym solidne obniżenie dynamik wzrostu w połowie roku.
- Mniejsze zmiany w I poł. roku notowano w zakresie cen żywności przetworzonej. Pogłębienie spadków cen surowców żywnościowych na rynku globalnym w II kw. i z początkiem III kw. wskazuje natomiast na możliwość obniżenia dynamiki wzrostu w tej grupie towarów żywnościowych na przełomie roku.
- W kolejnych kwartałach (w tym na początku 2021 r.) zakładamy dalszy spadek rocznej dynamiki cen żywności ogółem, który będzie obniżał wskaźnik inflacji CPI.

W II kw. korekta cen wieprzowiny (po kryzysie 2019 r.) przyspieszyła



Lepsze warunki atmosferyczne przełożyły się na silniejsze spadki dynamiki cen owoców i warzyw

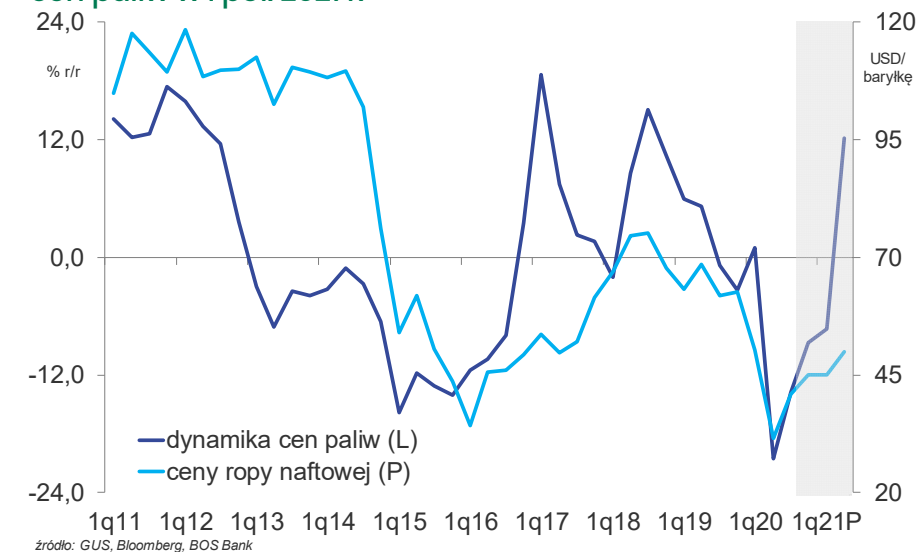




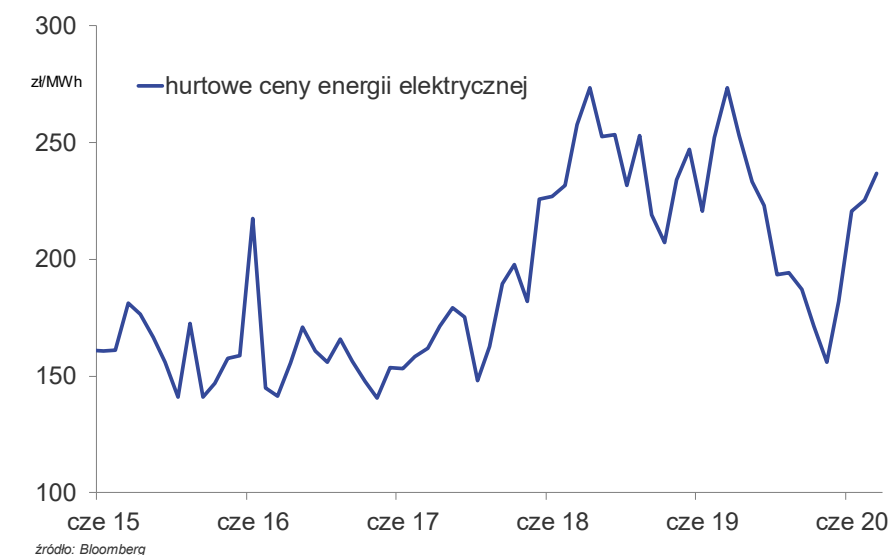
Ceny paliw przestaną w 2021 r. obniżać inflację, prawdopodobny brak rekompensat za wzrost cen detalicznych energii elektrycznej

