



Kwartalny raport makroekonomiczny

Biuro Badań i Analiz BGK

Czerwiec 2020

W oczekiwaniu na poprawę koniunktury w II połowie roku

Pandemia COVID-19 przyniosła dotkliwe straty w globalnej gospodarce. Ograniczenie aktywności gospodarstw domowych oraz restrykcje nakierowane na zmniejszenie skali zakażeń poskutkowały światową recesją. Wszystkie najważniejsze gospodarki doświadczają drastycznego spadku PKB w I połowie roku. Przy założeniu, że epidemia nie będzie mieć kolejnych fal, II połowa roku przyniesie częściowe odrabianie strat. Jako pierwsza odbijać będzie gospodarka chińska, gdzie już widoczne są symptomy uzdrawiania koniunktury. Następnie poprawa odczytów obejmować będzie gospodarki amerykańską oraz europejską. Spodziewamy się, że w silniejszy wzrost pierwszej kolejności notować będą sektory usługowe oparte na popycie wewnętrznym, natomiast wolniej do normalnej aktywności dochodzić będzie sektor przemysłowy. Negatywnie w tym względzie oddziaływać będą zaburzenia w łańcuchach dostaw. Źródłem niepewności jest przy tym skala spadku popytu na dobra przemysłowe, co w pierwszej kolejności oddziaływać będzie na chińskich producentów dóbr finalnych, a w dalszej na europejskich producentów dóbr inwestycyjnych. Ważnym elementem umożliwiającym globalnej gospodarce szybszą, niż po poprzednim kryzysie, odbudowę są powszechne programy stymulujące wzrost gospodarczy. Bezprecedensowa skala oraz szybkość implementacji pakietów fiskalnych stanowi impuls podtrzymujący popyt w najgorszym okresie. Jest to połączone ze stosowaną powszechnie ultraluźną polityką monetarną. Choć II połowa roku może przynieść mocny wzrost ze względu na efekty odreagowywania, a I połowa przyszłego roku, ze względu na efekty bazy może charakteryzować się rewelacyjnymi wynikami, to powrotu koniunktury do stanu sprzed pandemii należy oczekiwać dopiero w ostatnich miesiącach przyszłego roku. Ponadto notowana obecnie recesja przyniesie długofalowe skutki (np. silny i powszechny wzrost długu publicznego), których przezwyciężenie będzie rozłożone na wiele lat.

Spadek PKB w Polsce nieunikniony, choć łagodniejszy niż na zachodzie Europy

Dobry stan krajowej koniunktury na początku bieżącego roku i niższy udział w PKB branż najbardziej dotkniętych restrykcjami (np. turystyka) będzie zapewniać relatywnie mniejszą skalę strat polskiej gospodarki w stosunku do krajów zachodniej Europy. Pomagać w tym będą również: szybki i obfity pakiet fiskalny, zwiększenie inwestycji publicznych oraz efekty „przybliżania” łańcuchów dostaw. Znajdzie to odzwierciedlenie we względnie łagodnych stratach na rynku pracy. Spadek PKB w bieżącym roku jest jednak nieunikniony. Otwartym pozostaje pytanie o jego skalę oraz tempo wzrostu w roku kolejnym.

Perspektywy FI i FX

Odreagowanie w globalnej gospodarce stwarza przestrzeń do wzrostów rentowności obligacji. Ich skala będzie jednak ograniczana przez działania banków centralnych. Poprawa wyników globalnej gospodarki może też dać paliwo do poprawy wyceny walut EM, ze stratą bezpiecznych przystani.

Prognozy na najbliższe kwartały

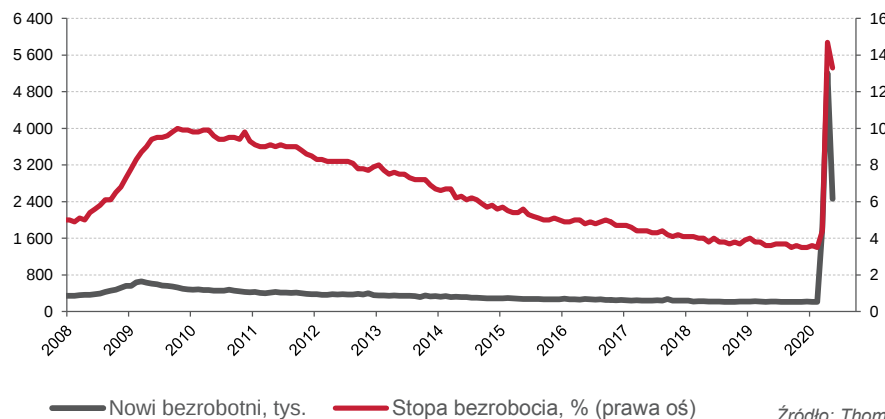
Tabele z aktualnymi prognozami parametrów makro oraz rynków finansowych na najbliższe kwartały.



Za granicą

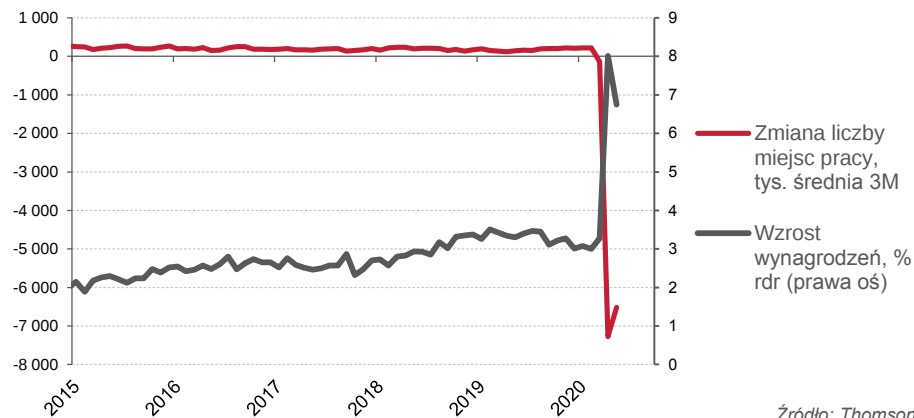
- Covidowa epidemia oraz związane z nią restrykcje i ograniczenie aktywności gospodarstw domowych silnie oddziaływały na kondycję amerykańskiego rynku pracy. W samym kwietniu w sektorach pozarolniczych zredukowano ponad 20 mln miejsc pracy (w maju 12 mln). Najsilniej dotknięte są branże najbardziej narażone na lockdownowe ograniczenia aktywności (hotele, gastronomia itp.). Niemniej widoczne są także silne zwolnienia w branżach B2B, co jest zwiastunem długofalowego charakteru problemów. W konsekwencji stopa bezrobocia wzrosła w kwietniu ponad trzykrotnie, do poziomów notowanych po raz ostatni w trakcie Wielkiej Depresji lat 30-tych. Mocno spadła także, co naturalne w warunkach pogarszającej się koniunktury, aktywność zawodowa Amerykanów. Na plus zaznaczyć można jednak to, że większość bezrobotnych deklaruje, iż jest na tymczasowym zwolnieniu, co odróżnia obecną sytuację od poprzednich kryzysów.
- Dane za maj przyniosły poprawę po kwietniowym załamaniu. Przybyło 2,5 mln miejsc pracy, czemu towarzyszył spadek stopy bezrobocia (do 13,3%). Spodziewać się można, że dane za czerwiec przyniosą jeszcze lepsze dane ze względu na postępujące odmrażanie gospodarki USA. Niemniej ostatnie tygodnie zaskakiwały negatywnie w zakresie przyrostu nowych bezrobotnych. Ich liczba wciąż pozostawała na bardzo wysokim poziomie. Słabo też prezentowały się składowe indeksy koniunktury opisujące zatrudnienie. W konsekwencji jedynie część covidowego efektu zostanie nadrobiona w najbliższych miesiącach.
- Ograniczeniu zatrudnienia towarzyszył skokowy wzrost dynamiki wynagrodzeń. Nie był to jednak efekt ogólnych podwyżek płac, lecz tego, że zwalniane były w pierwszej kolejności osoby o najniższych wynagrodzeniach. Taka struktura zwolnień jest niekorzystna i stanowi czynnik ryzyka dla popytu wewnętrznego, na którym osadzony jest amerykański model wzrostu gospodarczego.

Bezprecedensowy skok bezrobocia w USA



Źródło: Thomson
Reuters DataStream

Dane NFP wskazują ponad dotychczasową skalę

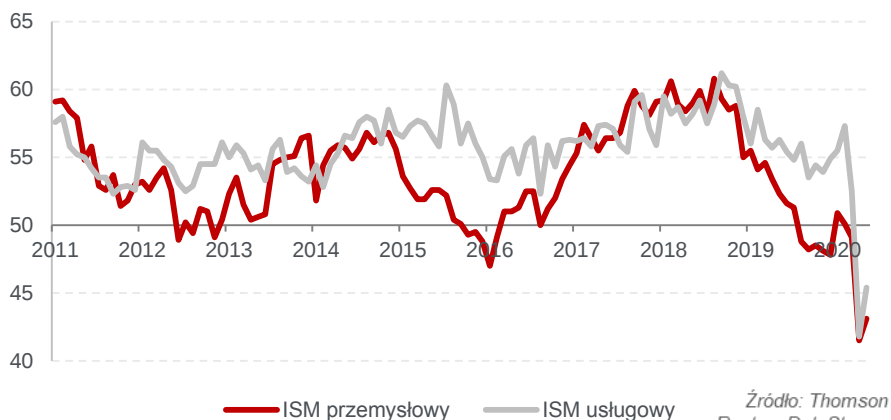


Źródło: Thomson
Reuters DataStream

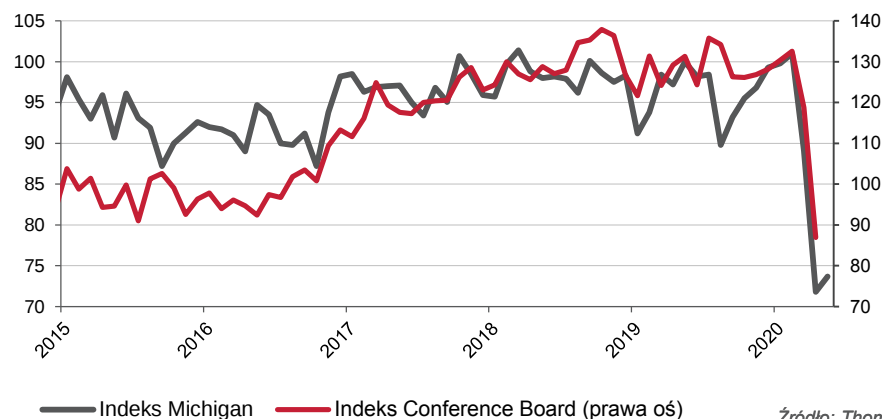
Popyt wewnętrzny problemem w USA

- Z załamaniem kondycji amerykańskiego rynku pracy korelowało drastyczne pogorszenie nastrojów konsumpcyjnych. Załamanie wskaźników koniunktury gospodarstw domowych nastąpiło zarówno w wymiarze ocen bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Pozytywną informacją jest brak dalszego pogorszenia wskaźników koniunktury w maju, pomimo słabej kondycji rynku pracy.
- Skutki lockdownu widoczne były w bezprecedensowym spadku sprzedaży detalicznej, obejmującej wszystkie najważniejsze kategorie. Nawet przy lekkim odreagowaniu w kolejnym miesiącach, implikuje ono bardzo głęboki spadek konsumpcji.
- Koronawirusowym kryzysem dotknięty jest przede wszystkim sektor usług. Ten z kolei ma największy wpływ na kondycję rynku pracy, co może być czynnikiem hamującym pokryzysową odbudowę.

