

# Polska

## Głębsza recesja a po niej odbicie

Piotr Kalisz, CFA,  
Cezary Chrapek, CFA  
Maj 2020

[www.citihandlowy.pl](http://www.citihandlowy.pl)  
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

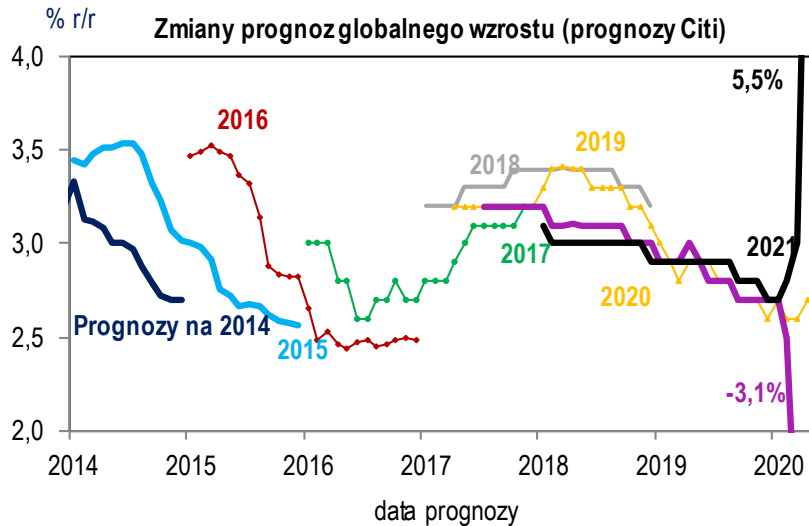
 **citi handlowy**<sup>®</sup>

# Globalne prognozy makroekonomiczne

|                              | PKB  |       |      | CPI  |      |      | Stopy banku centralnego |      |      | Bilans obrotów bieżących |      |      | Deficyt fiskalny* |       |      | Dług* |       |       |
|------------------------------|------|-------|------|------|------|------|-------------------------|------|------|--------------------------|------|------|-------------------|-------|------|-------|-------|-------|
|                              | 2019 | 2020  | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019                    | 2020 | 2021 | 2019                     | 2020 | 2021 | 2019              | 2020  | 2021 | 2019  | 2020  | 2021  |
| <b>Świat</b>                 | 2,7  | -3,1  | 5,5  | 2,5  | 2,1  | 2,5  | 2,8                     | 1,8  | 1,7  | 0,3                      | 0,2  | 0,0  | -2,9              | -7,9  | -4,2 | 86,0  | 99,2  | 100,3 |
| <b>Kraje rozwinięte</b>      | 1,7  | -5,1  | 5,1  | 1,3  | 0,6  | 1,7  | 1,2                     | 0,2  | 0,2  | -0,1                     | -0,1 | -0,3 | -2,9              | -9,6  | -4,5 | 108,1 | 125,4 | 127,1 |
| <b>USA</b>                   | 2,3  | -2,6  | 3,8  | 1,4  | 0,9  | 2,2  | 2,3                     | 0,5  | 0,4  | -2,3                     | -1,9 | -2,5 | -4,7              | -13,2 | -5,5 | 107,0 | 123,0 | 130,0 |
| <b>Japonia</b>               | 0,7  | -4,7  | 2,6  | 0,5  | 0,0  | 0,2  | -0,1                    | -0,1 | -0,1 | 3,4                      | 3,0  | 2,9  | -3,4              | -8,0  | -6,0 | 237,0 | 253,0 | 254,0 |
| <b>strefa euro</b>           | 1,2  | -8,6  | 8,4  | 1,2  | 0,3  | 1,6  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  | 2,5                      | 2,7  | 2,4  | -0,8              | -6,2  | -2,9 | 86,5  | 98,2  | 95,9  |
| <b>Niemcy</b>                | 0,6  | -7,6  | 7,1  | 1,4  | 0,6  | 1,6  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  | 7,3                      | 8,7  | 9,3  | 1,2               | -7,9  | -2,5 | 58,9  | 73,7  | 72,6  |
| Francja                      | 1,3  | -10,0 | 10,6 | 1,3  | 0,6  | 1,6  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  | -0,7                     | -0,8 | -0,8 | -3,1              | -10,5 | -4,3 | 98,8  | 119,6 | 111,1 |
| Włochy                       | 0,3  | -10,4 | 8,3  | 0,6  | -0,2 | 0,9  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  | 3,0                      | 3,4  | 3,0  | -1,6              | -8,0  | -4,7 | 134,8 | 158,9 | 151,1 |
| Hiszpania                    | 2,0  | -9,9  | 9,3  | 0,8  | -0,2 | 1,5  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  | 1,9                      | 2,3  | -1,2 | -2,6              | -8,8  | -4,4 | -     | -     | -     |
| Szwecja                      | 1,3  | -6,0  | 5,7  | 1,7  | 0,5  | 1,5  | -0,2                    | 0,0  | 0,0  | 3,9                      | 3,5  | 4,1  | 0,4               | -5,0  | -1,9 | 35,9  | 42,6  | 41,7  |
| Szwajcaria                   | 0,9  | -5,6  | 4,1  | 0,4  | -0,5 | 0,0  | -0,8                    | -0,8 | -0,8 | 9,9                      | 6,7  | 5,9  | 1,5               | -6,9  | -4,0 | 24,6  | 33,9  | 36,1  |
| <b>Wielka Brytania</b>       | 1,4  | -9,3  | 6,1  | 1,8  | 0,8  | 1,1  | 0,8                     | 0,2  | 0,1  | -3,8                     | -3,5 | -3,5 | -2,2              | -9,2  | -5,3 | 89,0  | 96,5  | 97,0  |
| <b>Kraje rozwijające się</b> | 3,8  | -0,5  | 6,1  | 4,0  | 4,0  | 3,5  | 5,0                     | 3,7  | 3,5  | 0,9                      | 0,5  | 0,3  | -2,9              | -5,7  | -3,8 | 57,7  | 66,3  | 67,5  |
| <b>Chiny</b>                 | 6,1  | 2,4   | 8,2  | 2,9  | 3,6  | 1,9  | 3,3                     | 2,8  | 2,7  | 1,0                      | 0,3  | 0,3  | -2,8              | -3,5  | -2,8 | 77,9  | 90,0  | 90,2  |
| Indie                        | 4,6  | 1,7   | 6,4  | 4,8  | 3,7  | 4,0  | 5,4                     | 4,0  | 3,9  | -0,7                     | 0,5  | -0,9 | -7,4              | -11,9 | -7,9 | 72,6  | 79,4  | 81,0  |
| Indonezja                    | 5,0  | -1,2  | 4,6  | 2,8  | 2,9  | 2,7  | 5,8                     | 4,2  | 4,3  | -2,7                     | -1,9 | -2,1 | -2,2              | -5,0  | -4,0 | -     | -     | -     |
| Korea Płd.                   | 2,0  | 0,2   | 3,2  | 0,4  | 0,7  | 1,4  | 1,4                     | 0,6  | 0,7  | 3,7                      | 4,3  | 4,3  | -0,6              | -2,7  | -2,9 | 38,1  | 43,2  | 46,1  |
| Czechy                       | 2,6  | -7,0  | 6,7  | 2,8  | 2,4  | 0,9  | 1,9                     | 0,7  | 0,0  | -0,3                     | -1,8 | -0,9 | 0,3               | -4,5  | -3,5 | 31,1  | 37,5  | 39,1  |
| Węgry                        | 4,9  | -6,3  | 5,5  | 3,3  | 3,3  | 3,4  | 0,9                     | 0,9  | 0,9  | -0,8                     | -1,6 | -1,8 | -1,8              | -3,5  | -2,0 | 66,9  | 73,9  | 70,3  |
| <b>Polska</b>                | 4,1  | -5,0  | 3,8  | 2,3  | 3,0  | 1,6  | 1,5                     | 0,7  | 0,5  | 1,1                      | 1,3  | 1,0  | -0,7              | 8,7   | 7,9  | 43,8  | 55,1  | 58,6  |
| Rumunia                      | 4,1  | -6,1  | 7,0  | 3,8  | 2,9  | 3,3  | 2,5                     | 2,0  | 2,6  | -4,6                     | -2,2 | -3,5 | -4,6              | -9,5  | -5,8 | 37,8  | 49,8  | 51,3  |
| Rosja                        | 1,3  | -4,3  | 3,9  | 4,5  | 3,4  | 4,0  | 7,3                     | 5,7  | 5,5  | 3,9                      | 1,3  | 2,5  | 1,8               | -3,0  | 1,2  | 17,8  | 20,5  | 21,3  |
| Turcja                       | 0,9  | -4,1  | 4,4  | 15,2 | 11,9 | 13,3 | 20,6                    | 11,6 | 14,6 | 1,2                      | -1,1 | -1,2 | -2,9              | -6,2  | -4,8 | 33,1  | 41,2  | 42,6  |
| RPA                          | 0,2  | -7,5  | 4,4  | 4,1  | 3,2  | 4,0  | 6,6                     | 4,1  | 4,7  | -3,0                     | -0,2 | -2,4 | -6,5              | -10,1 | -8,9 | 62,2  | 75,5  | 84,3  |
| Brazylia                     | 1,1  | -4,5  | 3,9  | 3,7  | 3,0  | 3,6  | 6,0                     | 3,2  | 3,3  | -2,7                     | -1,3 | -2,2 | -5,3              | -11,5 | -5,8 | 75,8  | 89,6  | 89,9  |
| Meksyk                       | -0,1 | -9,0  | 4,8  | 3,6  | 3,1  | 3,2  | 8,0                     | 5,4  | 4,5  | -0,2                     | 1,2  | 0,2  | -2,3              | -7,7  | -3,8 | 52,6  | 65,6  | 60,2  |