- Do końca 2020 r. choć w mniejszej skali niż w II kw. roczna deflacja cen paliw będzie obniżać wskaźnik inflacji CPI. Po odreagowaniu cen ropy naftowej w maju i czerwcu, ceny surowca, zgodnie z naszymi założeniami, ustabilizowały się w okolicach 40-45 USD/baryłkę.
- Biorąc pod uwagę skalę tąpnięcia cen ropy oraz dostosowania cen paliw na przetomie I i II kw., w I poł. 2021 r. ceny paliw – nawet zakładając brak silnego dalszego ich wzrostu – będą przez efekt bardzo niskiej bazy odniesienia siniej kontrybuować *in plus* do wskaźnika inflacji CPI.
- Choć w mniejszej skali niż w 2020 r., w przyszłym roku kategorią zwiększającą inflację mogą być nadal ceny energii elektrycznej. Z początkiem 2021 r. wejdzie w życie opłata mocowa – nowa składowa rachunku za energię elektryczną. Według szacunków Forum Energii opłata ta może poskutkować wzrostem rachunków gospodarstw domowych za energię o ok. 40-45 zł/MWh, tj. o 5,5-7,0% (przy założeniu taryf na energię elektryczną na poziomie z 2020 r.).
- Powyższe zmiany oraz ponowny wzrost hurtowych cen energii elektrycznej (po korekcyjnym ich spadku w okresie pandemii) oznacza możliwą kolejną podwyżkę cen energii dla odbiorców indywidualnych w 2021 r.

Niskie efekty bazy powodem silniejszego wzrostu dynamiki cen paliw w I poł. 2021 r.



Wysokie ceny hurtowej energii elektrycznej i nowa opłata mocowa wskazują na możliwość kolejnej podwyżki w 2021 r.





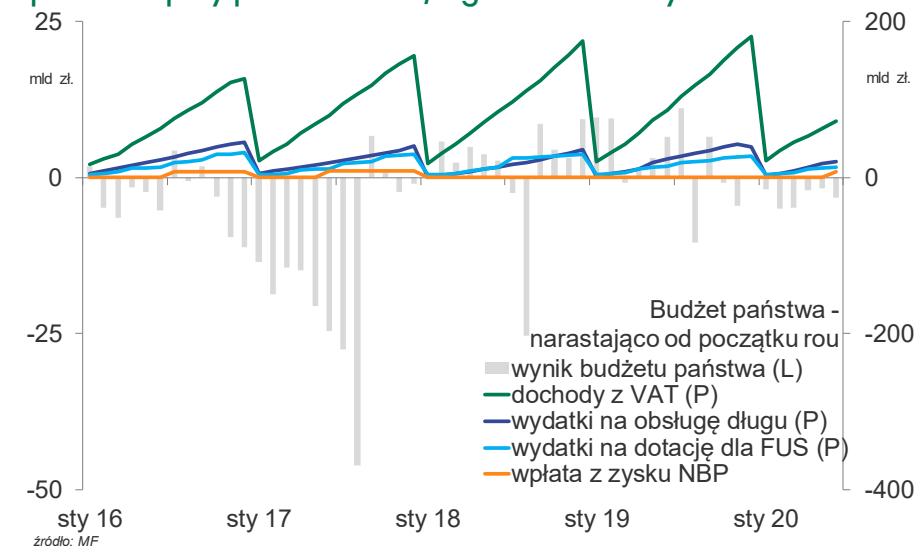
W 2020 r. deficyt budżetu państwa na nienotowanym dotychczas poziomie ponad 100 mld zł, deficyt SFP ponad 10% PKB