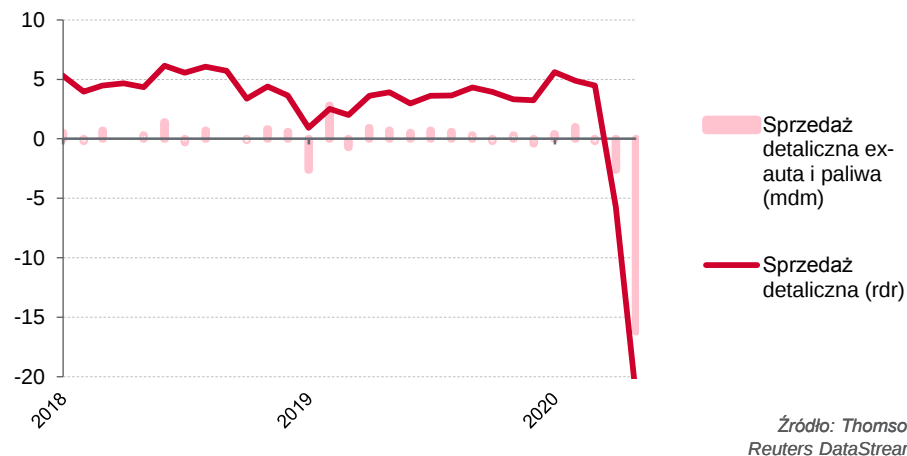
Koronawirus uderza w amerykański sektor usług



Michigan i Conference Board mocno w dół



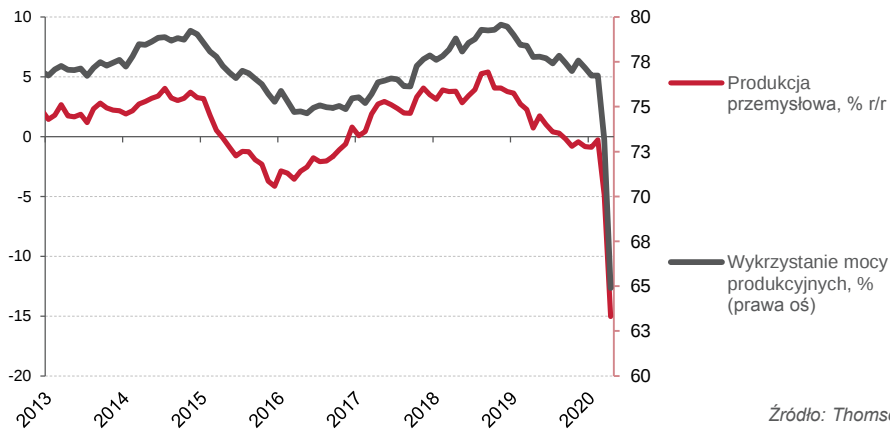
Załamanie sprzedaży detalicznej



Przemysł pod presją, spektakularny spadek PKB w I półroczu

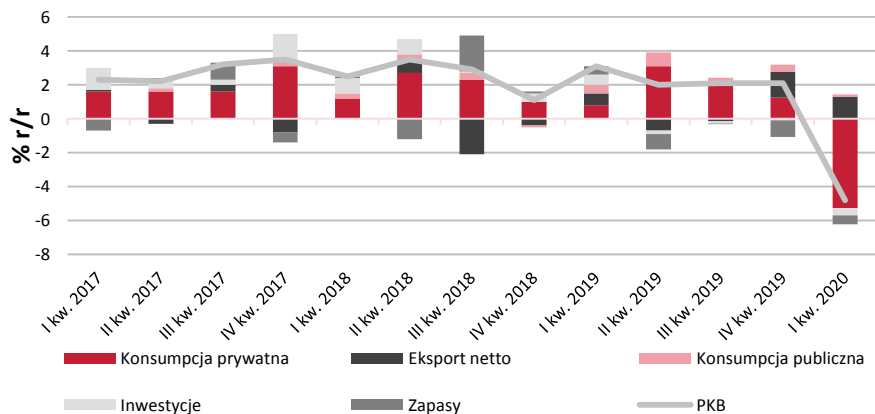
- Mocne spadki produkcji notuje amerykański przemysł, przy niskim wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Silnie dotknięte są branże wydobywcza, motoryzacyjna oraz lotnictwa cywilnego. Zakładamy, że przy słabej koniunkturze globalnej oraz zakłóceniach łańcuchów dostaw problemy przemysłu będą się utrzymywać. Czynnikiem poprawiającym nastroje mogą być zwiększone wydatki na obronność oraz przenoszenie produkcji do USA. Silne ograniczenie wydobycia ropy naftowej pozostałych najważniejszych graczy pozwoliło na podniesienie jej cen. Koronawirus ostudził też rozgrzany amerykański rynek nieruchomości. Zmalał popyt na kredyt hipoteczny, a deweloperzy ograniczyli aktywność. Sytuacja może ulec dalszemu pogorszeniu, jeśli pozbawieni pracy Amerykanie masowo przestaną spłacać kredyty hipoteczne. Presja deflacyjna w budownictwie mieszkaniowym już się zresztą nasiliła. Jest to czynnik ryzyka przede wszystkim dla podmiotów z sektora finansowego.
- Odnotowany w pierwszych trzech miesiącach roku spadek PKB, choć jest najgorszym kwartalnym wynikiem od kilku lat, jest jedynie wstępem do drastycznej recesji, jaką pokażą dane za II kwartał. Głębokość spadku PKB jest trudna do oszacowania. Może ona przekroczyć 30% PKB (kdk w ujęciu zannualizowanym). Oczekujemy jednak, że amerykańska gospodarka będzie się podnosić szybciej, niż w po kryzysie 2008-2009. Wynika to z faktu, że najbardziej dotknięty Covidowym zamrożeniem sektor usług jest w stanie relatywnie szybko się obudowywać. Ponadto czynnikiem, który będzie łagodzić recesję, będą działania stymulujące zarówno w obszarze polityki fiskalnej, jak i monetarnej. Zostały one podjęte o wiele szybciej i na większą skalę, niż w trakcie poprzedniego kryzysu. W efekcie II połowa roku powinna przynieść wyraźną poprawę koniunktury. Powrót do stanu sprzed pandemii zajmie jednak kilka kwartałów. Tym samym nieunikniony wydaje się scenariusz kilkuprocentowego spadku PKB USA w całym bieżącym roku.

Głęboki spadek produkcji przemysłowej



Źródło: Thomson Reuters DataStream

Mocne spadki PKB w USA



Źródło: Bloomberg, dane kdk w ujęciu zannualizowanym

W USA luźne policy-mix zostanie na dłużej

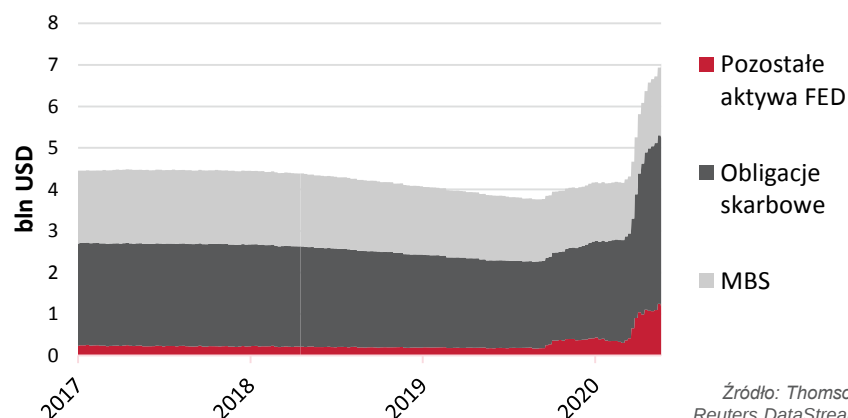
- W reakcji na problemy gospodarki w USA następuje niespotykane szybkie rozluźnienie policy-mix. Co istotne, działania zaradcze są podejmowane szybciej, niż w reakcji na kryzys finansowy 2008-2009. Ich skala jest też zdecydowanie większa. Wartość pakietu fiskalnego wynosi około 2 bln USA (vs 0,8 bln USD w 2009). Natomiast łączna interwencja fiskalna oraz monetarna może przekraczać 6 bln USD, czyli stanowić blisko 30% PKB.
- By zapewnić amerykańskiej gospodarce finansowanie oraz by w warunkach wysokiej podaży długu utrzymać rentowności na niskich poziomach, a giełdy uchronić przed spadkami, Rezerwa Federalna zastosowała pełen wachlarz instrumentów stymulujących. Powrócono do luzowania ilościowego w zwiększonym zakresie. Zdjęto w tym względzie wszelkie ograniczenia wartościowe oraz rozszerzono zakres kupowanych aktywów. Rezerwa Federalna bierze na bilans nie tylko, tak jak przy poprzednim kryzysie, obligacje skarbowe oraz papiery typu MBS, lecz także wszelkie ABS'y i obligacje korporacyjne, w tym za pośrednictwem funduszy typu ETF i papiery komunalne. Portfel papierów korporacyjnych ma opierać się głównie na obligacjach o ratingu inwestycyjnym. Rezerwa Federalna (pośrednio przez SPV) ma też możliwość kredytowania przedsiębiorstw.
- Zakładamy, że najbliższe miesiące, aż do zmniejszenia niepewności wywołanej koronawirusem, będą okresem stabilizacji polityki monetarnej. Rezerwa Federalna będzie nadal agresywnie zapewniać gospodarce USA finansowanie. FOMC pozostanie przy tym niechętny wobec polityki ujemnych stóp procentowych. Nie spodziewamy się też istotnych uściśleń *forward guidance*, zwłaszcza w kontekście odchodzenia od obecnej polityki. Do tego potrzebna jest wyraźna poprawa uwarunkowań makro, a tej trudno oczekiwać wcześniej niż pod koniec lata.

Gigantyczny pakiet stymulacyjny

Pakiet zakłada m. in.:

500 mld USD dla przedsiębiorstw branż znajdujących się w trudnej sytuacji
350 mld USD na pożyczki dla małych firm
250 mld USD na zwiększoną pomoc dla bezrobotnych (m.in. wydłużenie okresu pobierania zasiłków dla bezrobotnych)
100 mld USD dla służby zdrowia
300 mld USD na transfery dla gospodarstw domowych, w tym jednorazowy transfer po 1200 USD na osobę z dodatkiem 500 USD na dziecko (przyznawanie wsparcia uwarunkowane poziomem dochodów)
150 mld USD dla władz stanowych i lokalnych

Suma bilansowa Fed mocno w górę



Obniżony lot chińskiego smoka

- Chińska gospodarka jako pierwsza została dotknięta skutkami epidemii koronawirusa. W I kwartale nastąpił gwałtowny spadek PKB, prawie o 10% kdk (-6,8% rdr). W konsekwencji ponownie nasiliły się obawy dotyczące tzw. „twardego lądowania” gospodarki Państwa Środka.
- W warunkach pogorszenia globalnej koniunktury trudno liczyć na tradycyjny, eksportowo-przemysłowy motor wzrostu Chin, mimo, że ostatnie sygnały nie były pozbawione pozytywnych akcentów. Odczyty pokazały odbicie produkcji przemysłowej. Jej roczna dynamika wróciła na dodatnie poziomy. Niemniej, nakłady na środki trwałe nie wykazały znaczącego odbicia. Słabość inwestycji może być zwiastunem trwałych problemów. Dobrze pasują do tego wyniki badań koniunktury, ukazujące bardzo niski poziom składowych opisujących zamówienia eksportowe i redukcję zatrudnienia w przemyśle.
- Niejednoznaczne są także dane o wymianie handlowej. Po załamaniu eksportu w pierwszym kwartale (spadek o ponad 11%), kwiecień przyniósł nieznaczne odreagowanie i wzrost o 3,5%, lecz powrócił do spadków w maju o 3,3% r/r. Podobnie projekcję spadkową realizuje import, który zmalał tylko o 2,5% w I kwartale, ale w II kw. kontynuuje spadki do -16,7% r/r w maju.
- Wiele wskazuje, że na początku roku następowała nadbudowa zapasów ze względu na przecenę surowców. W konsekwencji silne pogorszenie salda handlowego, połączone z deficytem na rachunku obrotów bieżących, nie jest zjawiskiem trwałym. Przestrzeni do poprawy wyników jest jednak niewiele. Gwałtowne zmniejszenie popytu na najważniejszych rynkach eksportowych (USA, UE) da o sobie znać w wynikach za II kwartał. Natomiast zaburzenia w łańcuchach dostaw mogą mieć negatywny wpływ jeszcze w kilku kolejnych miesiącach. Najbliższe kwartały będą więc okresem niskich obrotów w chińskiej wymianie towarowej, przy utrzymującej się presji spadkowej rocznej dynamiki produkcji przemysłowej.