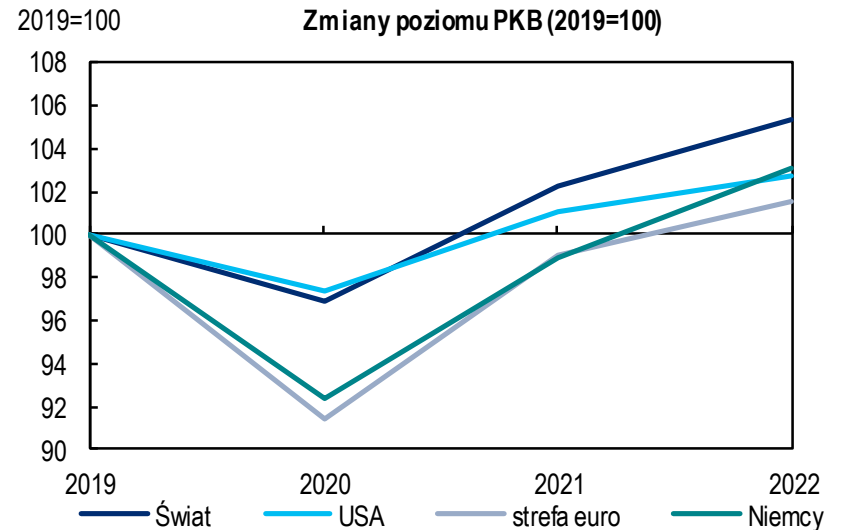
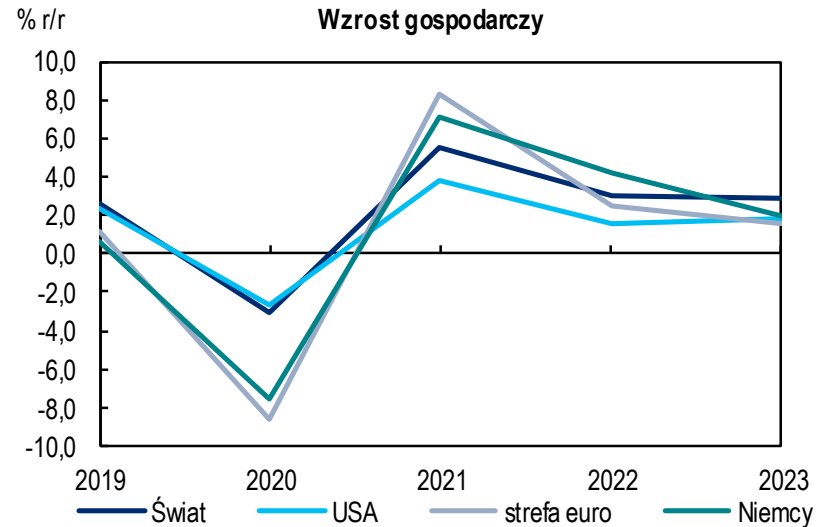
# Globalna recesja