- Choć dane nt. wykonania budżetu państwa po czerwcu mogłyby wskazywać na stosunkowo dobrą sytuację finansów publicznych (deficyt poniżej 20 mld zł.), to rząd podał już wstępne informacje dot. nowelizacji budżetu państwa na 2020 r. Przyjęty projekt zakłada wzrost deficytu budżetowego do 109,3 mld zł. oraz 82,3 mld zł. w 2021 r.
- Bieżące uspokajające dane o wykonaniu deficytu, pomimo wyraźnego ograniczenia wartości dochodów z podatku VAT to efekt ograniczania wydatków (np. dotacji dla FUS, którego sytuacja finansowa pogorszyła się znacząco), dodatkowego dochodu ponad 7 mld zł w czerwcu z zysku NBP, wyraźnego obniżenia kosztu obsługi długu (trwalszy efekt) z uwagi na wyraźne obniżenie rentowności obligacji skarbowych.
- Ponadto w przypadku części podatków oraz wydatków, opóźnienia wpływu pandemii na ich poziom, jak również efekty sezonowe (kumulacja pod koniec roku) wskazują na znaczący wzrost poziomu deficytu państwa w br. Według naszych szacunków deficyt mógłby sięgnąć 130 mld zł. w 2020 r. oraz ok. 75 mld zł. w 2021, niemniej przy potencjale do przesuwania obciążeń pomiędzy podsektorami, przyjęty projekt nie nosi ryzyka niewykonania budżetu. Choć nasze prognozy wskazują na ograniczoną skalę recesji, to nie wpływa to istotnie pozytywnie na statystyki fiskalne, gdyż ta prognoza wynika właśnie z gwałtownego wzrostu wydatków związanych z walką ze skutkami pandemii.
- Przy nienotowanym poziomie deficytu, wyraźnym pogorszeniu sytuacji finansowej JST oraz FUS oraz – biorąc pod uwagę najnowsze informacje MF dot. uwzględnienia w statystykach SFP wydatków PFR, oczekujemy wzrostu deficytu całego sektora finansów publicznych w kierunku 12,5% PKB oraz długu publicznego powyżej 60%. Tak silny wzrost deficytu będzie jednak zjawiskiem powszechnym i jest wyłącznie efektem pandemii (zarówno w zakresie obniżonych dochodów jak i antykryzysowych wydatków).
- Powyżej poziomu 60% PKB wzrośnie poziom długu sektora finansów publicznych, a nie poziom państwowego długu publicznego (odmienna metodologia), PDP nie przekroczy zatem konstytucyjnego progu 60%.

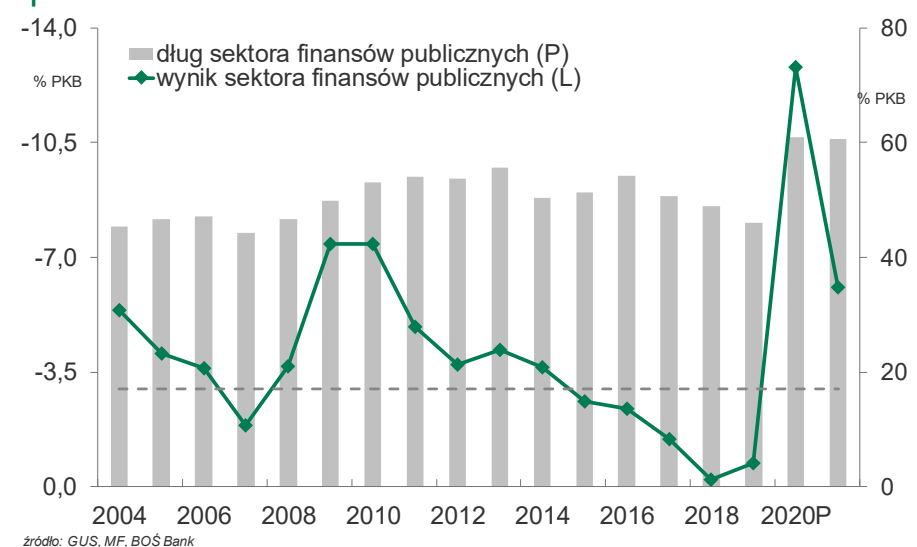
2020-08-28

Klauzula poufności: BOŚ jawne

W I poł. br. jeszcze ograniczony wzrost deficytu budżetu państwa przy przesuwaniu / ograniczaniu wydatków



W 2020 r. skokowy wzrost deficytu i długu SFP, skutki pandemii odczuwalne także w 2021 r.