Hamowanie w chińskim przemyśle



Źródło: Thomson Reuters

Eksport nad kreską, import pod

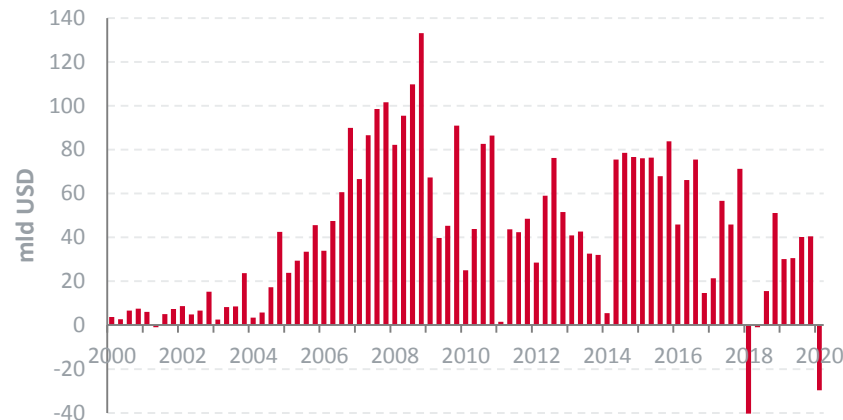


Źródło: Thomson Reuters

Oslabienie klimatu inwestycyjnego pogarsza perspektywy dla popytu wewnętrznego

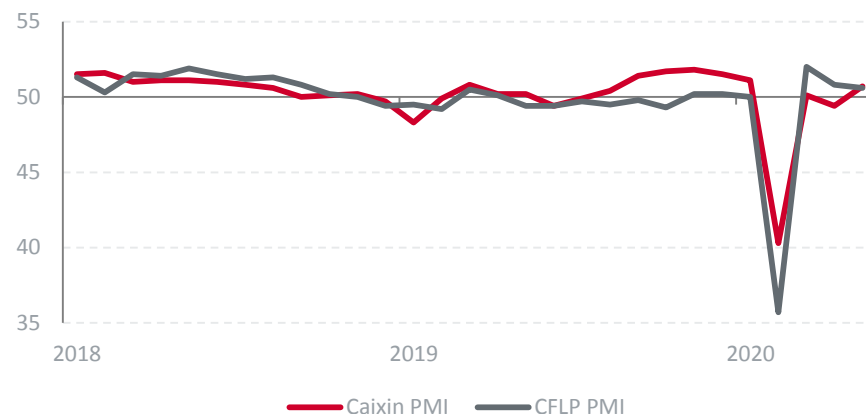
- Ważnym uwarunkowaniem i czynnikiem ryzyka są napięte relacje USA - Chiny. Bardzo silna jest presja na Chiny w kierunku dalszego zmniejszenia nadwyżki handlowej z USA, np. poprzez import amerykańskiej żywności. Od szczytowego poziomu w 2016 r. chińska nadwyżka w handlu z USA zmalała o 200 mld USD. Dodatkowo relacje pomiędzy obydwoma mocarstwami pogarsza sprawa Hongkongu. Istnieje ryzyko powrotu do retoryki wojen celnych. W tym kontekście rośnie zagrożenie związane z przenoszeniem produkcji z Chin do innych krajów, co jest czynnikiem pogarszającym klimat inwestycyjny w Państwie Środka.
- Problemy z eksportem, produkcją przemysłową oraz inwestycjami będą wywierać negatywny wpływ na popyt wewnętrzny poprzez osłabienie popytu na pracę i w konsekwencji pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. W tym kontekście odnotować można rosnącą stopę bezrobocia (do 6%). Ten trend może się utrzymywać ze względu na znaczące pogorszenie kondycji małych przedsiębiorstw. Z tym też łączymy zaskakująco wolną odbudowę konsumpcji po covidowym lockdownie. W kwietniu sprzedaż detaliczna spadła o 7% rdr, po spadku o 16% rdr w marcu.
- Czynnikiem stanowiącym dodatkowe źródło zagrożenia jest wysokie zadłużenie chińskiej gospodarki (szacowane na około 317% PKB). Jest to jedna z najwyższych raportowanych wartości na rozwiniętych rynkach. Spadek dochodów na skutek załamania popytu wewnętrznego i na rynkach eksportowych będzie stawiać pod znakiem zapytania obsługę zadłużenia. Ze zwiększoną siłą powróci widoczny już w poprzednich latach problem spółek „zombie”, których udział w długu dla sektora niefinansowego IMF ocenił na ok. 10%. Czynnikiem ryzyka jest także kondycja rozgrzanego w ostatnich latach rynku nieruchomości, który może być wrażliwy na osłabienie dynamiki dochodów gospodarstw domowych.

Rachunek obrotów bieżących kolejny raz ujemny



Źródło: Thomson Reuters

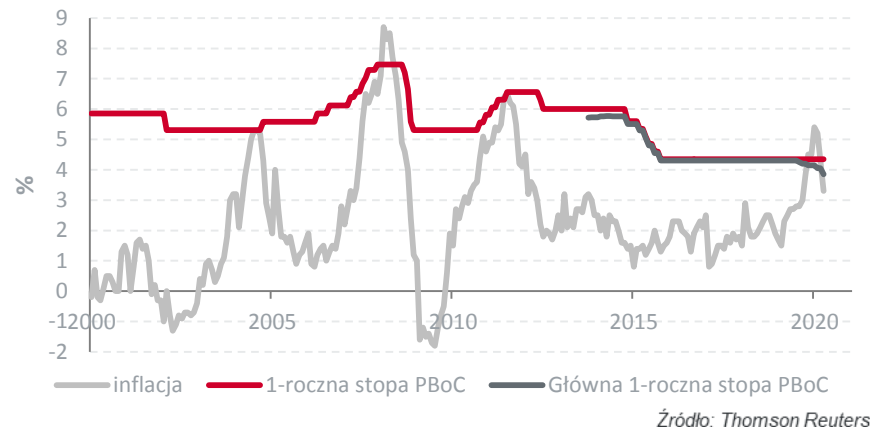
Przemysłowe PMI sugerują ustabilizowanie koniunktury w Chinach



Ograniczona przestrzeń do luzowania polityki monetarnej

- Problemy związane z wysokim zadłużeniem chińskiej gospodarki i symptomami braku równowagi na rynku finansowym ograniczają przestrzeń do luzowania polityki monetarnej. W najbliższej przyszłości można oczekiwać jedynie nieznacznego łagodzenia polityki pieniężnej. Poza obniżkami stóp możliwa jest stopniowa dewaluacja CNY.
- W przeciwieństwie do okresu z początku dekady, Ludowy Bank Chin nie będzie mieć przy tym problemów z presją inflacyjną i utrzymaniem CPI blisko celu 3%. Osłabienie popytu będzie ją tamować, choć w przeciwnym kierunku oddziaływać będą wciąż rosnące ceny żywności, jak i wychodzenie z dołka cenowego surowców energetycznych. Towarzyszyć temu powinno nasilenie spadków cen producentów (PPI). Ich pełny obraz ukaże się dopiero po wygaszeniu zaburzeń łańcuchów dostaw. Uważamy, że generowana przez Chiny presja deflacyjna w przemyśle będzie odczuwalna globalnie.
- Analogicznie jak w poprzednich latach, ciężar stymulowania wzrostu gospodarczego weźmie na siebie polityka fiskalna. Oczekiwać można zdecydowanego wzrostu wydatków inwestycyjnych na infrastrukturę.
- W bieżącym roku dynamika PKB nie osiągnie dotychczasowego oficjalnego celu (wzrost 6%). Co więcej, ze względu na wysoką niepewność co do stanu koniunktury, chiński parlament postanowił nie zakładać celu wzrostu PKB w tym roku. Zakładamy, że gospodarce chińskiej stopniowo uda się odrobić do końca roku straty z I kwartału i zakończy ona rok ze wzrostem około 2%. Niemniej, wysoka pozostaje niepewność dotycząca stanu koniunktury w II połowie roku. Zmaterializowanie się wspomnianych zagrożeń związanych z obsługą zadłużenia może skutkować dalszym osłabieniem popytu wewnętrznego i recesyjnymi odczytami. Jest to jedno z głównych ryzyk dla scenariusza globalnej pokoronowirusowej odbudowy.

Główne parametry polityki pieniężnej PBoC



Źródło: Thomson Reuters

Najniższy odczyt PKB w najnowszej historii

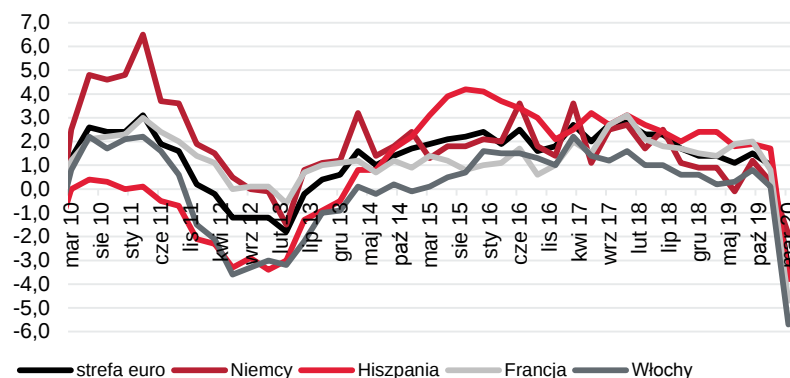


Źródło: Thomson Reuters

Niemcy bez eksportowej tarczy

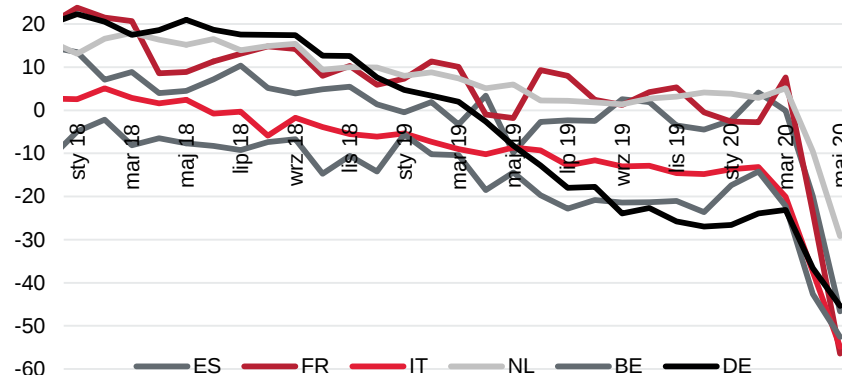
- Głęboki kryzys związany z pandemią Covid-19 poprzedziło istotne spowolnienie gospodarki Eurostrefy w roku 2019. Jego źródłem było rozpoczęcie wojen handlowych przez USA, które najwyraźniej odcisnęły się na silnie proeksportowej gospodarce niemieckiej. W konsekwencji wzrost w Eurostrefie spowolnił do +1,7%, przy czym Niemcy stały się drugą, po Włoszech, najwolniej rozwijającą się gospodarką Eurostrefy (+0,6% r/r).
- Źródła problemów gospodarki niemieckiej były te same, które zadecydowały o jej wyjściu z sukcesem z kryzysu 2008 r., tj. dominacja przemysłu samochodowego, duży udział w eksporcie dóbr inwestycyjnych i trwałych dóbr konsumpcyjnych oraz silne więzy gospodarcze z USA i Chinami (pierwszy i trzeci rynek eksportowy). Efekt ten widoczny jest zarówno w danych o zamówieniach ESI, jak i w danych o perspektywach eksportu Ifo. Ten ostatni spadł w kwietniu do rekordowo niskiego poziomu, zaś łączny z majowym odczytem czas utrzymywania się wskaźnika poniżej lub nieznacznie powyżej zera wyniósł 12 miesięcy, czyli tyle, ile wyniósł on w czasach kryzysu 2008-2009.
- Sądzymy, że najbliższe kwartały oznaczać będą kontynuację problemów niemieckiej gospodarki. Wpływać na to będą kłopoty gospodarki chińskiej, stopniowe zawężanie się deficytu handlowego USA, spadek popytu na dobra inwestycyjne oraz na wyższego rzędu dobra trwałe konsumpcyjne w Europie. Zgodnie z prognozą KE oznacza to perspektywę spadku niemieckiego PKB o 6,5% w b.r. Skalę pogorszenia ograniczać mogą uruchamiane właśnie przez niemiecki rząd programy wsparcia fiskalnego gospodarki. Jednak ich skuteczność może ograniczać mocno proeksportowy charakter gospodarki niemieckiej.

Kwartalne PKB krajów Eurostrefy proc. rdr SA



Źródło: BGK, Thomson Reuters DataStream

ESI zamówienia eksportowe SA



Źródło: BGK, Thomson Reuters

- Podobnie jak kraje północnej Europy, o strukturze gospodarki podobnej do niemieckiej, również pozostałe kraje Eurostrefy mają przed sobą trudny czas. Do utraty dochodów eksportowych dojdzie tu załamanie w turystyce, która rosła w ostatnich latach w szybkim tempie. Od 2010 roku liczba osobo/nocy spędzanych w ramach turystyki międzynarodowej rosła o 4,4% r/r, zaś jej udział w PKB krajów południa Europy, Francji oraz Niemiec wynosił między 8% a 20%. W wielu krajach (np. w Hiszpanii i Portugalii) to właśnie turystyka dawała impuls do poprawy kondycji rynku pracy, pozwalający na odbudowę popytu wewnętrznego po kryzysie lat 2008-2009.
- Obecny wielokierunkowy szok oznaczać będzie istotne straty dla gospodarki Eurostrefy (wg. prognoz KE przełoży się to na spadek PKB w Eurostrefie w 2020 r. o 7,7% r/r) . Jednocześnie jednak może on zmniejszyć skalę napięć dotyczących polityki gospodarczej prowadzonej przez poszczególne kraje i całą UE. Kraje Północy powinny być bowiem zainteresowane większą i bardziej skoordynowaną ekspansją fiskalną, której same będą beneficjentami. Nie musi to jednak oznaczać szybszego wychodzenia z kryzysu, a jedynie jego bardziej równomierne rozłożenie w Eurostrefie i w całej UE. Trudno bowiem wyobrazić sobie możliwość skompensowania w ramach UE słabnącego popytu ze strony tak dużych gospodarek jak USA i Chiny.