Zamrożenie gospodarek doprowadziło do znacznej rewizji prognoz wzrostu PKB



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy,

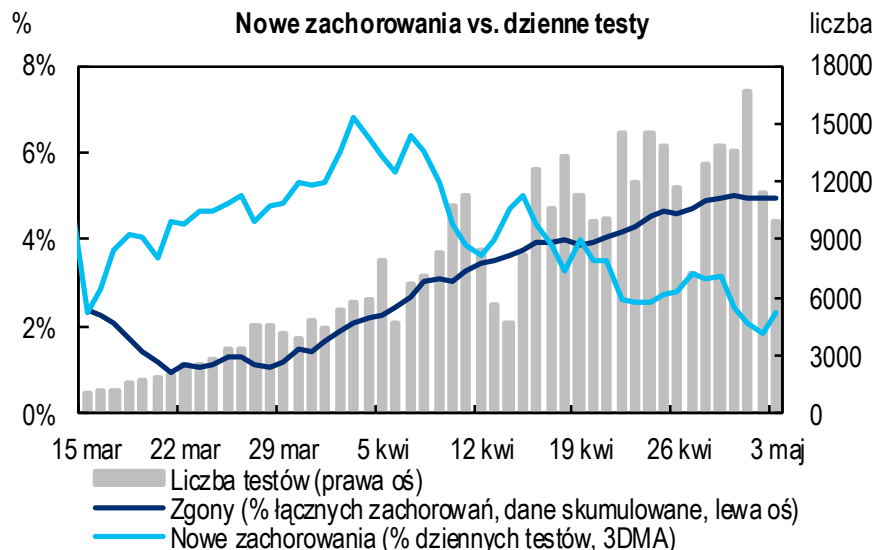
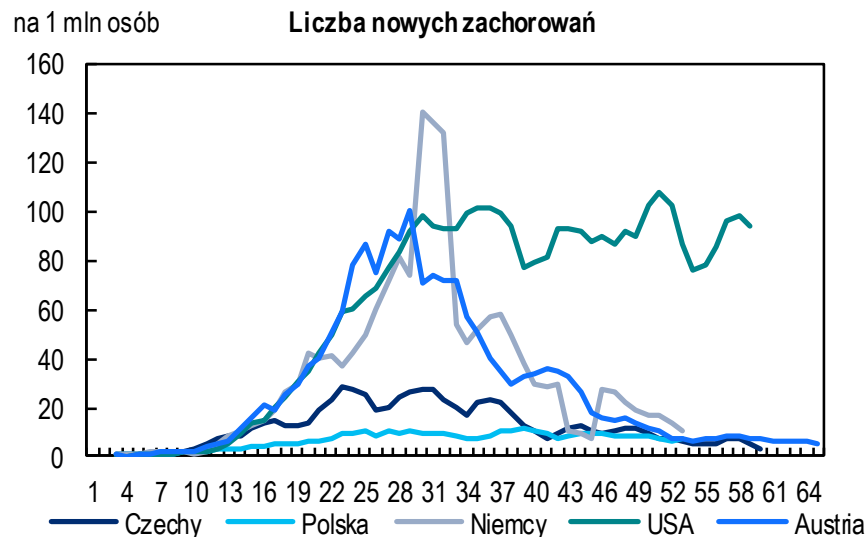
**Spadek PKB w strefie euro będzie głębszy, a powrót do poziomu sprzed kryzysu nastąpi później niż w USA**



# Niepewny dalszy rozwój epidemii

Wypłaszczenie krzywej zachorowań w Polsce może oznaczać, że epidemia przyniesie mniej zachorowań i zgonów niż w innych krajach, ale może potrwać dłużej

Odsetek zachorowań w relacji do liczby testów stopniowo się obniżał od początku kwietnia, ale odsetek zgonów wśród zidentyfikowanych zachorowań ogółem rośnie

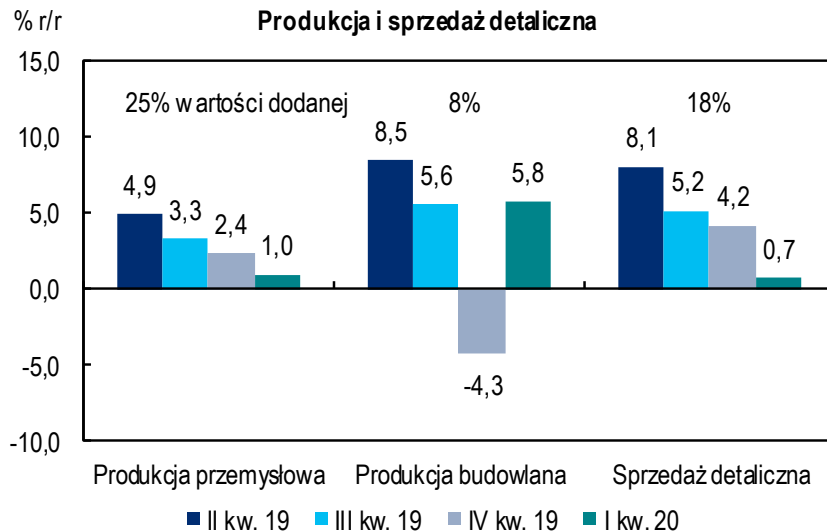


Źródło: worldometer.info, Reuters, Haver, Citi Handlowy, \*od dnia kiedy łączna liczba zachorowań przekroczyła 1 na milion mieszkańców, (średnia 3-dniowa)

Źródło: worldometer.info, Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

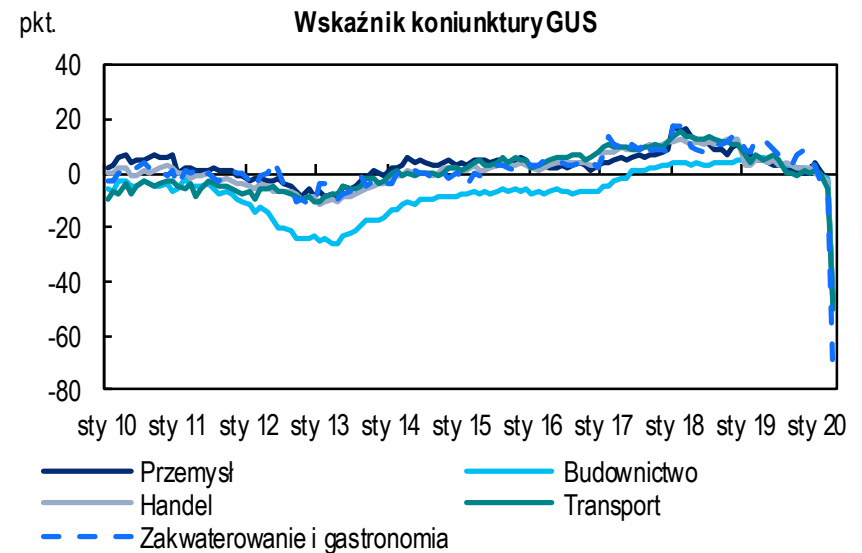
# Nie taki straszny pierwszy kwartał?

**Wzrost gospodarczy w I kw. będzie wypadkową niezłego stycznia-lutego i wyjątkowo słabego marca**



Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Indeksy koniunktury sugerują jeszcze głębsze spadki produkcji i sprzedaży detalicznej w kwietniu**

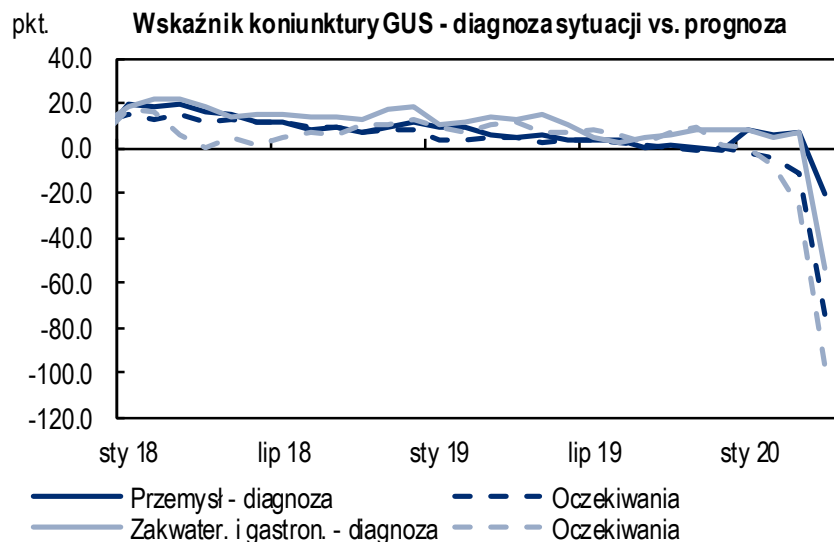


Źródło: GUS, Citi Handlowy

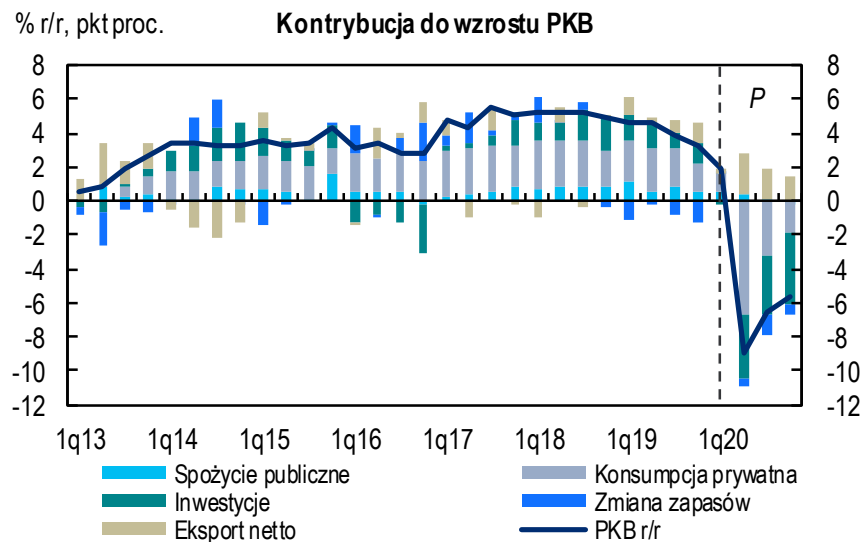
# Zamrożenie gospodarki w pełni widoczne w II kwartale

Prognostyczne składowe indeksów koniunktury spadają szybciej niż wskaźniki oceny bieżącej sytuacji

Oczekujemy spadku PKB w II kw. o ~9% r/r (-5% w całym roku) przy załamaniu konsumpcji i inwestycji



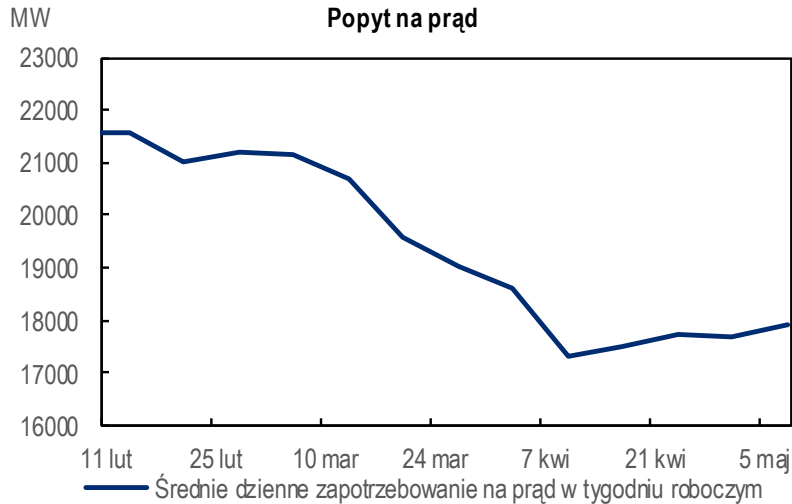
Źródło: GUS, Citi Handlowy



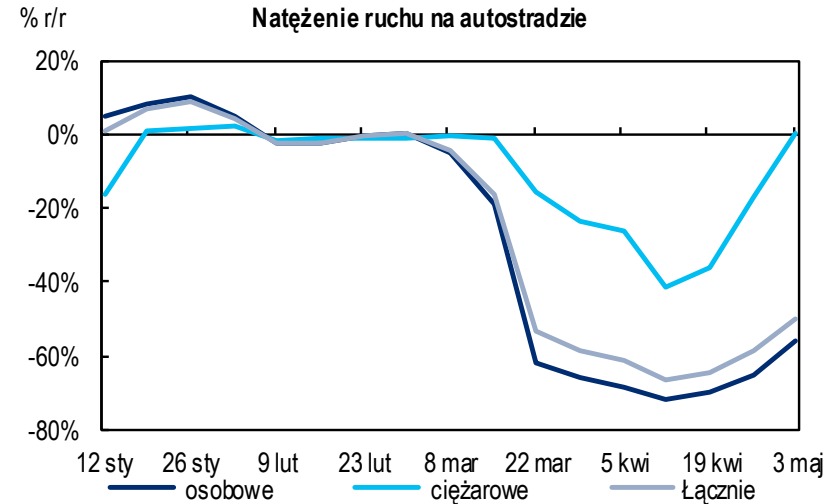
Źródło: GUS, Citi Handlowy

# Od maja powolne ożywienie

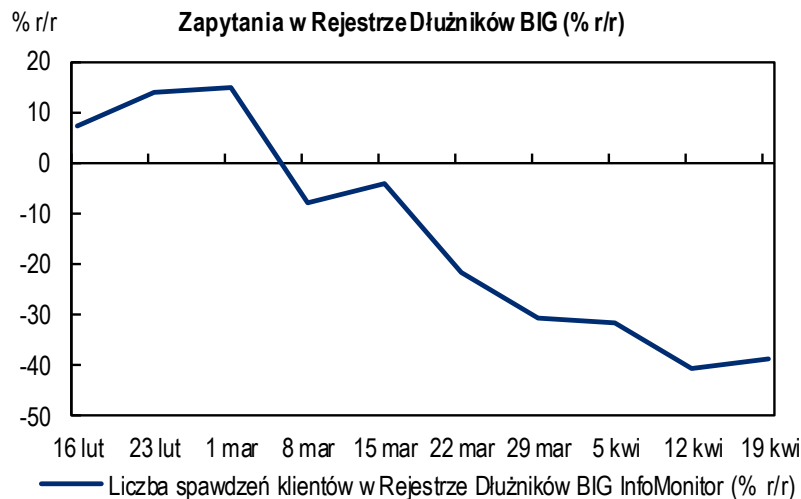
## Popyt na prąd przestał spadać w połowie kwietnia



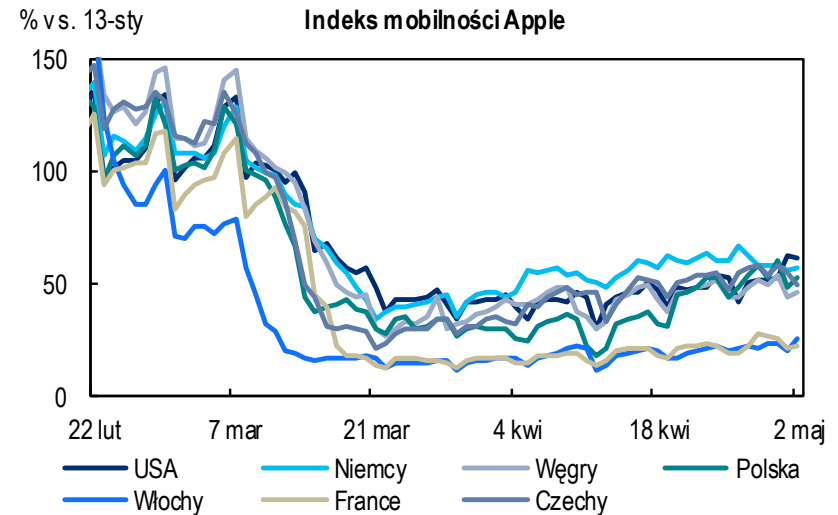
## Natężenie ruchu na autostradach zaczęło rosnąć



## Mniejsza skala zapytań o kondycje partnerów biznesowych

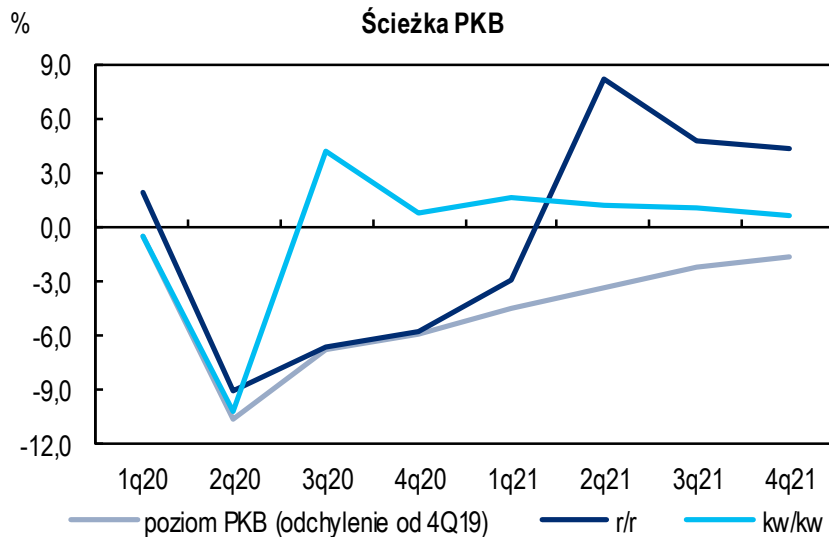


## Stopniowe ożywienie mobilności po zapaści w marcu



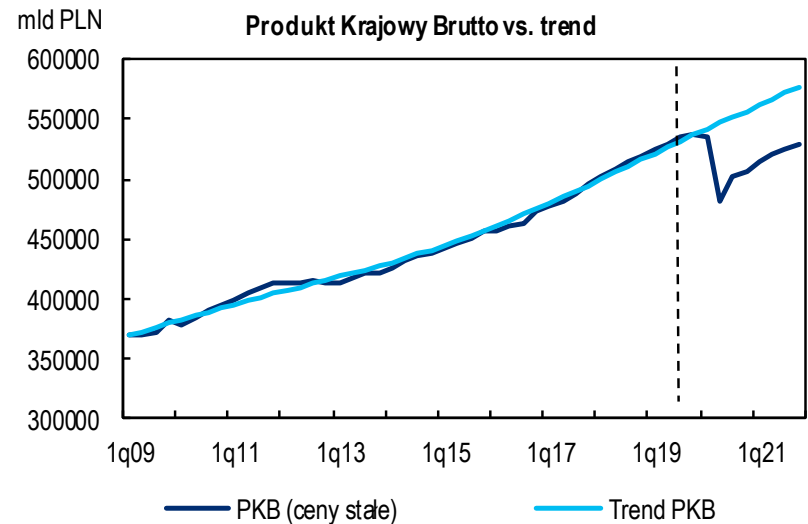
# Powrót do normalności zajmie bardzo długo

O ile odbicie gospodarcze w ujęciu kw/kw będzie wyraźne (kształt ~V), na powrót do poziomów przedkryzysowych będzie trzeba długo poczekać (~L) ...