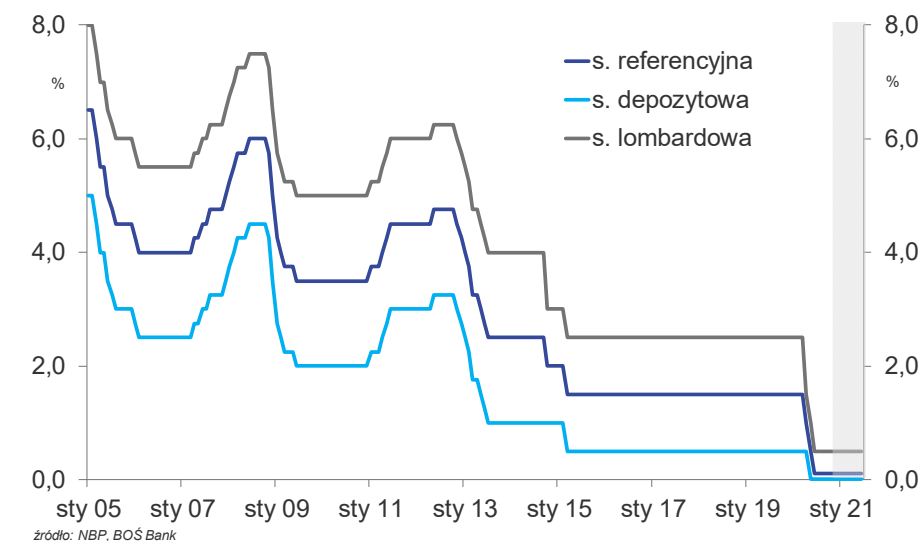
źródło: GUS, MF, BOŚ Bank



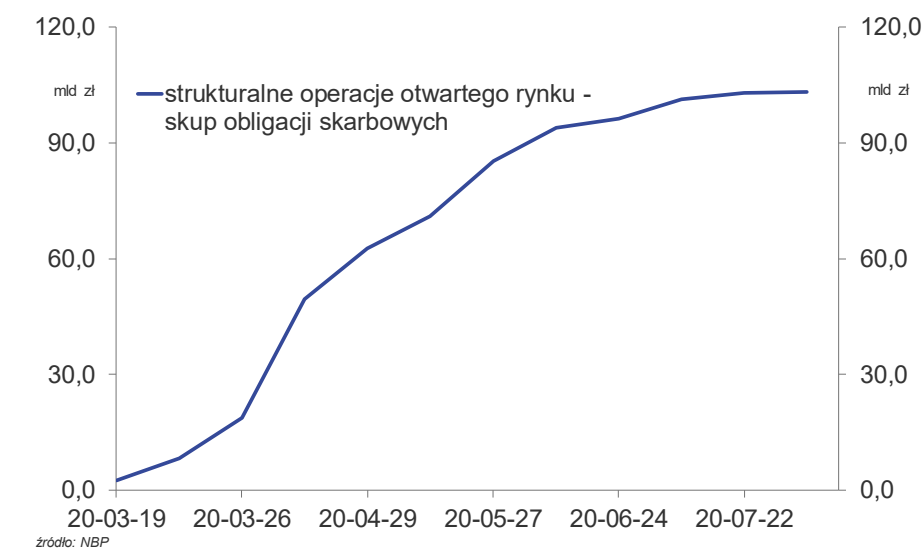
Stopy procentowe NBP bez zmian w dłuższej perspektywie