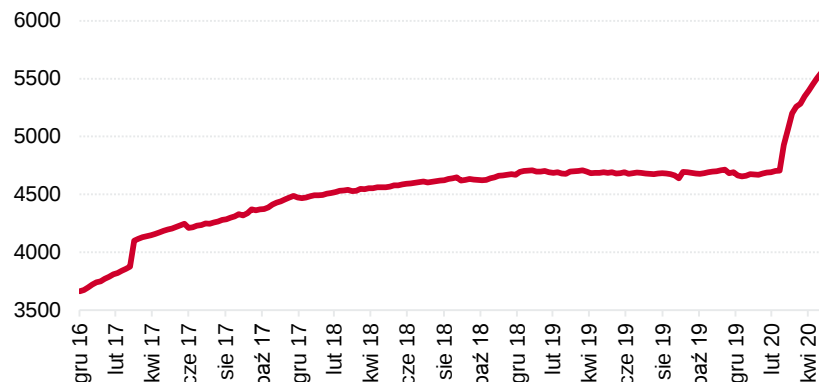
Wiosenne prognozy KE, PKB krajów Eurostrefy

Kraj	2019	2020	2021
Belgia	1,4	-7,2	6,7
Niemcy	0,6	-6,5	5,9
Estonia	4,3	-6,9	5,9
Irlandia	5,5	-7,9	6,1
Grecja	1,9	-9,7	7,9
Hiszpania	2	-9,4	7
Francja	1,3	-8,2	7,4
Włochy	0,3	-9,5	6,5
Cypr	3,2	-7,4	6,1
Litwa	2,2	-7	6,4
Łotwa	3,9	-7,9	7,4
Luksemburg	2,3	-5,4	5,7
Malta	4,4	-5,8	6
Holandia	1,8	-6,8	5
Austria	1,6	-5,5	5
Portugalia	2,2	-6,8	5,8
Słowenia	2,4	-7	6,7
Słowacja	2,3	-6,7	6,6
Finlandia	1	-6,3	3,7
Eurostrefa	1,2	-7,7	6,3

PEPP – projekt nowej prezes EBC

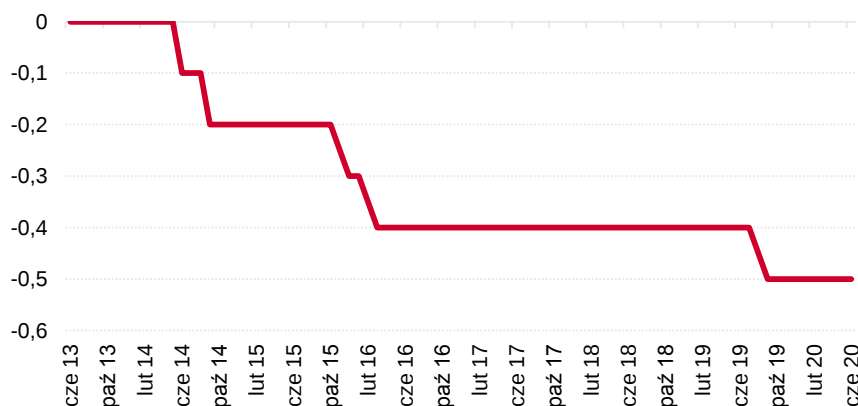
- Kryzys gospodarczy wywołany pandemią koronawirusa wpłynął na uruchomienie przez EBC kolejnych rund luzowania ilościowego. W konsekwencji podjętych działań w marcu doszło do uruchomienia nowego programu o nazwie PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*). Jego wielkość została początkowo ustalona na poziomie 750 mld EUR, zaś w czerwcu podniesiona od 1350 mld EUR, a obowiązywanie programu przedłużone do połowy 2021 roku. W ramach programu bank skupił w okresie marzec-maj papiery o łącznej wartości 234,7 mld EUR, z czego 186,6 mld EUR stanowiły obligacje sektora publicznego.
- EBC podjął również decyzję o uruchomieniu specjalnego programu refinansowania kredytów (po obniżonej stawce - 1,00%) dla sektora realnego pod warunkiem utrzymania akcji kredytowej na bieżącym poziomie. Łącznie ze wznowionym programem TLTRO działania doprowadziły do wzrostu aktywów EBC z 4 664 mld EUR na początku roku do 5 655 mld EUR obecnie, co odpowiada około 47,4% PKB Eurostrefy za 2019 rok. Ze względu na negatywny wpływ na sektor bankowy EBC nie zdecydował się na obniżkę stopy depozytowej.
- Wypowiedzi nowej prezes Christine Lagarde na czerwcowej konferencji prasowej sugerują, że we wrześniu może dojść do kolejnego podniesienia wartości programu skupu aktywów. Jednocześnie prezes Lagarde wyraziła gotowość uruchomienia dalej idących programów wsparcia gospodarki w koordynacji z działaniami podejmowanym przez rządy w ramach stymulacji fiskalnej, tak by nie doprowadzić do defragmentacji Eurostrefy.
- Zważywszy na powyższe oraz skalę kryzysu w scenariuszu bazowym zakładamy, że jeszcze w bieżącym roku nastąpi dalsze wydłużenie programu skupu aktywów (poza rok 2021), połączone ze zwiększeniem jego wartości.

Aktywa ECB w mld EUR



Źródło: Thomson Reuters

Stopa depozytowa EBC



Źródło: Thomson Reuters

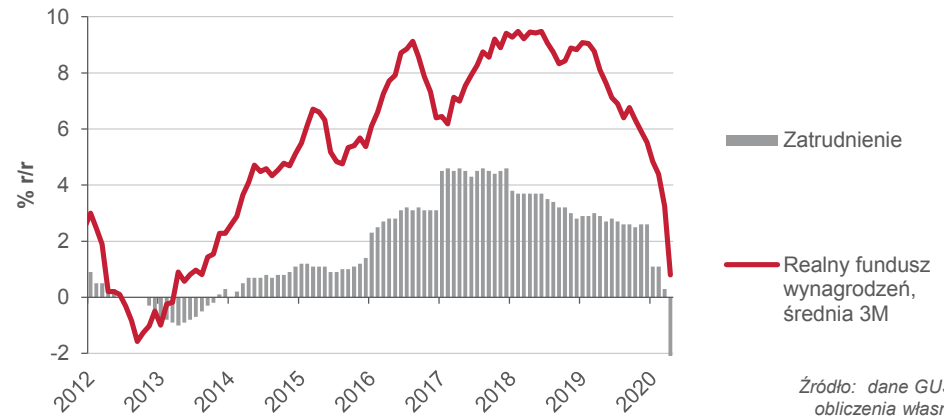


W kraju

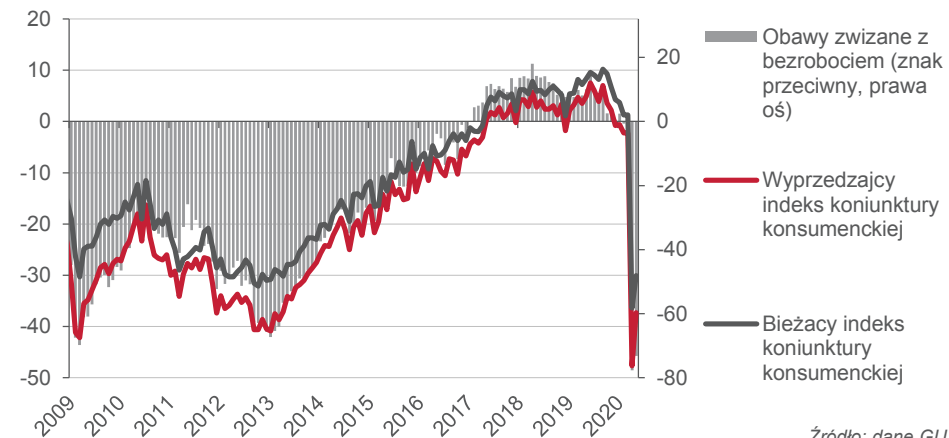
Pogorszenie kondycji rynku pracy osłabi odbudowę konsumpcji

- Ograniczenie aktywności gospodarstw domowych, połączone z zamrożeniem gospodarki i towarzyszące temu załamanie popytu konsumpcyjnego przełożyło się na szybkie redukcje zatrudnienia. Te uwidoczniły się w kwietniowych danych. Choć Tarcza Antykryzysowa zachęcała do utrzymania zatrudnienia, co redukowało potencjalną skalę zwolnień, to jednak umożliwiała zmniejszenie wymiaru czasu pracy, co statystycznie negatywnie oddziałuje na odczyt publikacji o poziomie zatrudnienia.
- Niepewność dotycząca dalszego rozwoju epidemii covidowej i szybkości przyszłej odbudowy jest czynnikiem, który trwale ograniczać będzie popyt na pracę nie tylko w branżach najbardziej dotkniętych restrykcjami. Spadek realnego funduszu płac będzie ciążył na konsumpcji, co doprowadzi do dalszego ograniczenia popytu na pracę. W konsekwencji spodziewamy się, że najbliższe miesiące będą przynosiły pogłębienie spadków zatrudnienia. Zakładamy jednak, że począwszy od miesięcy letnich nastąpi stopniowe odreagowanie, pod warunkiem, że nie będzie drugiej fali epidemii w ostatnich miesiącach roku. Droga do stanu sprzed epidemii zajmie jeszcze kilka kwartałów.
- Kwiecień przyniósł także silne załamanie dynamiki wynagrodzeń. Stało się tak ze względu na ograniczenie płac oraz przejście na wynagrodzenia postojowe w związku z ograniczeniem aktywności. Zakładamy, że wzrost wynagrodzeń przyspieszy w kolejnych miesiącach. Niemniej, w konsekwencji osłabienia siły przetargowej pracowników, powrót dynamik sprzed epidemii w perspektywie najbliższych kwartałów nie wydaje się być możliwy.
- W bieżącym roku w okresie sezonowego spadku bezrobocia widoczny jest jego wzrost. Zakładamy, że do końca roku stopa bezrobocia podniesie się do poziomu 7,3%. W najbliższych miesiącach jej wzrost nastąpi ze względu na redukcje zatrudnienia, a pod koniec roku będzie mieć charakter sezonowy.

Spadki dynamiki wzrostu realnego funduszu płac

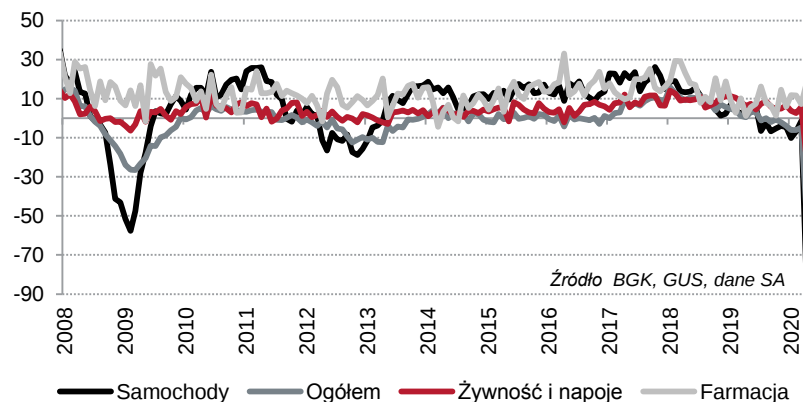


Gospodarstwa domowe pełne obaw

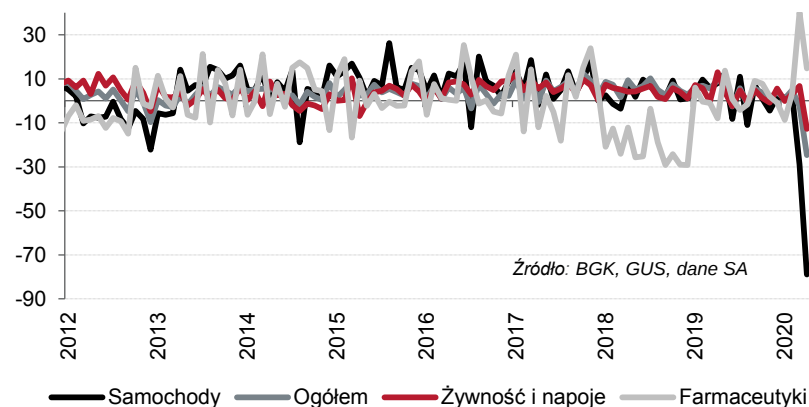


- Spojrzenie na dane o produkcji przemysłowej oraz dane o koniunkturze w krajowym przemyśle najlepiej pokazują nietypowy charakter obecnego kryzysu. W przeciwieństwie do kryzysu lat 2008-2009 pierwszy szok natychmiast dotknął praktycznie wszystkie sektory, zaś skala spadków aktywności była większa.
- Spadek produkcji w kwietniu sięgnął 24,6% r/r, dotykając najbardziej producentów dóbr inwestycyjnych oraz pośrednich, pomimo, że wykazywały one obniżone poziomy aktywności już w 2019 roku.
- W przetwórstwie przemysłowym, można znaleźć tylko jedną branżę, która nie została negatywnie dotknięta, a nawet zyskała na skutek kryzysu. Była to farmacja. Na drugim miejscu pod względem ocen produkcji i przyszłych zamówień były żywność i napoje, mimo że branża spożywcza spodziewa się pogorszenia sprzedaży w kolejnych miesiącach. Po drugiej stronie znalazła się branża produkcji samochodów, która zanotowała 78,9% r/r spadek produkcji i jest jednym z liderów spadków produkcji i zamówień w badaniach koniunktury.
- W perspektywie kolejnych miesięcy spodziewamy się stopniowej poprawy wyników, jednak trudno oczekiwać, by produkcja przemysłowa wróciła do poziomów sprzed kryzysu, tak ogółem, jak i w poszczególnych branżach (wyjątkiem może być farmacja).
- Nawet w wypadku branż, które mogą być objęte specjalnymi programami fiskalnego wsparcia (np. branża samochodowa, gdzie niemiecki rząd zapowiedział program dopłat do zakupów samochodów), nie widzimy perspektywy silniejszego odbicia wcześniej niż w IV kw. Naszym zdaniem naturalne efekty nadgania, które mogłyby wpływać na odbudowywanie aktywności w III kw., będą hamowane przez utrzymujące się obawy dotyczące nowych zakażeń w trakcie luzowania regulacji.