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy,

... a powrót do wcześniejszego trendu wydaje się jeszcze mniej prawdopodobny

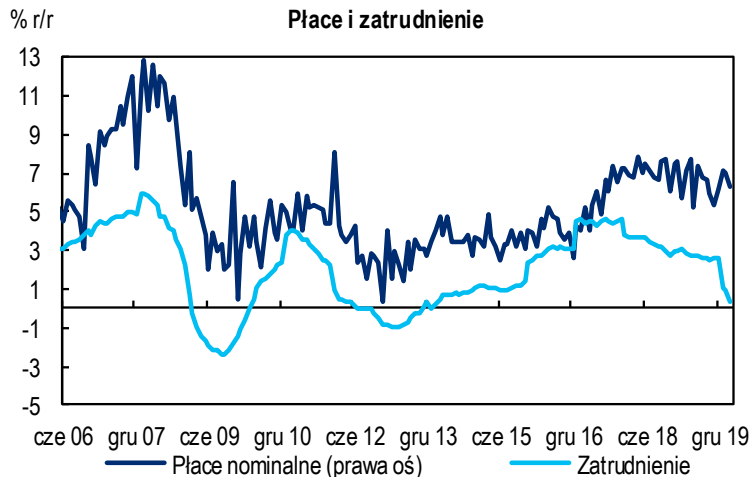


Źródło: GUS, Citi Handlowy

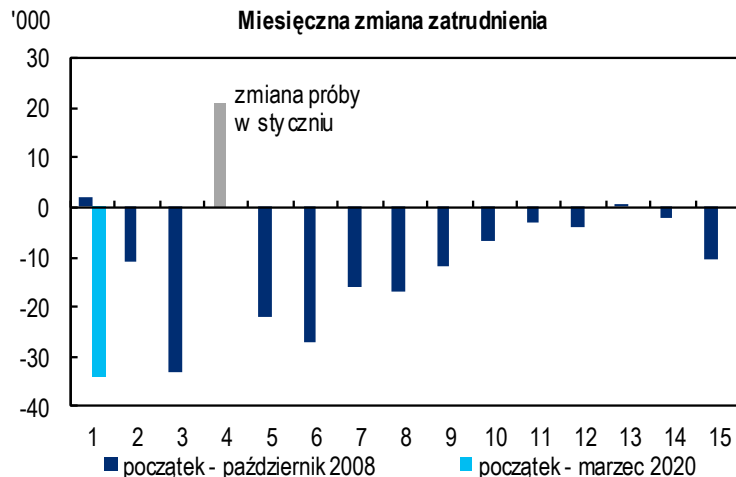


# Rynek pracy

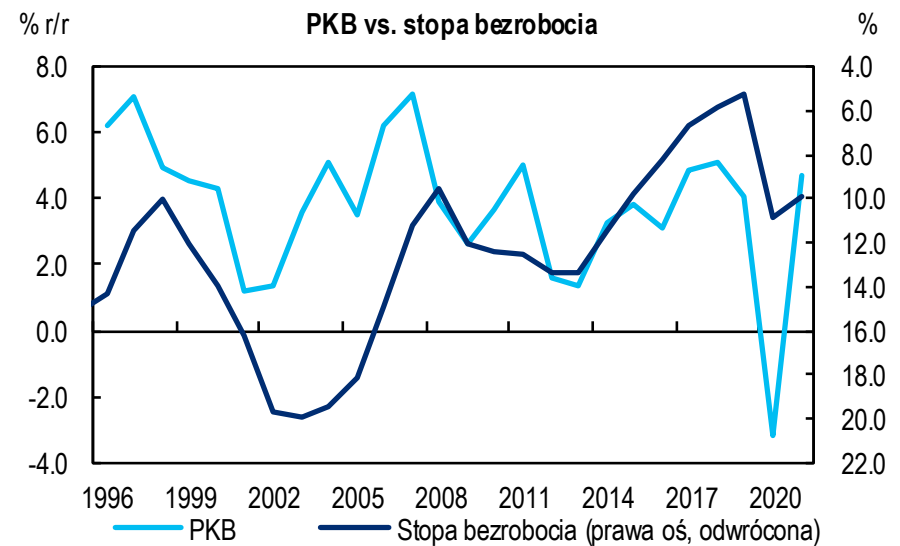
## Płace i zatrudnienie wyhamowały



## Zatrudnienie w marcu obniżyły także bezpłatne urlopy, zasiłki chorobowe i opiekuńcze



## Głęboki spadek PKB przełożył się na wzrost stopy bezrobocia, ale rynek pracy będzie częściowo chroniony przez pakiety rządowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy

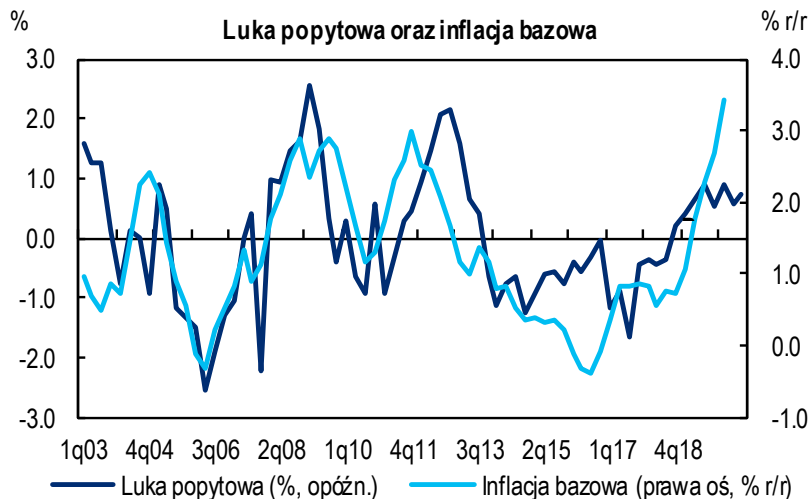
# Tarcza Antykryzysowa

| Działania antykryzysowe                                                                                                                     | % PKB       | mld zł      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|
| <b>Tarcza Antykryzysowa (wsparcie gotówkowe)</b>                                                                                            | <b>3,2</b>  | <b>72,5</b> |
| Wsparcie dla pracowników/rynku pracy (budżet pokrywa do 40% średniego wynagrodzenia, postojowe, zasiłki opiekuńcze, odroczony PIT)          | 1,3         | 30          |
| Wsparcie dla przedsiębiorstw (wsparcie płynnościowe, gwarancje, warunkowo zawieszony ZUS dla mikrofirm, umarzalne pożyczki dla mikrofirm)   | 3,1         | 73          |
| Służba zdrowia                                                                                                                              | 0,3         | 7,5         |
| Inwestycje publiczne                                                                                                                        | 1,3         | 30          |
| <b>Rozszerzenie Tarczy</b> (częściowo zawieszony ZUS dla małych firm, wydłużone postojowe, rozszerzenie umarzalnych pożyczek dla mikrofirm) | <b>0,8</b>  | <b>18,5</b> |
| <b>Tarcza Finansowa (do 60% umarzalne subwencje z PFR)</b>                                                                                  | <b>4,4</b>  | <b>100</b>  |
| dla mikrofirm (do 324 tys. zł)                                                                                                              | 1,1         | 25          |
| dla małych i średnich firm (do 3,5 mln zł)                                                                                                  | 2,2         | 50          |
| dla dużych firm (do 1 mld zł)                                                                                                               | 1,1         | 25          |
| <b>Ogółem (wsparcie gotówkowe)</b>                                                                                                          | <b>8,4</b>  | <b>191</b>  |
| <b>Ogółem (gotówka, pożyczki i gwarancje)</b>                                                                                               | <b>11,2</b> | <b>259</b>  |

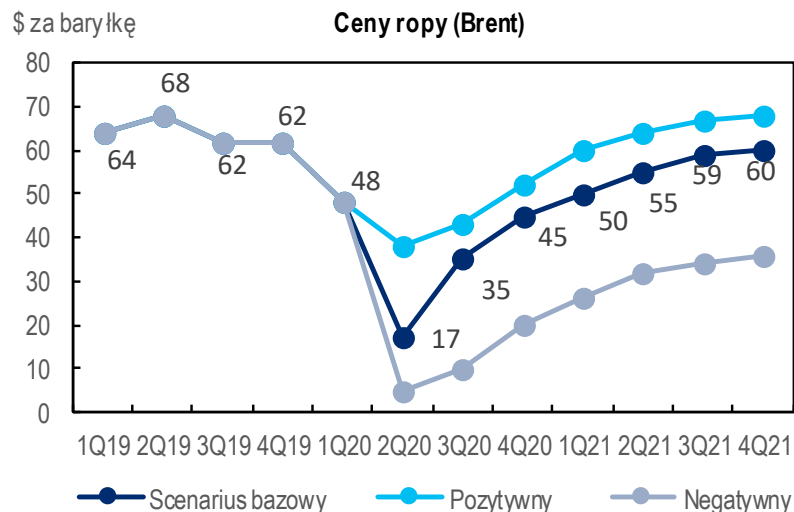
- Łączny koszt programu jest szacowany na 11,2% PKB (w tym ok. 3,8% PKB obciąży budżet w tym roku, ok 7,4% we wsparciu poprzez gwarancje i pożyczki)
- Program PFR przewiduje 100 mld zł wsparcia poprzez subwencje. 60% subwencji może zostać umorzonych przy utrzymaniu działalności i zatrudnienia

# Oczekiwany znaczny spadek inflacji

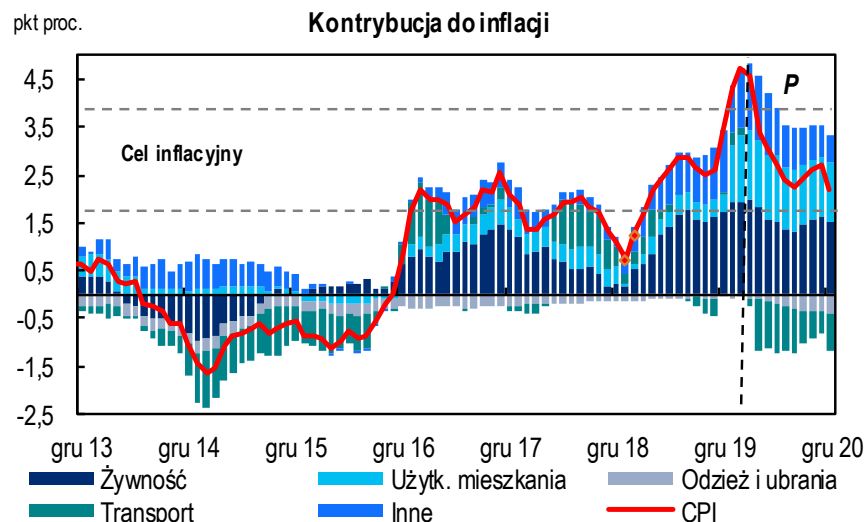
**Historyczna korelacja luki popytowej i inflacji bazowej sugeruje, że szok pandemiczny może silnie obniżyć CPI**



**... podobnie jak ceny ropy**



**Inflacja prawdopodobnie spadnie do 2% na koniec roku i poniżej tego poziomu w 2021 r., pod wpływem cen ropy i recesji**

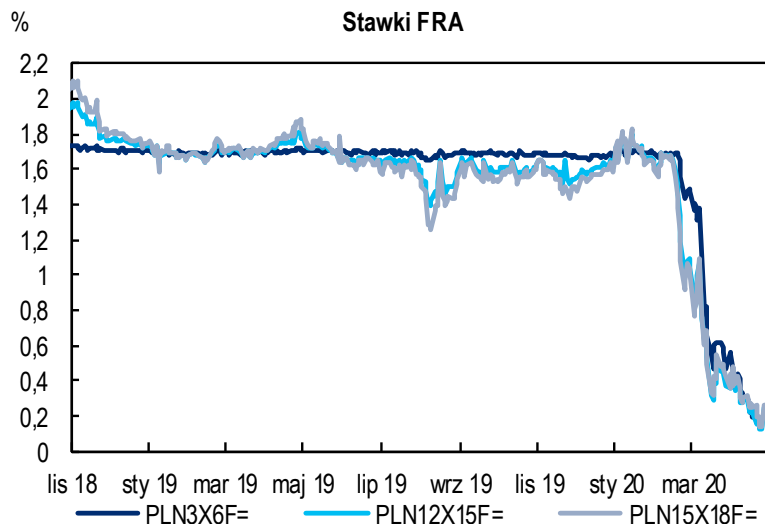


Źródło: GUS, Citi Handlowy.

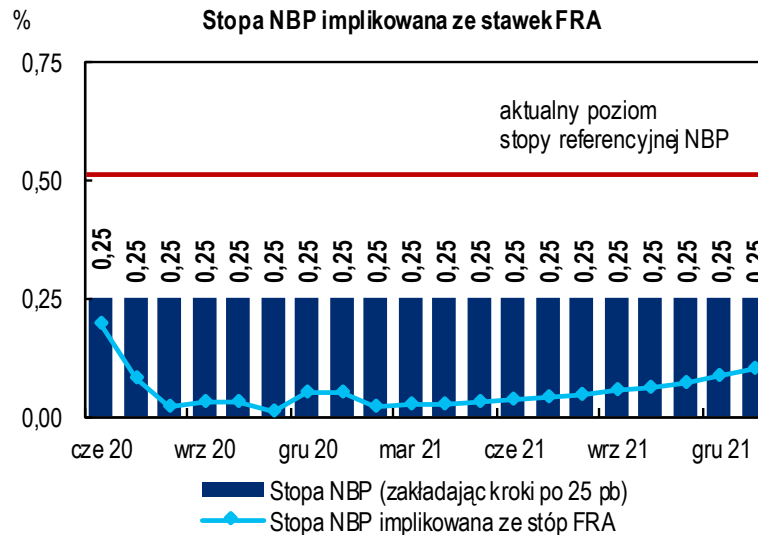
# Polityka pieniężna

Od połowy marca RPP obniżyła stopę referencyjną o 100 pb do 0,5%. Stopa rezerw obowiązkowych została obniżona do 0,5% z 3,5%.

W bazowym scenariuszu oczekujemy stabilizacji stóp, jednak przy znacznie głębszym spowolnieniu gospodarczym nie można wykluczyć kolejnego ruchu RPP



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

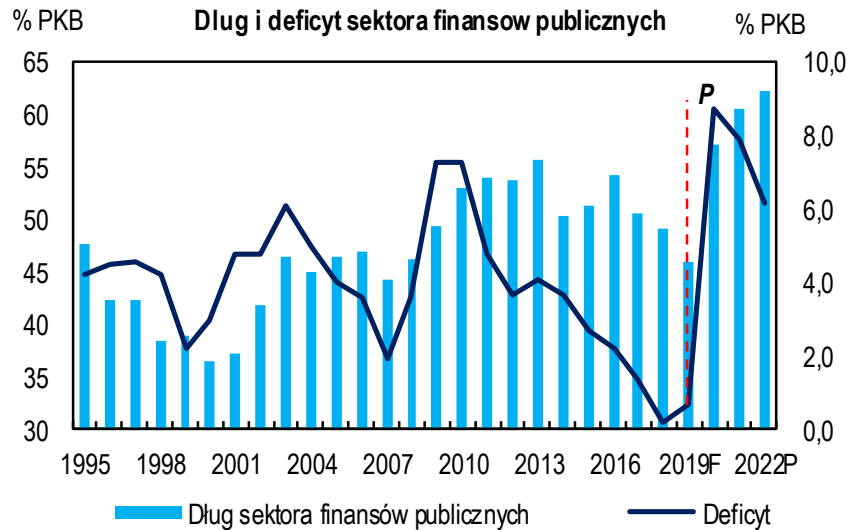


Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

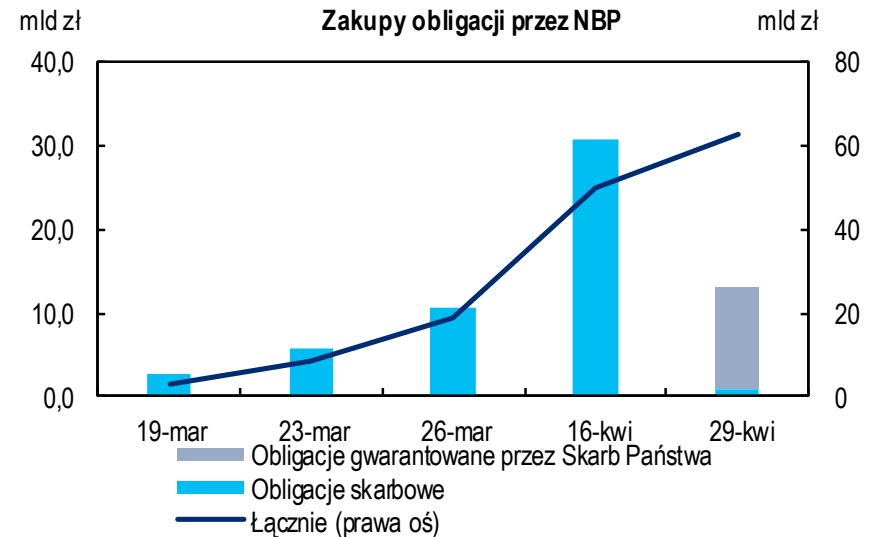
# Polityka pieniężna i fiskalna

Oczekujemy wzrostu deficytu fiskalnego w tym roku do 8-9% PKB, a dług publiczny może przekroczyć 55% w 2021 r.

NBP rozpoczął program skupu aktywów, a łączna skala skupu obligacji może wynieść ok. 180 mld zł (ok. 8% PKB).



Źródło: GUS, Citi Handlowy

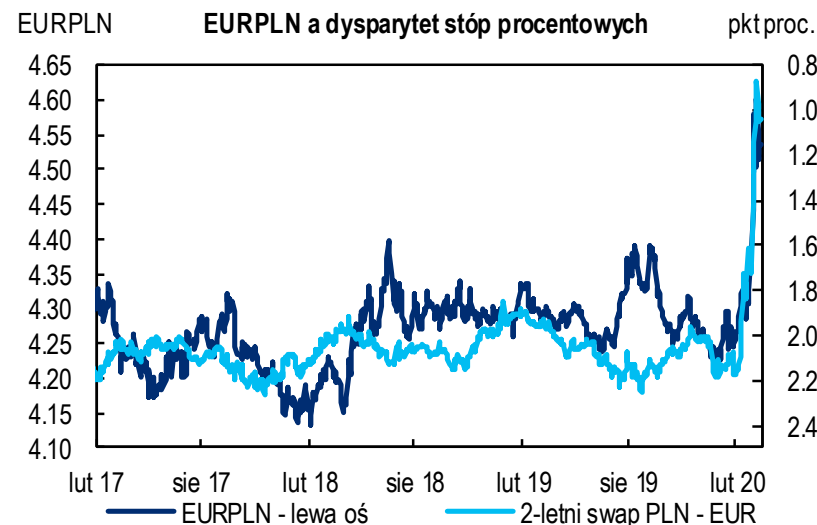
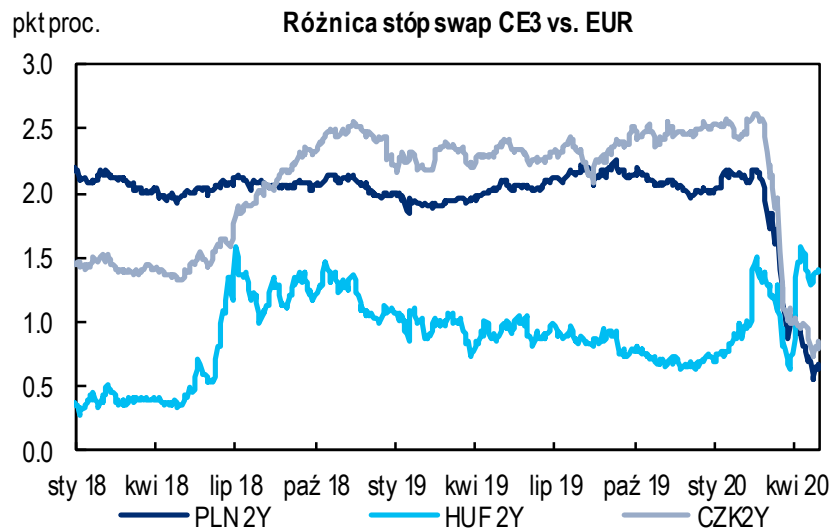
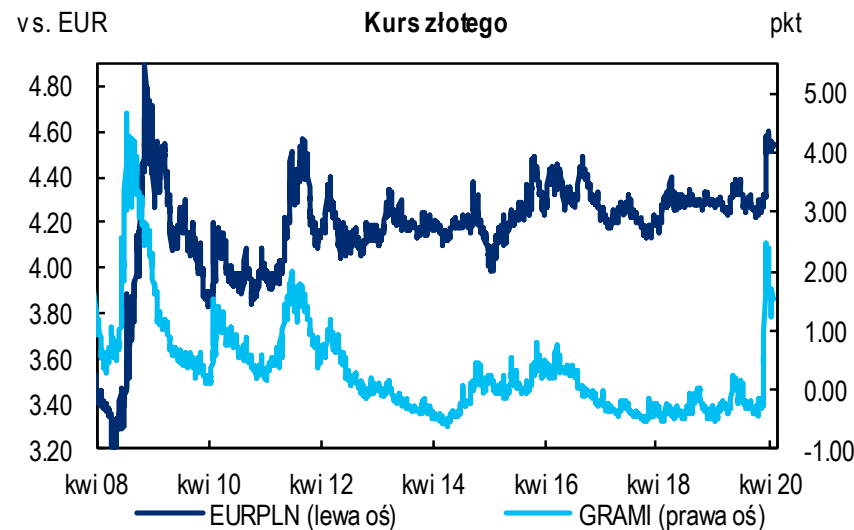
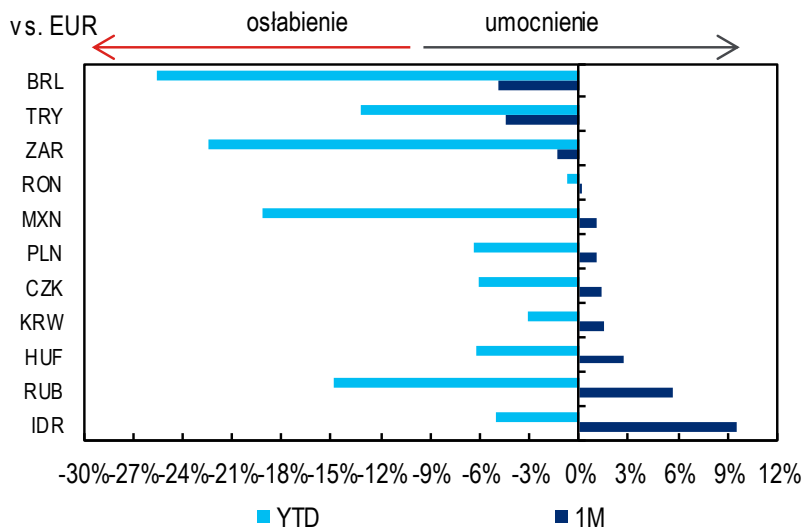


Źródło: PAP, NBP, Citi Handlowy

# Rynek walutowy

Skala osłabienia złotego od początku roku była umiarkowana na tle innych walut EM i wobec 2008 r.

Złoty może nie korzystać ze spadku awersji do ryzyka tak jak w przeszłości ze względu na spadek stóp nominalnych i realnych



**Dziękuję za uwagę!**



## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)



Niniejszy materiał i wszelkie prezentowane w nim dane, informacje, komentarze, opinie i prognozy zostały przygotowane przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. i wydane jedynie w celach informacyjnych. Nie jest to oferta ani zachęta do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Bank nie opracował niniejszego materiału w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym materiale jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedniości określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania materiałów do wybranych bądź wszystkim Klientów. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument i jego treść stanowią własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w części lub w całości możliwe jest wyłącznie po uzyskaniu pisemnej zgody Banku, za wyjątkiem konieczności przedstawienia dokumentu w postępowaniu sądowym lub administracyjnym. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.



Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr. KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.