- Pojawiające się w minionych tygodniach wypowiedzi członków RPP potwierdzają brak skłonności członków Rady do dalszych obniżek stóp procentowych. Podczas wystąpienia w Sejmie RP w lipcu także prezes NBP Adam Glapiński potwierdził, że cykl redukcji stóp procentowych zakończył się.
- Przeciwno dalszemu luzowaniu polityki pieniężnej przemawia także materializacja (według danych po II kw.) korzystniejszego scenariusza dot. wzrostu PKB w stosunku do bardzo negatywnych prognoz NBP z lipcowej projekcji makroekonomicznej.
- Jednocześnie, biorąc pod uwagę wyraźne spowolnienie aktywności krajowej gospodarki w I. 2020-2021, utrzymującą się podwyższoną niepewność dot. perspektyw średnioterminowych w gospodarce oraz oczekiwany spadek wskaźnika inflacji w 2021 r., sądzimy, że perspektywa podwyżek stóp procentowych NBP jest odległa. Według naszych założeń stopy procentowe pozostaną na bieżącym, historycznie niskim poziomie przynajmniej do końca 2021 r.
- W ostatnich tygodniach skala skupu obligacji skarbowych przez NBP uległa zmniejszeniu, co jest pochodną ograniczenia podaży papierów, zarówno tych emitowanych jak i gwarantowanych przez Skarb Państwa. Na potrzebę zwiększenia zaangażowania NBP nie wskazywała także generalnie stabilna sytuacja rynkowa i ograniczenie odpływu kapitału z rynków wschodzących.

Stopy procentowe w okolicach 0% w perspektywie kolejnych 12-tu miesięcy



W III kw. mniejsza skala skupu obligacji przez NBP





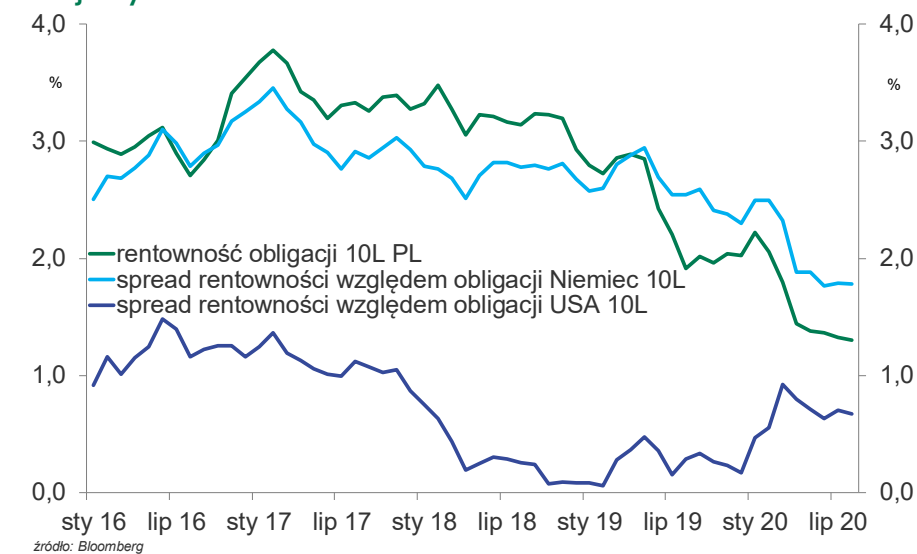
Polityka NBP utrzymuje rentowności krajowych SPW blisko historycznych poziomów...

- Utrzymujące się niskie rentowności obligacji na rynkach bazowych, ograniczenie globalnej premii za ryzyko oraz działania NBP (redukcja stóp procentowych, skup obligacji) przekładały się na utrzymanie historycznie niskich rentowności krajowych SPW w III kw.
- W średnim okresie oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych z historycznych minimów, choć obniżyliśmy prognozowaną skalę tego wzrostu.
- Cały czas uważamy, że założenia: - lekkiego wzrostu rentowności papierów na rynkach bazowych; - zakończenia cyklu redukcji stóp procentowych przez NBP; - gwałtownego wzrostu podaży papierów skarbowych w kraju, w związku z silnym poluzowaniem krajowej polityki fiskalnej, poskutkują w średnim okresie wzrostem rentowności obligacji.
- Oczekujemy w średnim okresie wystromienia krzywej dochodowości, przy założeniach dłuższego okresu utrzymania bieżącego poziomu stóp procentowych NBP.
- Zakładamy, że NBP będzie aktywny na rynku obligacji aby nie dopuścić do gwałtownego spadku ich cen, nie będzie natomiast – zakładając stabilizowanie się sytuacji gospodarczej i rynkowej – dążyć do utrzymania bieżących historycznie niskich rentowności w długim okresie, preferując stopniowe ograniczanie zaangażowania w obligacje, szczególnie przy potencjalnej presji na złotego, czy też niewykluczonych negatywnych ocenach działań banku centralnego np. przez agencje ratingowe.
- 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.
- Nie sądzimy, aby informacje dot. wyższego szacunku poziomu długu publicznego w sposób istotny wpłynęły na ceny krajowych obligacji, gdyż taka prognoza wynika jedynie ze zmiany podejścia metodologicznego (uwzględnienia wydatków PFR), a nie realnego wzrostu potrzeb pożyczkowych.