Załamanie wskaźników koniunktury bieżącej produkcji w przytłaczającej części sektorów przetwórstwa przemysłowego

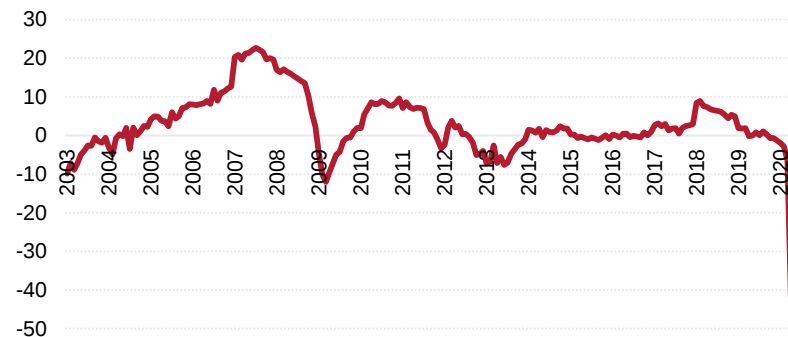


Produkcja przemysłowa w kwietniu drastycznie spadła



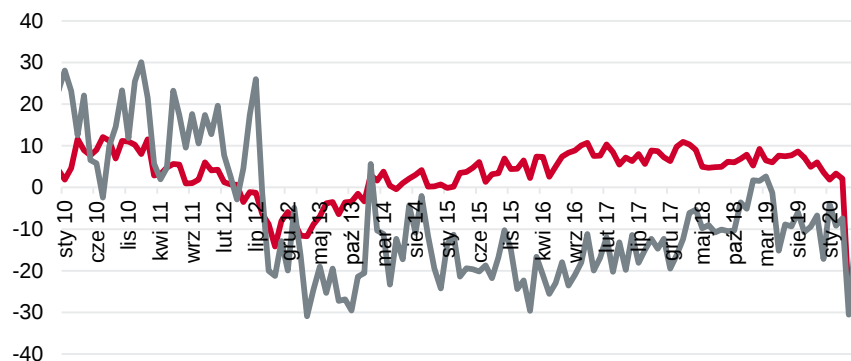
- W usługach wszystkie branże zarejestrowały spadek sprzedaży, lecz dwie wydają się być tymi, które wyjdą obronną ręką z kryzysu. Są to informacja i komunikacja oraz telekomunikacja. W ich przypadku oceny sprzedaży były w maju cały czas ujemne, jednak znacznie lepsze niż w kwietniu, zaś firmy z tych sektorów zanotowały poprawę bieżących i przyszłych ocen sprzedaży oraz zatrudnienia. W przypadku usług zdecydowanie najgorzej wygląda sytuacja agencji turystycznych oraz działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi.
- W perspektywie końca roku poziom aktywności większości branż usługowych pozostanie prawdopodobnie na obniżonym poziomie. W perspektywie III kw. możemy liczyć na znaczne nadgonienie aktywności, jeśli chodzi o usługi skierowane do sektora gospodarstw domowych. Jednak w IV kw. czeka nas zapewne stabilizacja lub lekkie obniżenie poziomu aktywności tych branż w obliczu spadku skłonności gospodarstw domowych do konsumpcji.
- W przypadku usług skierowanych do biznesu powrót do normalności zajmie nieco więcej czasu i będzie naszym zdaniem związany z rządowymi programami inwestycyjnymi. Tym samym spodziewamy się bardzo niskiej aktywności w III kw. i stopniowego wychodzenia na plus na przełomie roku.
- W ogólnym rozrachunku ścieżki powrotu poszczególnych grup przedsiębiorstw będą w dużej mierze uzależnione od europejskich i krajowych pakietów wsparcia fiskalnego, co może w sposób niesymetryczny oddziaływać na koniunkturę wewnątrz raportowanych przez GUS branż.

ESI usługi



Źródło: BGK, GUS, dane SA

Odbicie wskaźników bieżącej sprzedaży w informacji i komunikacji oraz telekomunikacji

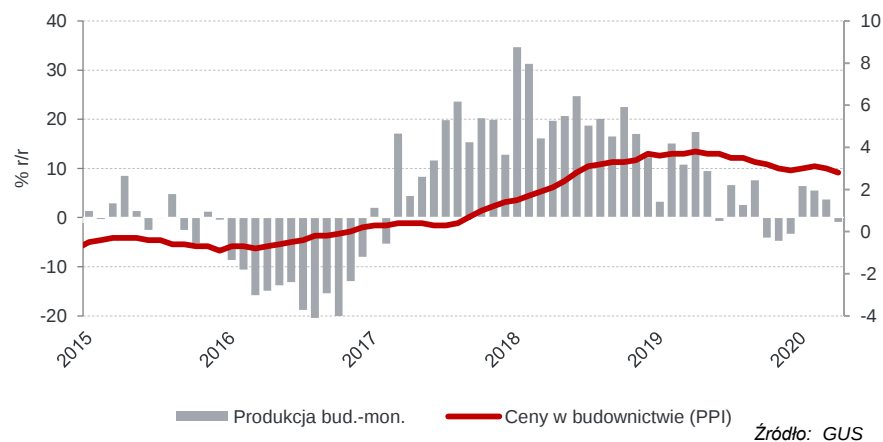


Źródło: BGK, GUS, dane SA

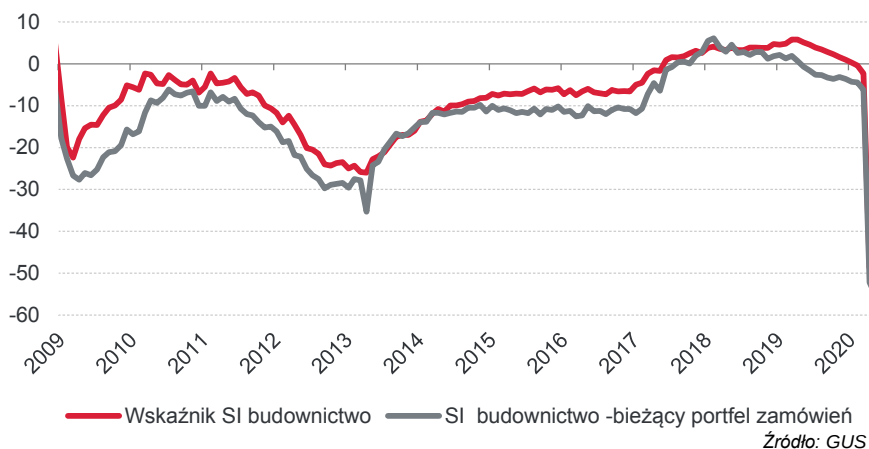
— Informacja i komunikacja — Telekomunikacja

- W przeciwieństwie do innych najważniejszych sektorów gospodarki, w budownictwie marzec i kwiecień przyniosły jedynie nieznaczne pogorszenie wyników. Był to jeden z niewielu pozytywnych akcentów w ostatnich odczytach marko. Wiele więc wskazuje, że wzrost w sektorze budowlanym będzie łagodzić spadek PKB w II i III kwartale.
- Relatywnie dobre odczyty (na tle pozostałych sektorów) są, w naszej ocenie, wynikiem silnego przyspieszenia tego sektora notowanego jeszcze przed wybuchem epidemii koronawirusa oraz dużej bezwładności w średnioterminowej perspektywie, związanej z wykonywaniem rozpoczętych wcześniej inwestycji. Produkcja w sektorze jest też relatywnie mało wrażliwa na zakłócenia w międzynarodowych łańcuchach dostaw.
- Wpływ COVID-19 w budownictwie uwidoczni się jednak z opóźnieniem. Wyniki badań koniunktury rysują obraz kondycji sektora budowlanego w o wiele bardziej ponurych barwach, niż ostatnie odczyty. Można oczekiwać, że sektor zostanie dotknięty osłabieniem inwestycji przedsiębiorstw oraz spadkiem popytu w segmencie nieruchomości mieszkaniowych i biurowych. Silne wzrosty cen mieszkań, jakie miały miejsce w ostatnich kwartałach, powodują, że przestrzeń do ich spadków jest większa. Przecena wydaje się nieunikniona w warunkach osłabienia dochodów rozporządzalnych oraz większej niepewności. Łagodzić ją będą niskie stopy procentowe w kraju i za granicą, zwiększające relatywną atrakcyjność inwestycyjną nieruchomości. Pogorszenie kondycji rynku pracy będzie również korzystnie oddziaływać na sytuację w sektorze. Znikną bowiem ograniczenia związane z niedoborem pracowników oraz presją płacową. To z kolei będzie łagodzić efekty zawężenia marż. Osłabienie w segmencie nieruchomości będzie rekompensować segment budownictwa liniowego. Oddziaływać na to będzie prawdopodobne zwiększenie publicznych inwestycji infrastrukturalnych.

W danych o produkcji budowlano-montażowej prawie nie widać koronawirusowego załamania



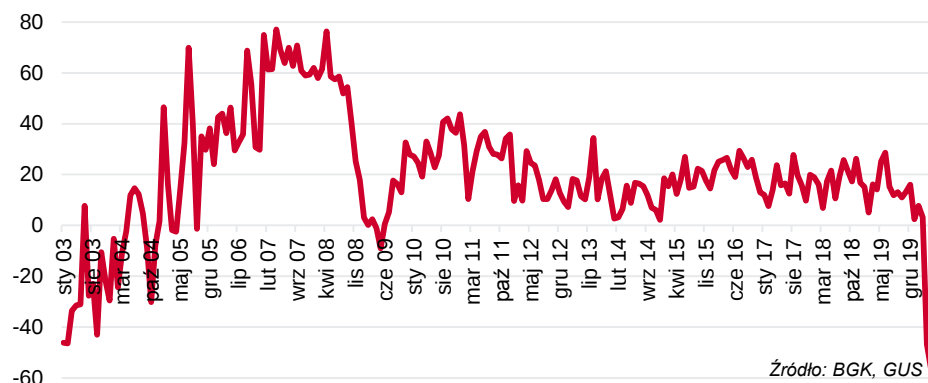
Indeksy koniunktury z sektora budowlanego ukazujące głęboki spadek aktywności mogły przereagować owidowe efekty



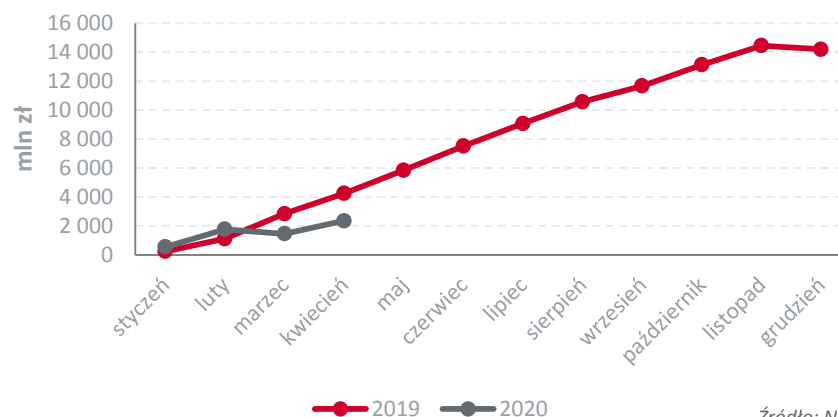
Czarny sen sektora finansowego

- Sektor finansowy wychodził obronną ręką z poprzednich kryzysów. Obawiamy się jednak, że pandemia koronawirusa może pozostawić trwalszy ślad. Tym razem zadziałają bowiem jednocześnie trzy czynniki: istotny wzrost odpisów NPL, spadek wyniku odsetkowego z powodu drastycznego cięcia stóp procentowych oraz spodziewane ograniczenie akcji kredytowej w odpowiedzi na zagrożenia pojawienia się ograniczeń kapitałowych w kreowaniu akcji kredytowej.
- Ponadto istotna jest perspektywa podwyższenia kosztów finansowania w związku z odsuniętym w czasie, lecz cały czas wiszącym nad sektorem finansowym zobowiązaniem wyemitowania obligacji podporządkowanych MREL i TLAC.
- Uważamy, że w perspektywie najbliższych miesięcy sytuacja sektora bankowego pozostanie stabilna, jednak przyszły rok będzie stanowił dla banków duże wyzwanie. Po pierwsze, dadzą o sobie znać odpisy na ryzyko kredytowe. Po drugie, sytuacja na rynkach długu zapewne nie będzie już tak korzystna, jak w bieżącym roku. Natomiast banki będą dotknięte obniżeniem przychodu odsetkowego z powodu obniżki stóp. Po trzecie, koszty odsetkowe będą rosły wraz z wymogiem regulacyjnym rozpoczęcia finansowania sektora dłużnymi instrumentami podporządkowanymi (wchodzącym w 2021 r.). W konsekwencji będzie to prowadzić do wyraźnego pogorszenia wyniku finansowego. W obliczu braku działań łagodzących może to przełożyć się na konsolidację w sektorze i ograniczenie zdolności do kreowania kredytu, połączone z silnym wzrostem marż kredytowych.

