

## Komentarz Specjalny

### Odmrażanie czas zacząć

- Po miesiącu restrykcji związanych z pandemią COVID-19, część krajów UE zaczęła powoli „odmrażać” gospodarki. Dyskusja na ten temat ruszyła również w Polsce.
- O ile w najbliższych dniach może dojść do złagodzenia części obostrzeń w kraju, naszym zdaniem jest za wcześnie na optymizm dotyczący odbicia gospodarczego.
- Poważniejszego „odmrożenia”, które mogłoby mieć istotny wpływ na sytuację gospodarczą, można spodziewać się dopiero po dwóch tygodniach spadku liczby nowych zachorowań. Oznacza to, że istotne złagodzenie obostrzeń jest możliwe najwcześniej na początku maja.
- Nawet jeżeli w maju tempo odmrażania gospodarki przyspieszy, dla wielu firm będzie wiązało się to ze zmienionym sposobem działania i zwiększonymi kosztami. Przez to potencjalne tempo wzrostu będzie znacznie niższe niż dotychczas.
- Biorąc to wszystko pod uwagę, wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na 2020 rok jest scenariusz kilkuprocentowego spadku PKB.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

## Odmrażanie czas zacząć

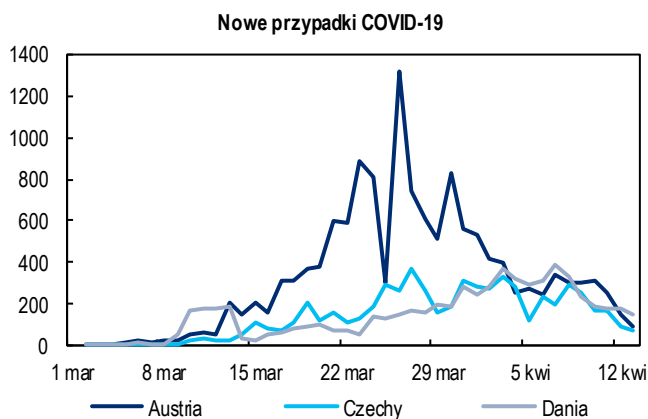
W ostatnich dniach pojawiły się pierwsze sygnały ze strony przedstawicieli rządu zapowiadające łagodzenie wprowadzonych wcześniej restrykcji. W wywiadzie z 14.04. rzecznik rządu Piotr Müller stwierdził, że „*pierwsze decyzje zostaną podjęte jutro i pojutrze, po spłynięciu danych ze świąt*”, a minister zdrowia zapowiedział, że „*będziemy powoli od 19 (kwietnia) odmrażać gospodarkę*” (PAP, 14.04). Dyskusja o „odmrażaniu” gospodarki nie powinna być zaskoczeniem, ponieważ ustalenie odpowiedniej daty rozpoczęcia tego procesu ma bardzo duże znaczenie. Według naszych szacunków każdy tydzień obostrzeń odejmuje z wzrostu około 0,7 punktu procentowego, a więc przyspieszenie lub opóźnienie normalizacji nawet o jeden tydzień może mieć bardzo istotny wpływ na sytuację gospodarczą. Ponadto, w miarę jak okres obostrzeń się wydłuża, rośnie ryzyko nieproporcjonalnie większych kosztów ekonomicznych. Z drugiej strony zbyt wczesne rozluźnienie restrykcji mogłoby doprowadzić do ponownego nasilenia się epidemii wraz z wszystkimi jej konsekwencjami.

Fakt, że temat „odmrażania” pojawia się teraz nie powinien być zaskoczeniem również dlatego, że pierwsze kroki w kierunku normalizacji zostały podjęte już w niektórych krajach, w tym przede wszystkim w Austrii, Czechach oraz Danii. W naturalny sposób skłania to do planowania podobnego scenariusza również w Polsce. Niemniej wbrew licznym oczekiwaniom, proces odmrażania może początkowo niewiele zmienić z punktu widzenia sytuacji gospodarczej. Wskazuje na to kilka argumentów:

- **Odmrażanie odmrażaniu nie jest równe** – Powrót do normalności może przyjmować różne ścieżki. Przypuszczamy, że zapowiedziane w kraju zmiany będą dotyczyły obostrzeń, które są uznawane za uciążliwe dla obywateli i których złagodzenie nie będzie niosło poważnego ryzyka nasilenia epidemii. Do tej kategorii można zaliczyć na przykład zniesienie ograniczeń dotyczących wchodzenia do parków, lasów, uprawiania sportu na powietrzu. Z punktu widzenia sytuacji gospodarczej taka zmiana sama w sobie nie miałaby konsekwencji – nie skłaniałaby do zmian prognoz dotyczących wzrostu gospodarczego. Inne wymieniane obostrzenia, które mogłyby zostać złagodzone, to między innymi limit osób przebywających w sklepach. Zmiana ta mogłaby doprowadzić do zwiększenia obrotów jednak nie zmieniłoby to diametralnie obecnej sytuacji, o ile nie towarzyszyłoby jej np. otwarcie obecnie zamkniętych sklepów i punktów usługowych (galerii handlowych, zakładów fryzjerskich, kosmetycznych, miejsc rekreacji). Te ostatnie kroki wydają się na tym etapie jeszcze mało prawdopodobne.
- **Na duże zmiany może być za wcześnie** – Kraje, które dotychczas zdecydowały się rozpocząć proces otwierania gospodarki (Austria, Czechy, Dania) są na innym etapie epidemii niż Polska. Biorąc pod uwagę, że okres od zakażenia do wystąpienia objawów COVID-19 może wynieść około dwóch tygodni, poważniejsze decyzje w sprawie odmrażania gospodarki mogą być podejmowana po około 14 dniach spadku liczby nowych zakażeń. Austria i Czechy spełniają ten warunek (wykres 1), podczas gdy Polska notuje dopiero pierwsze spadki. Oznacza to, że dopiero jeżeli w ciągu najbliższych dwóch tygodni liczba nowych przypadków w Polsce będzie stopniowo spadać, wówczas wzrosną szanse na bezpieczne poluzowanie części gospodarczych

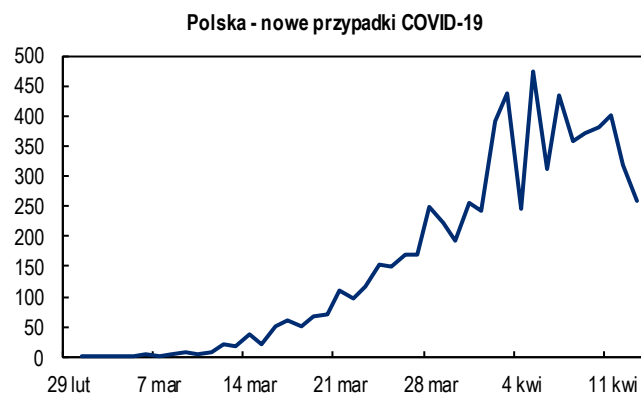
restrykcji. Innymi słowy, takie luzowanie byłoby możliwe dopiero z początkiem maja lub później i nawet wówczas byłyby to zapewne tylko częściowe zmiany.

Wykres 1. Liczba nowych zachorowań w krajach decydujących się na „odmrażanie” gospodarki zaczęła już dawno temu spadać...



Źródło: worldometer.info, Citi Handlowy

Wykres 2. ... a w Polsce proces ten dopiero się rozpoczął



Źródło: MZ, Citi Handlowy

- **Nowa normalność** – Nawet jeżeli w maju tempo odmrażania gospodarki przyspieszy, dla wielu firm będzie wiązało się to ze zmienionym sposobem działania i zwiększonymi kosztami. Na przykład dostosowanie procedur i sposobu działania restauracji i punktów usługowych będzie prowadziło do zmniejszonej wydajności - mniejszej liczby klientów obsłużonych w tym samym czasie. Część usług (kina, teatry, siłownie) może wciąż być zamknięta lub będzie zmuszona bardzo istotnie zmodyfikować sposób działania. Oznacza to, że część wartości dodanej z sektora usług nie będzie generowana, nawet pomimo postępującej normalizacji. Wydaje się nam, że najszybszy powrót do normalności może nastąpić w firmach przetwórczych, gdzie łatwiej będzie dostosować sposób organizacji pracy do wymagań ochrony zdrowia.
- **Nierozwiązany problem szkół** – Choć ta kwestia wydaje się pomijana, trudno mówić o normalizacji bez otwarcia szkół. Zamknięcie szkół i przedszkoli oznacza, że część rodziców najmłodszych dzieci nie jest w stanie w pełni uczestniczyć w życiu ekonomicznym. O ile w niektórych zawodach praca z domu nie jest żadną przeszkodą, w wielu innych jest to poważne wyzwanie. W praktyce należy liczyć się więc z tym, że zamknięcie szkół na miesiąc może odejmować z wzrostu gospodarczego 0,1-0,3 pkt. proc.

Powyższe uwagi pokazują, że sam fakt rozpoczęcia odmrażania gospodarki pod koniec kwietnia, nie zmienia faktu, że namacalne zmiany mogą być odczuwalne dopiero w maju. Oznacza to, że okres efektywnego obowiązywania restrykcji to przynajmniej 6-8 tygodni. Nic więc się istotnie nie zmienia w stosunku do dotychczasowych prognoz, które przyjmowały obowiązywanie obostrzeń przez około dwa miesiące. Warto też zauważyć, że powyższy scenariusz jest relatywnie optymistyczny, ponieważ zakłada

on stopniowe wygasanie epidemii. Gdyby się okazało, że kraje rozluźniające restrykcje odnotowują ponowny wzrost liczby zachorowań na COVID-19, mogłoby to oznaczać spowolnienie procesu „odmrażania” również w Polsce.

## 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 został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą 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. Jakkolwiek 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 tożsamy 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 komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

## Komentarz Specjalny

14/04/2020

---

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. 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.

---