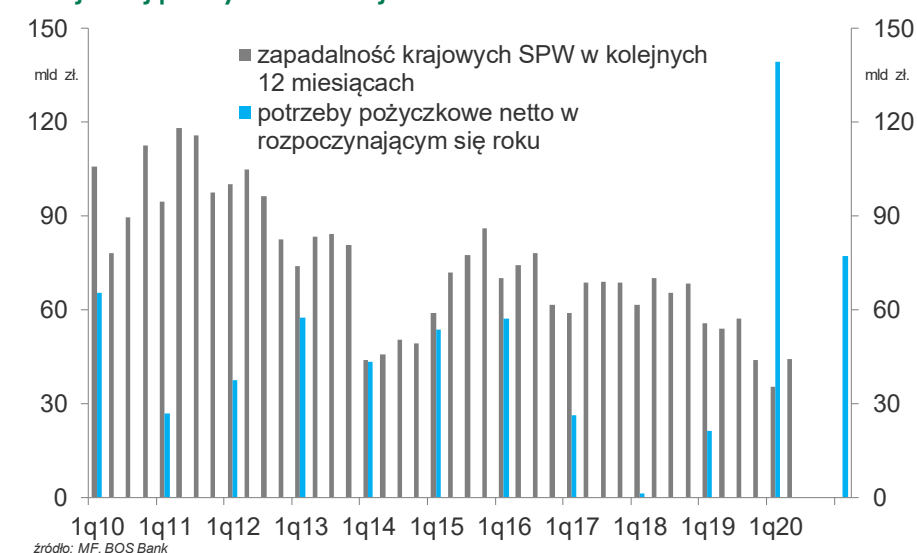
2020-08-28

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Działania NBP znacząco ograniczyły zmienność cen krajowych SPW...



...oraz presję na ich spadek z tytułu silnego poluzowania krajowej polityki fiskalnej