Koniunktura w usługach, działalność finansowa z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych, oceny sprzedaży

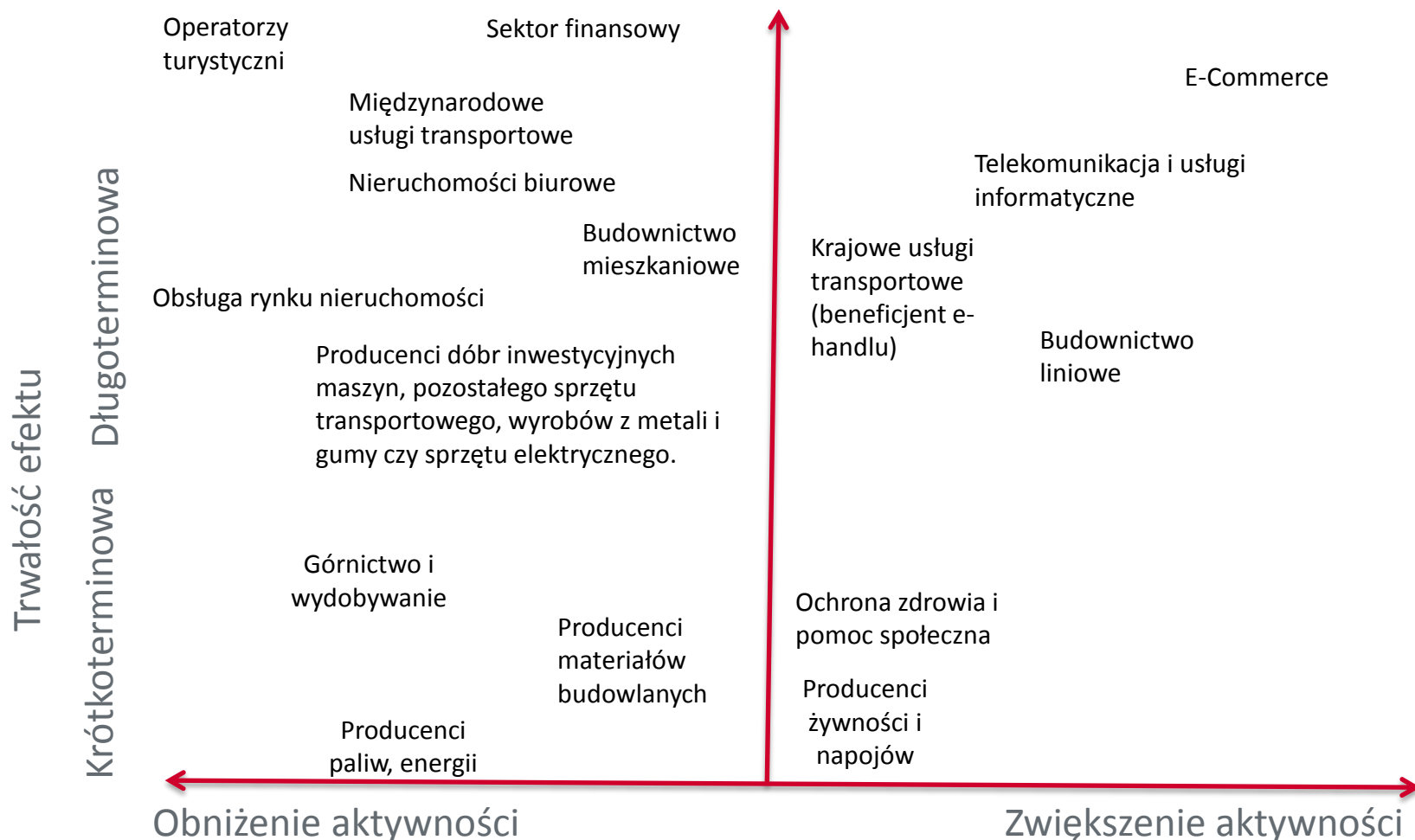


Spadek wyników sektora finansowego



Efekty sektorowe

Poniżej prezentujemy scenariusze wpływu obecnego kryzysu na poszczególne branże usługowe, z uwzględnieniem proponowanych obecnie pakietów fiskalnych. W przypadku branż dotkniętych krótkookresowym obniżeniem aktywności spodziewamy się ich powrotu na normalną ścieżkę w perspektywie 3-4 kwartałów.



Źródło: BGK,

Szanse na poprawę salda na rachunku obrotów bieżących

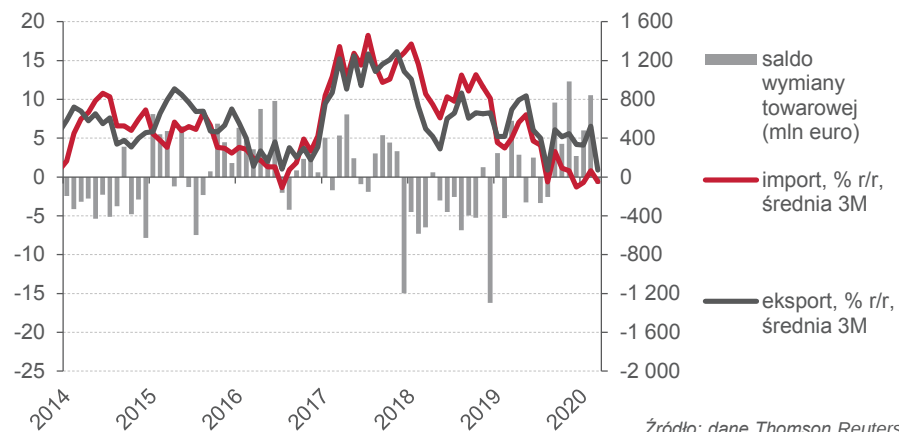
- Problemy sektora przemysłowego odciskają piętno na poziomie międzynarodowej wymiany towarowej. Choć już marcowe dane wypadły słabo, to dopiero zestawienie za kwiecień ukaże pełen obraz koronawirusowego wpływu. Spodziewamy się, że będzie potrzeba jeszcze co najmniej kilku miesięcy, by wymiana towarowa odrobiła Covidowe straty (prawdopodobnie do końca roku). Relatywnie mniej wrażliwa będzie wymiana usług. Niemniej i w tym wypadku można oczekiwać wyraźnych spadków, choćby ze względu na ograniczenie usług logistyki międzynarodowej.
- Pierwszy kwartał pokazał, że mimo silnego osłabienia wymiany towarowej i mniejszego ograniczenia wymiany usług, duże są szanse, by bieżący rok przyniósł nadwyżkę na saldzie na rachunku obrotów bieżących. Mogą ją zapewnić spadki wyników zagranicznych przedsiębiorstw w Polsce, co w konsekwencji poprawia saldo dochodów pierwotnych. Szacujemy, że na koniec roku nadwyżka będzie wynosić około 1% PKB.

Szansa na wysoki wynik salda CA w bieżącym roku

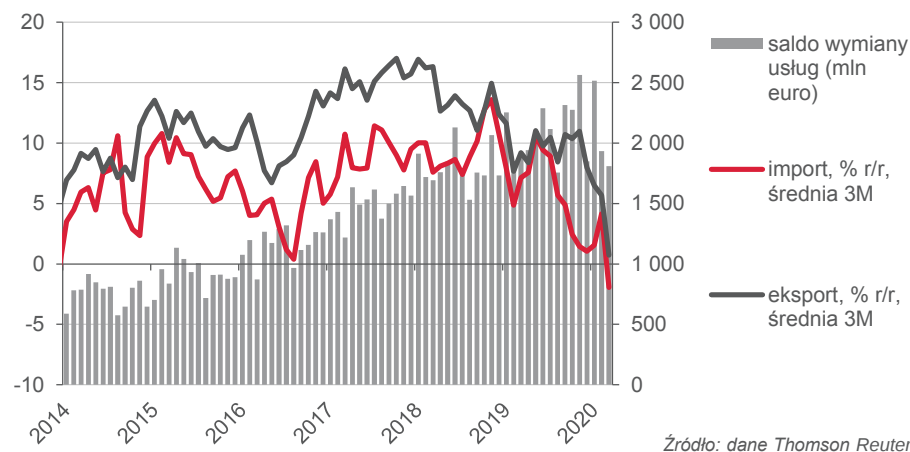
Rok	Saldo CA jako % PKB
2014	-2,1
2015	-0,6
2016	-0,5
2017	0,1
2018	-1,0
2019	0,5
2020*	0,9

* - Prognoza BGK

Dane o załamaniu wymiany towarowej dopiero przed nami



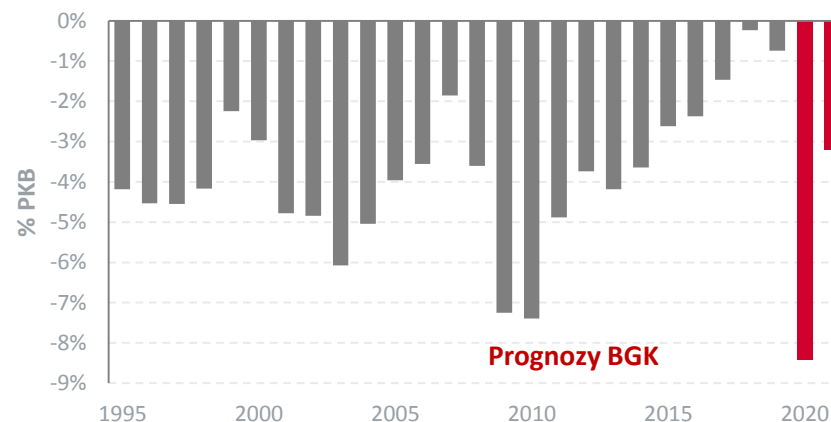
Nadwyżka w wymianie usług będzie się utrzymywać



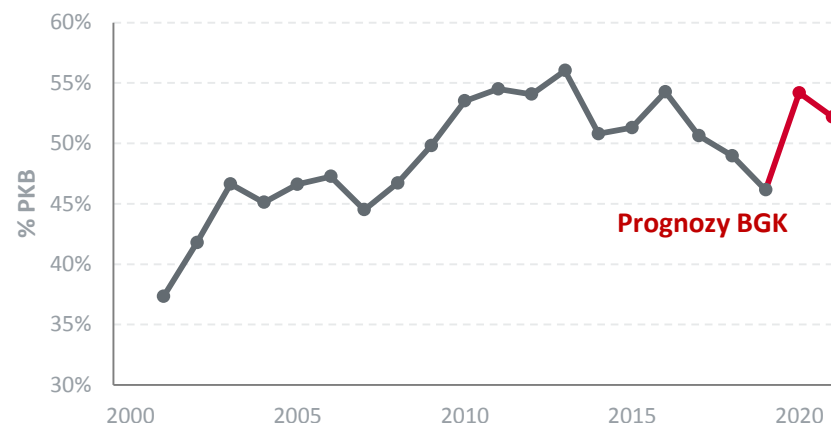
Tarcza antykryzysowa pomaga walczyć z recesją i zwiększa dług

- W ramach walki z gospodarczymi skutkami lockdownu rząd wdraża instrumenty Tarczy Antykryzysowej. Działania skoncentrowane są w obszarach dotyczących bezpieczeństwa pracowników (m. in. zwolnienia ze składek ZUS, postojowe, zwiększenie zasiłku dla bezrobotnych), finansowania przedsiębiorstw (m. in. programy gwarancyjne, dopłat do odsetek, refinansowanie rat leasingowych), ochrony zdrowia i inwestycji publicznych (fundusz PFR). Ostatnie dane GUS z krajowego rynku pracy ukazują względnie łagodny wpływ zamrożenia gospodarki na rynek pracy, co będzie czynnikiem stabilizującym popyt wewnętrzny i ograniczającym skalę spadku PKB w bieżącym roku.
- Bezpośrednie obciążenie budżetu wyniesie około 96 mld PLN (4,3% PKB). Do tego należy doliczyć efekty spowolnienia koniunktury i tym samym niższych dochodów podatkowych, co przełoży się na łączny deficyt sektora GG w wysokości około 8,4% PKB. Pomimo niesprzyjającej sytuacji fiskalnej Polska powinna utrzymać dług sektora GG poniżej 60% PKB, co jest limitem zarówno w ramach prawach unijnego, jak i krajowego.
- W konsekwencji wstępne szacunki zmodyfikowanych potrzeb pożyczkowych na ten rok przewidują ich wzrost o ok. 110 mld PLN, czyli do ok. 134 mld PLN, w porównaniu z 23,5 mld PLN założonymi w obowiązującej ustawie budżetowej przewidującej zrównoważony budżet. Ministerstwo podało, że wraz z końcem kwietnia potrzeby pożyczkowe obecnie obowiązującej ustawy budżetowej zostały w 100% sfinansowane. Tym samym MF ma 7 miesięcy na pozyskanie ok. 110 mld PLN.
- W ramach walki ze skutkami pandemii wspomagającą do działań rządu rolę pełnią BGK oraz PFR. Do tej pory obie instytucje wyemitowały łącznie ponad 98 mld zł obligacji w ramach Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz Tarczy antykryzysowej. PFR planuje w najbliższym czasie wyemitować uzupełniające 40 mld zł, a BGK 61,5 mld zł. Powinno to pomóc utrzymaniu zatrudnienia w czasie wychodzenia gospodarki z lockdownu oraz zapewnić wsparcie odbudowy inwestycji w II połowie roku.

Wynik sektora GG w Polsce



Dług sektora GG w Polsce



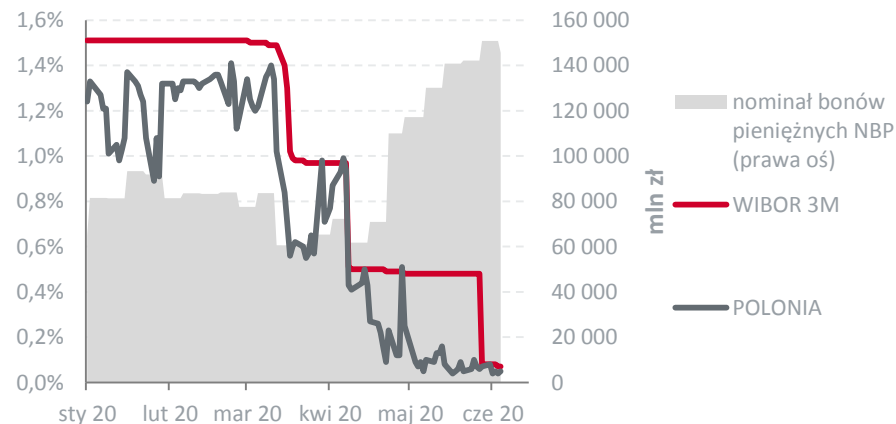
Czy RPP posunęła się za daleko?

- Odpowiedzią na uderzenie lockdownu w koniunkturę gospodarczą było bezkompromisowe luzowanie krajowej polityki monetarnej. RPP zdecydowała się na cykl cięć stopy referencyjnej (łącznie o 140 pb.) do poziomu zaledwie 0,1%, czemu towarzyszyło obniżenie stopy depozytowej do 0,0% i lombardowej do 0,5%. Jednocześnie stopa rezerwy obowiązkowej została ścięta z 3,5% do 0,5%, co wygenerowało dodatkowe 40 mld PLN płynności. NBP rozpoczął też QE, skupując obligacje skarbowe oraz papiery emitowane w celu walki ze skutkami pandemii. Biorąc pod uwagę skalę potrzeb pożyczkowych zakładamy, że NBP w najbliższych kwartałach może skupić papiery wartości 150-200 mld PLN. Ponadto NBP zaoferował bankom kredyty wekslowe, co ma zachęcać do zwiększania akcji kredytowej.
- O ile skup aktywów czy obniżka stopy rezerwy wydają się być działaniami koniecznymi w bieżących uwarunkowaniach, to tak silne obniżenie stopy referencyjnej (poniżej 50 pb) już nie. Obawiać się można, że przy nikłym wpływie stymulującym gospodarkę, objawiają się niepożądane efekty uboczne. Zważywszy obowiązujący podatek bankowy, bieżący poziom stóp jest po części testowaniem polityki ujemnych stóp procentowych. Te negatywnie oddziałują na wyniki sektora bankowego, co z kolei może prowadzić do ograniczenia jego zdolności generowania akcji kredytowej.
- W konsekwencji uważamy, że nie ma już więcej przestrzeni do redukcji stóp procentowych i Rada na takie posunięcie się nie zdecyduje, nawet w wypadku nieoczekiwanego dalszego pogorszenia koniunktury. W takim wariancie bardziej prawdopodobne jest zwiększenie skali luzowania ilościowego i rozszerzenie spektrum kupowanych aktywów np. o obligacje banków komercyjnych. W związku z powyższym, jako pierwszego ruchu w kierunku zacieśnienia polityki oczekujemy podwyżki stopy referencyjnej. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że nastąpi ona pod koniec przyszłego roku.

Inflacja na drugim planie pozostanie jeszcze przez kilka kwartałów



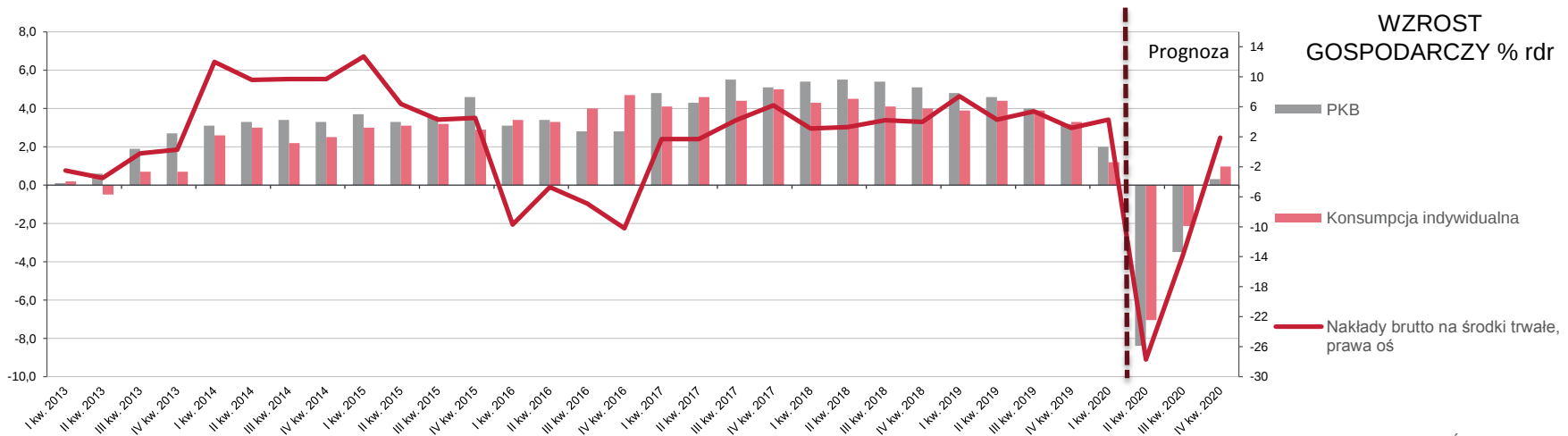
Polonia blisko zera przy rekordowych emisjach bonów NBP



Oczekujemy dalszego wzrostu nadpłynności sektora bankowego. Będzie on wynikał ze zmniejszenia gotówki w obiegu (po panicznym jej wycofaniu z banków w marcu i w kwietniu) i jej ponownych wpłatach do sektora. Tak duża ilość płynnych rezerw będzie także trzymała stawkę POLONIA i WIBOR blisko zera.

Dwa kwartały słabych wyników polskiej gospodarki

Wzrost PKB w Polsce i jego struktura



Źródło: Thomson
Reuters DataStream, Prognoza BGK

- W I kwartale udało się zachować wyraźnie dodatnią dynamikę PKB, choć covidowe skutki już obciążały marcowe odczyty. Silny spadek PKB w II kwartale jest nieunikniony. Otwartym pytaniem jest tempo późniejszej odbudowy. Kluczowe będą nastroje gospodarstw domowych, sprzężone z kondycją rynku pracy oraz wyregulowanie łańcuchów dostaw. Wyrażna poprawa obydwu czynników nie nastąpi zapewne wcześniej, niż pod koniec lata. W konsekwencji również III kwartał odznaczy się ujemnym tempem wzrostu gospodarczego (w ujęciu rdr). Dopiero IV kwartał przyniesie powrót rocznej dynamiki PKB na dodatnie poziomy, ograniczając spadek PKB w bieżącym roku do nieco ponad 2%. Dodatni wzrost w ostatnim kwartale w znacznym stopniu będzie wciąż efektem odreagowania i wejście w kolejny rok nie będzie aż tak mocne. Niemniej, same efekty bazy będą zapewniać wysokie tempo wzrostu w I połowie przyszłego roku. Wyraźniejszego ożywienia oczekujemy dopiero pod koniec przyszłego roku, czemu sprzyjać będzie wciąż ekspansywny policy-mix, który zapewni wzrost PKB na poziomie około 4%.
- Po wyhamowaniu w I kwartale i załamaniu w II kwartale, inwestycje będą stopniowo zmniejszać straty. Zakładamy, że korzystnie będą oddziaływać programy wsparcia. Wiele w tym względzie będzie zależeć od koniunktury za granicą, zwłaszcza w strefie euro. Ze względu na symetryczne spadki eksportu i importu, stosunkowo niewielki może pozostawać wpływ wymiany towarowej. Ponadto wahania kontrybucji tego komponentu będzie ograniczać relatywnie stabilny poziom nadwyżki handlowej w eksporcie usług.
- Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje kwestia dalszego rozwoju epidemii koronawirusa. Niewykluczona jej druga fala (na jesieni) może pogrzebać szanse na odbudowę konsumpcji i całego PKB. W takim scenariuszu gospodarstwa domowe ponownie mogą ograniczyć aktywność, a negatywne efekty mogą być dodatkowo zwiększone restrykcjami zarówno krajowymi, jak i międzynarodowymi.

Rynki finansowe

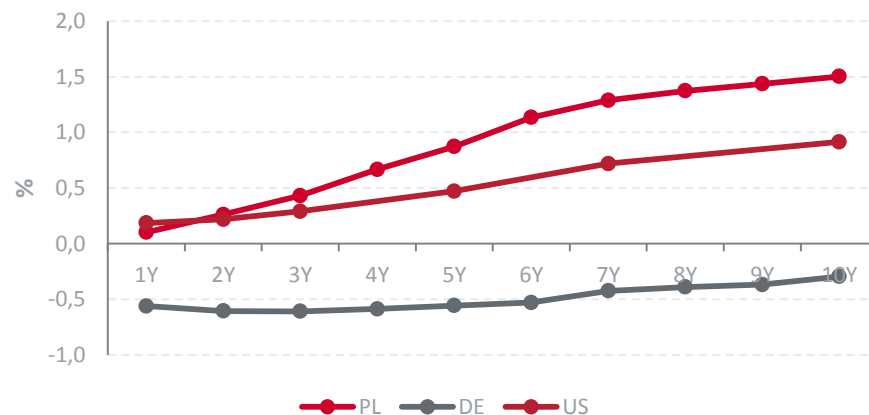
Banki centralne nie dopuszczą do znaczącej przeceny długu

- Koronawirusowy kryzys i wynikająca z niego awersja do ryzyka, połączone z agresywnymi działaniami większości banków centralnych, przyniosły silne umocnienie długu na rynkach bazowych. W ostatnich tygodniach rentowności najważniejszych benchmarków ustabilizowały się nieco powyżej rekordowo niskich poziomów, które były notowane w trakcie epicentrum covidowych obaw.
- Krzywe na całej długości kontrolowane są przez banki centralne. Ich bezprecedensowo wysoka aktywność zakupowa równoważy gigantyczną podaż długu. Bieżący rok będzie okresem rekordowego wzrostu długu publicznego w wielu krajach. Potrzeby pożyczkowe wynikają ze spadku dochodów podatkowych w związku z zamrożeniem gospodarek oraz z konieczności finansowania obfitych pakietów stymulujących gospodarki.
- Postępująca obudowa wzrostu gospodarczego może skutkować presją na wzrosty rentowności. Ze względu na fiskalne działania stymulujące oraz sprzyjające wyższym cenom zaburzenia w łańcuchach dostaw zakładamy, że obecny kryzys wywoła znacząco mniejszą falę deflacyjną, niż poprzedni. Będzie to czynnik zwiększający przestrzeń do wzrostu rentowności obligacji. Wrażliwe będą przede wszystkim dłuższe papiery. Na długim końcu skoncentrowana jest podaż związana z realizacją pakietów fiskalnych (np. Hiszpania emituje 50-letnie obligacje). Niemniej skala QE dostarczanego przez najważniejsze banki centralne pozostanie na tyle duża, by uniemożliwić znaczącą przecenę długu. Ograniczać wzrosty rentowności będzie także niepewność dotycząca sytuacji geopolitycznej. Na pierwszym planie pozostaną relacje USA-Chiny.
- Horyzont dyskusji na temat podwyżek stóp pozostaje odległy (przynajmniej do połowy przyszłego roku). Spodziewamy się, że, podobnie jak w wypadku poprzedniego kryzysu, pionierem w zacieśnianiu polityki będzie Rezerwa Federalna.