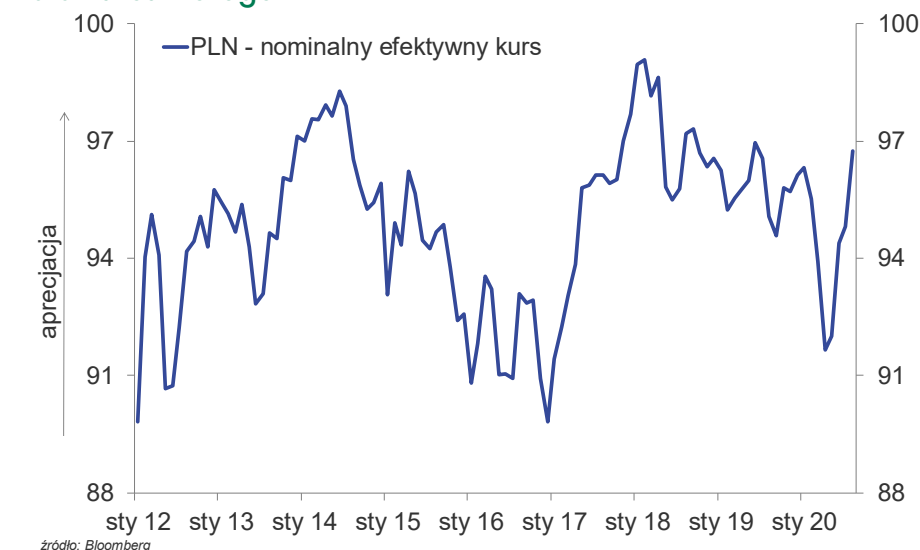




...ale wpływa na wyższe ryzyko dla prognoz umocnienia złotego

- Dalsza poprawa nastrojów na globalnym rynku finansowym i ograniczenie globalnej premii za ryzyko pod koniec II kw. i na początku III kw. poskutkowało ograniczeniem odpływu kapitału z rynków wschodzących i wzmocnieniem ich walut, w tym wzmocnieniem notowań złotego.
- Złoty w ujęciu kursu efektywnego wyraźnie zyskał na wartości, niemniej w głównej mierze było to związane z aprecjacją wobec dolara oraz innych walut, w niewielkim stopniu już krajowa waluta zyskała wobec euro, kurs obniżył się w kierunku 4,40 PLN/EUR z 4,45 PLN/EUR w warunkach umocnienia kursu euro na rynku globalnym.
- Wraz z stabilizowaniem się globalnej sytuacji rynkowej oraz biorąc pod uwagę nasze prognozy relatywnie łagodnej skali recesji oczekujemy stopniowej aprecjacji złotego w kierunku 4,35 PLN/EUR, niemniej w wolniejszym tempie (w szczególności wobec euro) wobec naszych wcześniejszych założeń, z uwagi długi okres podwyższonej niepewności rynkowej.
- Istotnym czynnikiem ograniczającym atrakcyjność polskiej waluty jest polityka pieniężna NBP. Wysoka skala obniżek stóp poskutkowała dołączeniem NBP do grona banków centralnych ze stopami procentowymi bliskimi zera, redukując potencjalny pozytywny dla złotego efekt wyższych, dodatnich stóp.
- Skup obligacji przez NBP w średnim okresie może wspierać krajowe aktywa, jeżeli poluzowanie fiskalne będzie miało charakter okresowy, a cyklicznie pomoże złagodzić skalę osłabienia gospodarki. Jednocześnie jednak niepewność rynkową może zwiększać brak określonego planu skupu aktywów (prognozowana wartość / perspektywa czasowa programu skupu) oraz potencjalne obawy rynkowe przed scenariuszem zbyt silnego zaangażowania NBP w papiery skarbowe oraz gwarantowane przez SP, co może w długim okresie być interpretowane (np. przez agencje ratingowe) jako bezpośrednie monetarne finansowanie deficytu przez bank centralny.

Stabilizacja sytuacji na rynkach globalnych pozytywna dla kursu złotego...



...przy ograniczeniu 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	-2,2
Popyt krajowy	% r/r	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,0	-2,7
Spożycie indywidualne	% r/r	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-2,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-9,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	2,0	-1,3	0,6	0,8	0,3	0,0	1,3	0,3
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	0,4	2,6
	mld EUR	-5,0	-8,5	-2,4	-2,2	0,3	-5,0	2,2	16,4
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	15,7	16,5	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	15,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	13,5	12,3	10,5	8,9	7,3	6,1	5,4	6,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-1,5
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,4	3,6	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3
	% r/r, real.	2,5	3,6	4,3	4,4	3,2	5,4	4,9	2,3
Inflacja CPI	% r/r, śr.	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,2	3,5
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	3,8
Depozyty ogółem	% r/r	5,7	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	12,4
Kredyty ogółem	% r/r	3,7	6,8	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	0,7
Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-12,6
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	55,7	50,4	51,3	54,3	50,6	48,8	46,0	60,6
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	1,43	0,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	3,77	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,80
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	4,32	2,51	2,94	3,62	3,29	2,81	2,10	1,40
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,15	4,26	4,26	4,42	4,17	4,30	4,26	4,40
PLN/USD	PLN, k.o.	3,01	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,79
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,38	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,09
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	-5,0
PKB - strefa euro	% r/r	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	-7,2
PKB - Chiny	% r/r	7,8	7,4	7,0	6,8	6,9	6,8	6,2	2,0
Inflacja (CPI) - USA	% r/r, śr.	1,5	1,5	0,2	1,3	2,1	2,4	1,9	0,7
Inflacja (HICP) - strefa euro	% r/r, śr.	1,3	0,3	0,2	0,4	1,4	1,4	1,2	0,4
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.	-	-	-	-	-	-	-	0,30
Obligacje USA 10L	%, k.o.	3,05	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,70
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.	-	-	-	-	-	-	-	-0,40
Obligacje GER 10L	%, k.o.	1,94	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,45
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,37	1,22	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,16
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	108,7	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	41,9

% 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		3q19P	4q19	1q20	2q20	3q20P	4q20P	1q21P	2q21P
Produkt Krajowy Brutto	% r/r	4,0	3,2	2,0	-8,2	-2,8	-0,7	-0,8	7,0
Popyt krajowy	% r/r	3,3	1,3	1,7	-7,1	-3,2	-2,1	0,3	6,2
Spżycie indywidualne	% r/r	3,9	3,3	1,2	-10,4	-2,5	0,0	1,0	10,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,6	6,1	0,9	-13,0	-14,1	-10,2	-9,5	-1,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,7	1,9	0,3	-1,1	0,4	1,5	-1,1	0,8
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-0,3	0,4	1,0	1,6	2,1	2,6	2,3	2,1
	mld EUR	-0,8	1,9	4,5	2,5	2,1	4,4	3,1	1,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, śr.	5,1	5,2	5,4	6,1	6,6	7,1	7,3	6,9
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,1	1,8	0,6	-1,7	-2,0	-3,0	-2,0	-1,0
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	7,7	6,9	7,7	3,8	4,5	4,5	4,5	4,5
	% r/r, real.	4,7	3,9	3,0	0,5	1,4	1,5	2,7	2,1
Inflacja CPI	% r/r, k.o.	2,6	3,4	4,6	3,3	3,1	2,7	2,4	2,2
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	2,4	3,1	3,6	4,1	3,9	3,6	3,3	2,3
Stopa referencyjna NBP	%, k.o.	1,50	1,50	1,00	0,10	0,1	0,1	0,1	0,1
Stopa kredytu lombardowego NBP	%, k.o.	2,50	2,50	1,50	0,50	0,5	0,5	0,5	0,5
Stopa depozytowa NBP	%, k.o.	0,50	0,50	0,50	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0
WIBOR 3M	%, k.o.	1,72	1,71	1,17	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,48	1,43	0,82	0,07	0,10	0,15	0,20	0,30
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,76	1,79	1,23	0,68	0,75	0,80	0,90	0,95
Obligacje skarbowe 10L	%, k.o.	1,98	2,10	1,62	1,36	1,35	1,40	1,50	1,60
PLN/EUR	PLN, k.o.	4,37	4,26	4,55	4,47	4,40	4,40	4,40	4,35
PLN/USD	PLN, k.o.	4,00	3,80	4,15	3,98	3,79	3,79	3,83	3,78
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,03	3,92	4,30	4,18	4,09	4,09	4,09	4,05

założenia zewnętrzne		3q19P	4q19	1q20	2q20	3q20P	4q20P	1q21P	2q21P
PKB - USA	% r/r	2,1	2,3	0,3	-8,4	-8,0	-4,0	-2,0	15,0
PKB - strefa euro	% r/r	1,3	1,0	-3,3	-13,3	-7,5	-4,8	1,0	14,2
PKB - Chiny	% r/r	6,0	6,0	-6,8	3,0	5,8	6,0	8,7	5,5
Stopa funduszy federalnych Fed*	%, k.o.	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	0,30	0,30	0,30	0,30
Obligacje USA 10L	%, k.o.	1,67	1,92	0,67	0,66	0,60	0,70	0,80	0,95
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.	-	-	-	-	-0,45	-0,40	-0,35	-0,35
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,58	-0,19	-0,48	-0,46	-0,50	-0,45	-0,40	-0,35
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
USD/EUR	USD, k.o.	1,09	1,12	1,10	1,12	1,16	1,16	1,15	1,15
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	61,9	62,6	50,3	31,4	40,9	45,0	45,0	50,0

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

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

źródła danych historycznych: NBP, GUS, Bloomberg

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

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

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