Rentowności 10-letnich obligacji



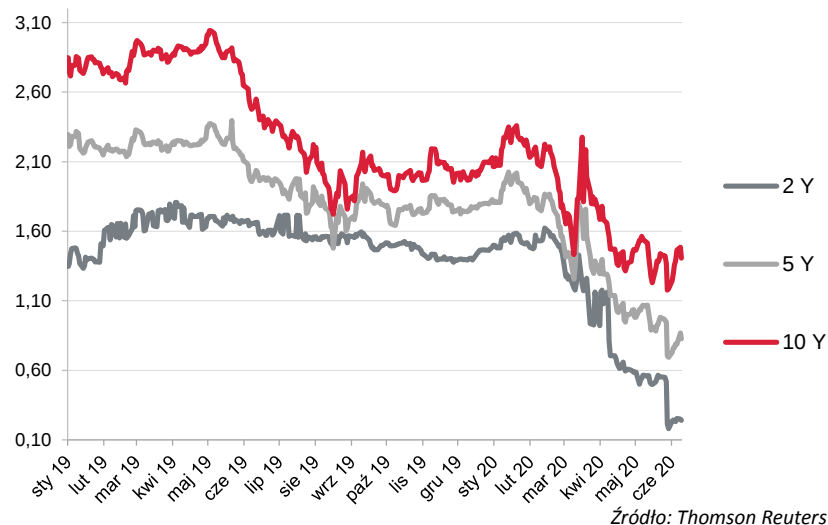
Krzywe rentowności



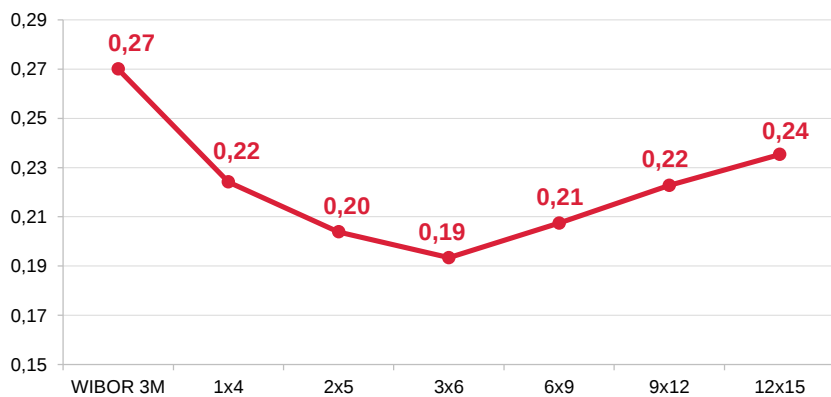
Rentowności SPW na kotwicy

- W ostatnich miesiącach następowały zniżki rentowności w reakcji na decyzje banków centralnych (również NBP), które obniżały stopy oraz uruchamiały skup aktywów. Po majowej decyzji RPP notowane były nowe minima. Czerwiec przyniósł jednak pogorszenie wycen na rynkach bazowych, co również przełożyło się na słabszą wycenę SPW.
- W najbliższych kwartałach spodziewamy się powolnego wzrostu rentowności wraz z poprawą odczytów makroekonomicznych. Te mogą budować oczekiwania dotyczące korekty ultrałużnego kursu w polityce globalnych banków centralnych i w konsekwencji RPP w II połowie 2021 roku. Sądzymy jednak, że duża niepewność co do ścieżki wychodzenia globalnej i krajowej gospodarki z recesji nie pozwoli na znaczące wzrosty rentowności. Skalę przeceny SPW ograniczać powinna aktywność banków centralnych (w tym NBP) na rynku. Sądzymy, że w ślad za czerwcowym komunikatem FOMC wszelkie próby, przedwczesnego i nadmiernego dyskontowania przez rynki długu poprawy spotkają się z kontrakcją ze strony banków centralnych. W efekcie spodziewamy się bardzo łagodnej ścieżki wzrostu rentowności.

Rentowności SPW



Krzywa FRA PLN



Źródło: Thomson Reuters

Krzywa IRS PLN

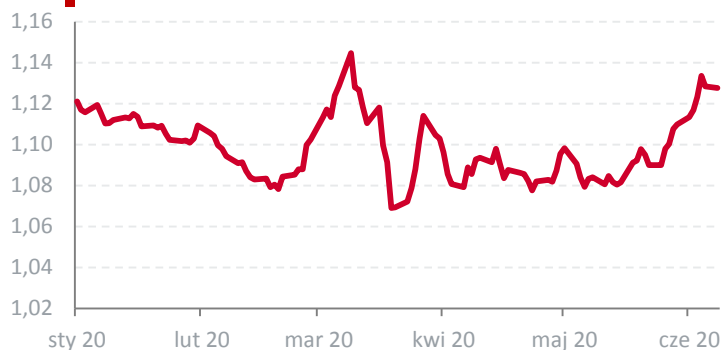


Źródło: Thomson Reuters

Bezpieczne przystanie tracą na odmrożeniu gospodarek

- Epidemia koronawirusa i związana z nią awersja do ryzyka dały impuls do przejściowego umocnienia dolara, pomimo o wiele większej, niż w strefie euro skali luzowania monetarnego. Czynniki stojące za aprecjacją dolara wydają się wygasać, co otwiera drogę do wzrostów EURUSD, zwłaszcza, że pandemia koronawirusa ma szansę zakończyć się szybciej w Europie, niż w USA.
- Aprecjacja euro będzie jednak ograniczana przez czynniki związane z niepewnością dotyczącą funkcjonowania Eurolandu (np. orzeczenie niemieckiego TK podważające legalność działań EBC). W konsekwencji ścieżka podnoszenia się EURUSD będzie powolna i może obfitować w przejściowe ruchy korekcyjne. Wzrostom EURUSD nie będzie także służyć nierozwiązana kwestia negocjacji UE-UK, choć pobrexitowe uwarunkowania szkodzić będą w pierwszej kolejności brytyjskiemu funtowi. Rozmrażanie gospodarek oraz stopniowa poprawa odczytów makro będzie generować ryzyka dla walut zaliczanych do bezpiecznych przystani, czyli takich jak JPY oraz CHF. Spodziewamy się, że te czynniki najsilniej mogą oddziaływać na początku II połowy roku. Ryzykiem dla scenariusza osłabienia bezpiecznych przystani pozostaje geopolityka, zwłaszcza napięcia w relacjach USA-Chiny.

EURUSD



EURGBP



USDJPY



EURCHF



Złoty będzie stopniowo odrabiać koronawirusowe straty

- Złoty osłabił się w marcu z poziomu 4,30 do ponad 4,60. Zachowanie krajowej waluty było podobne do innych walut regionu (HUF, CZK, RON) i skorelowane z innymi walutami z portfela emerging markets (ZAR, MXN, RUB), choć na ich tle region CEE można ocenić jako stabilny wobec ogłoszonych planów wysokich deficytów fiskalnych oraz programów luzowania ilościowego banków centralnych (czyli „przywilejów”, które we wcześniejszym paradygmacie były zarezerwowane dla walut rynków bazowych (tj. USD, GBP, EUR, JPY)).
- Obecnie złoty odzyskał część poniesionych w okresie marzec-maj strat, za sprawą poprawy apetytu na ryzyko spowodowanej działaniami stymulującymi zarówno monetarnymi, jak i fiskalnymi. W perspektywie najbliższego kwartału spodziewamy się nieznacznego umocnienia złotego w reakcji na lepsze globalnie i lokalnie dane po złagodzeniu koronawirusowych restrykcji.
- W horyzoncie końca bieżącego roku EURPLN powinien zejść nieco poniżej 4,40. Silniejsze umocnienie złotego będzie ograniczać znacząca niepewność, co do ścieżki powrotu światowej gospodarki do normalnej aktywności. Ponadto próby zbyt silnego umocnienia naszej waluty, będą naszym zdaniem korygowane komunikacją ze strony NBP. Natomiast w przyszłym roku możliwe jest trwałe zejście EURPLN do poziomów notowanych w pierwszych miesiącach bieżącego roku.

EURPLN



CHFPLN



Aneks. Prognozy

Prognozy parametrów makroekonomicznych

		I kw 2020	II kw 2020	III kw 2020	IV kw. 2020	2020	2021
PKB	realne tempo wzrostu, %	2,0	-8,4	-3,5	0,3	-2,3	4,3
Popyt krajowy	realne tempo wzrostu, %	1,7	-9,1	-4,2	1,4	-2,5	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	realne tempo wzrostu, %	0,9	-27,7	-13,7	1,9	-8,4	5,4
Spożycie indywidualne	realne tempo wzrostu, %	1,2	-7,0	-2,1	1,0	-1,8	1,9
Eksport	realne tempo wzrostu, %	0,6	-15,9	-1,3	2,0	-3,6	3,8
Import	realne tempo wzrostu, %	-0,2	-17,9	-2,3	4,4	-4,0	1,7
Inflacja CPI	na koniec okresu, %	3,4	2,8	2,6	2,5	2,4	3,6
Inflacja bazowa	na koniec okresu, %	3,6	3,4	2,7	2,1	2,9	2,8
Indeks cen produkcyjnych PPI	na koniec okresu, %	-1,3	-1,3	-1,5	0,8	0,8	2,3
Indeks cen produkcyjnych w budownictwie PPI	na koniec okresu, %	3,0	2,7	2,2	1,7	1,7	1,7
Stopa bezrobocia	na koniec okresu, %	5,4	6,5	6,9	7,3	7,3	6,4
Wzrost zatrudnienia	na koniec okresu, %	2,2	-3,0	-2,9	-2,8	-2,8	2,3
Wzrost wynagrodzeń	na koniec okresu, %	6,8	3,7	4,4	3,3	6,8	4,6

Prognozy wskaźników rynków finansowych

	I kw 2020	II kw 2020	III kw 2020	IV kw. 2020
Kurs EUR/PLN	4,56	4,46	4,43	4,39
Kurs USD/PLN	4,16	3,99	3,89	3,81
Kurs CHF/PLN	4,30	4,16	4,03	3,93
Kurs EUR/USD	1,10	1,13	1,14	1,15
Stopa referencyjna	1,00	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M	1,14	0,24	0,24	0,24
WIBOR 3M	1,17	0,28	0,28	0,28
WIBOR 6M	1,19	0,29	0,29	0,29
EURIBOR 3M	-0,36	-0,31	-0,31	-0,31
LIBOR USD 3M	1,45	0,32	0,32	0,32
LIBOR CHF 3M	-0,66	-0,67	-0,67	-0,67
2 letnie polskie obligacje PLN	0,92	0,20	0,24	0,31
5 letnie polskie obligacje PLN	1,30	0,83	0,94	1,05
10 letnie polskie obligacje PLN	1,68	1,41	1,51	1,62
2 letnie polskie obligacje EUR	0,13	-0,11	-0,04	0,10
5 letnie polskie obligacje EUR	0,39	0,10	0,17	0,26
10 letnie polskie obligacje EUR	0,33	0,32	0,41	0,52
10 letnie obligacje niemieckie EUR	-0,47	-0,41	-0,34	-0,25
10 letnie obligacje francuskie EUR	-0,02	-0,01	0,07	0,18
10-letnie obligacje amerykańskie USD	0,67	0,71	0,88	1,04

*Prognoza BGK na dzień 01.06..2020

Autorzy raportu

Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 522-9217

Konrad Soszyński - Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 599-8464

Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz rynkowych

Współpraca z klientami

Aleksandra Szafrńska (+48 22) 475-30-18

Przemysław Domanowski (+48 22) 475-30-93

Michał Kudosz (+48 22) 475-30-71

Piotr Pryczek (+48 22) 475-30-08

Paweł Pikuła, tel. (+48 22) 475-30-20

Marcin Piękowski, tel. (+48 22) 475-30-09

Organizacja Emisji

Robert Zima (+48 22) 475-89-50

Mariusz Makowski (+48 22) 475-60-12

Instytucje Finansowe

Anna Rywacka (+48 22) 522-93-66

Iwona Burzyńska-Trzonek (+48 22) 475-85-60

Regionalni Eksperti ds. Produktów Skarbowych

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, (+48 22) 475-66-31

Tomasz Dziedzic – Region Kraków, Katowice, Kielce, Rzeszów, (+48 22) 475-66-32

Katarzyna Jasińska – Region Warszawa, Łódź, (+48 22) 475-66-35

Filip Kalinowski – Region Poznań, Szczecin, Toruń, (+48 22) 475-66 -34

Hanna Nowak – Region Wrocław, Opole, Zielona Góra, (+48 22) 475-66-33

Małgorzata Wojtkowiak – Region Warszawa, Lublin, Białystok, (+48 22) 475-66-36

Biuro Badań i Analiz

Mateusz Walewski - Dyrektor Biura (+48 22) 596-59-13

Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 522-92-17

Agnieszka Kowalczyk - Menedżer ds. ewaluacji (+48 22) 596-59-13

Maciej Rozkrut - Ekspert. ds. analiz sektorowych (+48 22) 599-84-61

Konrad Soszyński- Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 599-84-64

Rafał Boguszewski - Ekspert ds. ewaluacji (+48 22) 599-82-44

Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz rynkowych

Bank Gospodarstwa Krajowego nie ponosi odpowiedzialności za skutki finansowe decyzji podjętych w oparciu o niniejszy materiał. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku Odbiorcy. Nie może być on powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości.