



Kwartalny raport makroekonomiczny

Biuro Badań i Analiz BGK

Wrzesień 2020

Globalna odbudowa po koronawirusowym załamaniu

Miesiące letnie przyniosły odbicie tempa wzrostu światowej gospodarki po jego drastycznym hamowaniu w II kwartale bieżącego roku wywołanym lockdownem związanym z pandemią koronawirusa. Pozwala to z większym optymizmem formułować oczekiwania na najbliższe miesiące, choć nie brakuje też znaków zapytania. W USA motor konsumpcyjny, dzięki obfitym programom fiskalnym, pracuje na relatywnie wysokich obrotach, ryzyka generuje jednak kondycja rynku pracy. W Chinach, które jako pierwsze zostały dotknięte covidowym załamaniem i które też najwcześniej zaczęły powracać do normalności, wyniki gospodarki wciąż dalekie są od tych sprzed pandemii. Chiński przemysł przyspieszył korzystając na rosnącym eksporcie, niemniej wciąż kuleje wzrost popytu wewnętrznego. Z kolei w strefie euro najbardziej problematyczna jest sytuacja krajów z wysoką ekspozycją PKB na turystykę zagraniczną, zwłaszcza, że i przed pandemią kraje te odznaczały się słabszą kondycją rynku pracy. Ryzyka związane z sytuacją epidemiologiczną, w tym kolejnych lockdownów, nadal będą ciążyły globalnemu wzrostowi gospodarczemu. Poza nimi źródłem niepewności dla globalnej koniunktury pozostaje kwestia napięć USA-Chiny oraz przyszłych relacji UE-UK. W tych uwarunkowaniach powszechne pozostaną luźne polityki fiskalne.

Krajowa gospodarka nadal będzie wyróżniać się relatywnie dobrymi wynikami

Krajowa gospodarka odrabia dotkliwe straty notowane w trakcie drugiego kwartału. Początkowo silne odbicie stopniowo wytraca impet, jednak powinno go wystarczyć do tego, aby oczekiwać niezbyt głębokiego spadku PKB w całym roku. Będzie to zapewne wyróżniać Polskę na tle innych krajów Europy. Relatywnie niewielkie są ubytki na rynku pracy, co przekłada się na utrzymanie nastrojów konsumpcyjnych i popytu wewnętrznego. Dobrze przy tym radzą sobie sektory eksportowe. Niemniej, niepewność dotycząca sytuacji epidemiologicznej wciąż będzie negatywnie oddziaływać na stan koniunktury. Jej negatywny wpływ będzie osłabiać zarówno konsumpcję, na czym tracić będą branże usługowe (np. hotelarstwo, gastronomia), jak i przełoży się na większą ostrożność przedsiębiorstw, co osłabi inwestycje. Czynnikiem epidemiologiczny jest przy tym głównym źródłem ryzyka dla wzrostu PKB w najbliższych kwartałach.

FI stabilne

Obecność banków centralnych na rynkach długu przyniosła ograniczenie zmienności cen obligacji. W warunkach wysokiej niepewności co do przyszłego stanu koniunktury, nikłe są szanse na zmianę retoryki decydentów prowadzących polityki monetarne. W takich uwarunkowaniach utrzymać się mogą ustanowione w ostatnich miesiącach pasma wahań rentowności najważniejszych benchmarków.

Dolar odrabia straty, złoty traci

Utrzymujące się obawy dotyczące przyszłego globalnego wzrostu gospodarczego ograniczają apetyt na ryzyko, na czym korzystają bezpieczne aktywa, w tym amerykański dolar. Jednocześnie czynniki te przekładają się na osłabienie walut rynków wschodzących, w tym złotego. Silniejsza niż w gospodarkach rozwiniętych skala poprawy krajowej koniunktury zabezpiecza złotego przed trwałą i nadmierną deprecjacją.

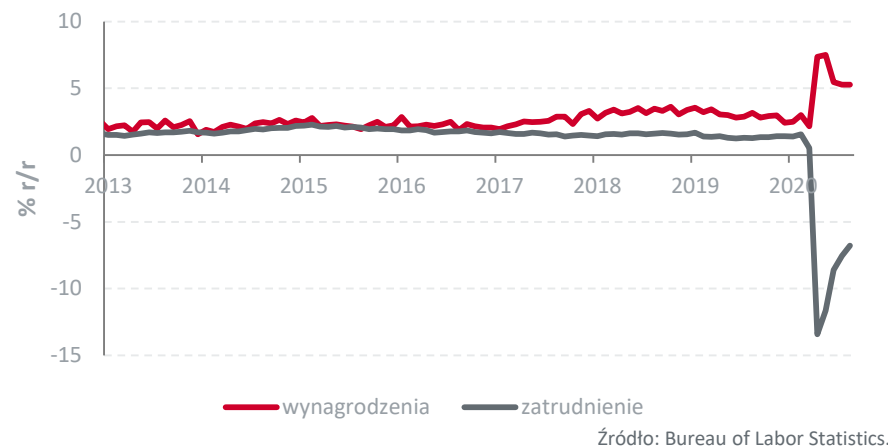


Za granicą

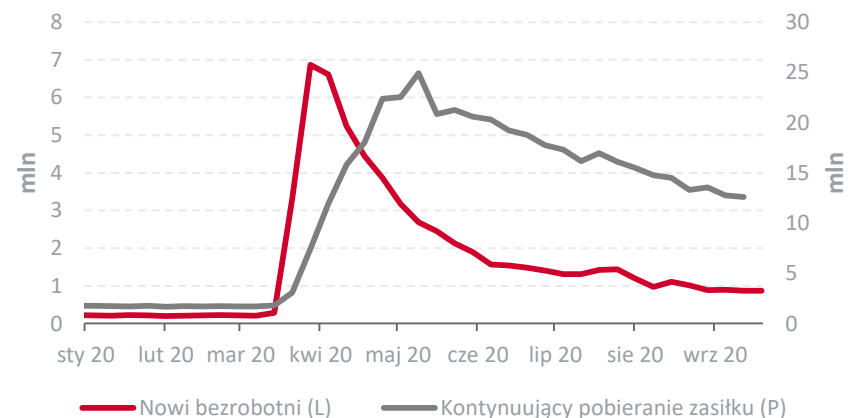
Koronawirus wciąż negatywnie oddziałuje na kondycję amerykańskiego rynku pracy

- W USA wciąż notowane są wysokie przyrosty zakażeń COVID, co ogranicza aktywność ekonomiczną. W efekcie, amerykański rynek pracy odbudowuje się powoli po korona-załamaniu. Ubytki zatrudnienia pozostają znaczące. W tym względzie dotknięte są przede wszystkim sektory usługowe, takie jak gastronomia czy rekreacja. W innych sektorach koronakryzys przełożył się na nasilenie procesów optymalizacyjnych, co również pociąga za sobą ograniczenie zatrudnienia.
- Co gorsza, wciąż na podwyższonym poziomie kształtuje się liczba nowych bezrobotnych. Łączymy to nie tylko z niższą aktywnością ekonomiczną, lecz także z oddziaływaniem hojnych programów zasiłków dla bezrobotnych. Ich relatywnie wysoki poziom, niekiedy przekraczający poziom wynagrodzeń przed pandemią, może oddziaływać demotywująco na beneficjentów. Trzeba podkreślić, że to najmniej zarabiający (i dysponujący najmniejszą siłą przetargową) zostali najsilniej dotknięci koronakryzysem. Dobrze korespondują z tym zmiany godzinowej dynamiki wynagrodzeń. Po gwałtownym wzroście (wraz z redukcjami zatrudnienia) obniża się ona stopniowo, przy czym wciąż pozostaje na podwyższonym poziomie.
- Oczekujemy, że kolejne miesiące będą przynosić dalszy sukcesywny wzrost zatrudnienia. Niemniej uważamy, że tempo poprawy będzie hamować. W efekcie, osiągnięcie poziomu zatrudnienia sprzed pandemii nie będzie możliwe w najbliższych kwartałach. Zakładamy przy tym, że nie nastąpi powrót znaczących restrykcji nawet w najbardziej dotkniętych epidemiologicznie stanach. Za takim scenariuszem przemawia o wiele niższa śmiertelność w miesiącach letnich niż wiosennych, połączona z wygasaniem wzrostowej fali zakażeń koronawirusem w takich stanach jak Kalifornia, czy Floryda.

Ubytek zatrudnienia pozostaje znaczący



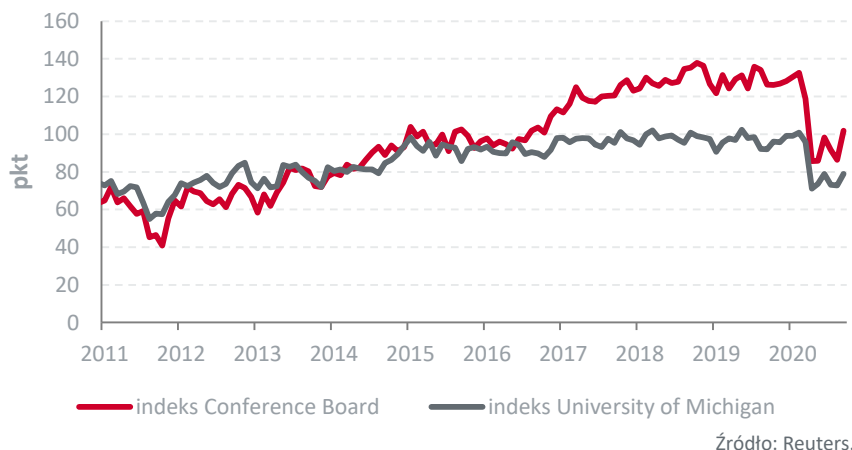
Powolne tempo poprawy na rynku pracy



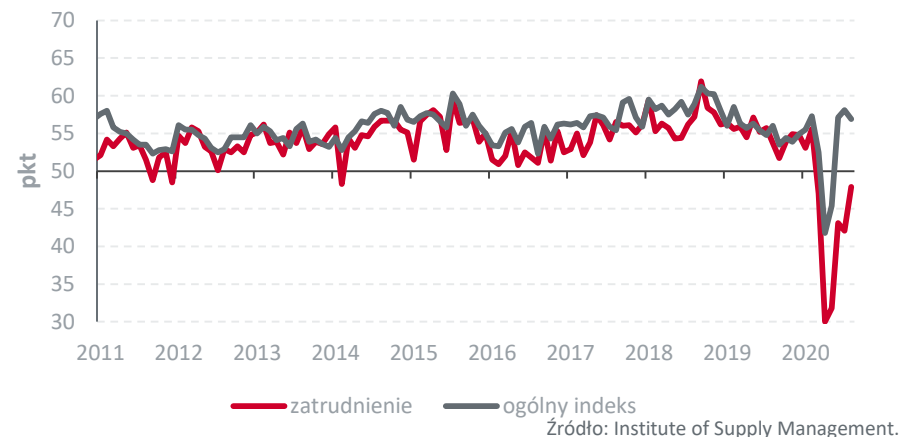
Impuls fiskalny źródłem odbicia konsumpcji

- Fala zakażeń zwiększa niepewność dotyczącą przyszłego stanu koniunktury i osłabia nastroje gospodarstw domowych. Najważniejsze indeksy ustabilizowały się blisko kilkuletniego minimum. Silne wsparcie ze strony polityki społecznej pozwala jednak na ożywienie tempa wydatków gospodarstw domowych, pomimo dużego ubytku zatrudnienia. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej na początku lata powróciła na dodatnie poziomy. Tym samym udało się utrzymać na wysokich obrotach konsumpcyjny motor gospodarki.
- W sektorze usługowym odreagowanie nie ma już tak jednoznacznego charakteru jak w handlu towarowym. Pandemia, zarówno poprzez restrykcje, jak i większą ostrożność konsumentów, ograniczyła popyt na usługi. Znajduje to odzwierciedlenie w utrzymujących się planach redukcji zatrudnienia, pomimo wzrostu aktywności i nowych zamówień. Czynniki te będą ograniczać skalę odbicia konsumpcji w II połowie roku.

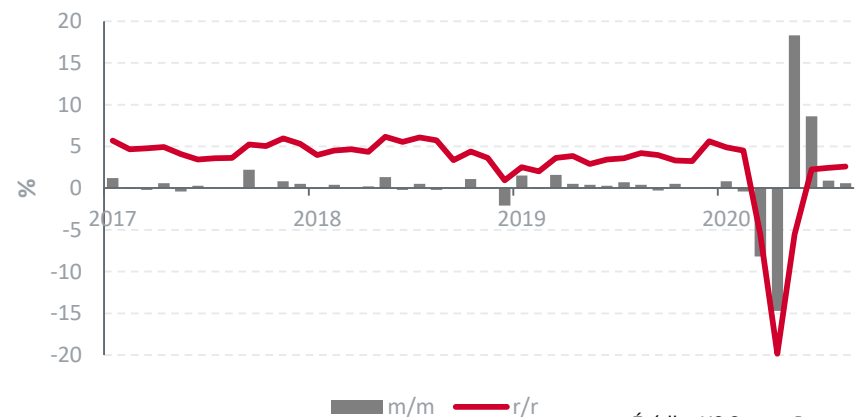
Niepewność związana z koronawirusem osłabia nastroje gospodarstw domowych



Indeksy ISM dla sektora usług stawiają znaki zapytania nad kontynuacją ożywienia



Szybki powrót sprzedaży detalicznej do poziomów przedcovidowych

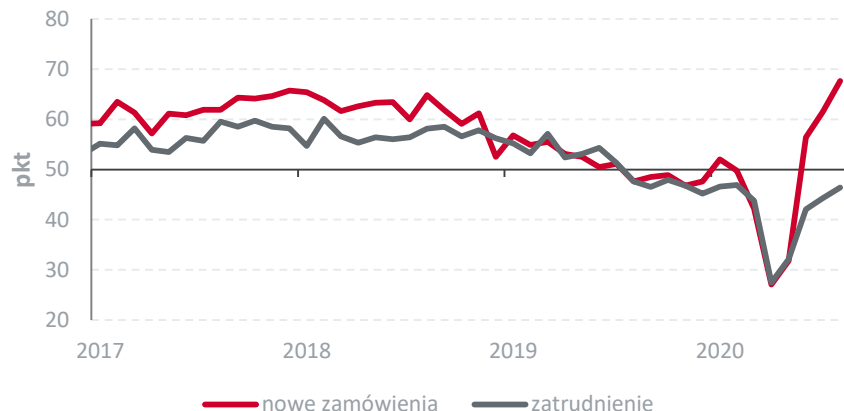


Źródło: US Census Bureau.

Amerykański rynek nieruchomości i sektor przemysłowy mało wrażliwe na koronawirusa

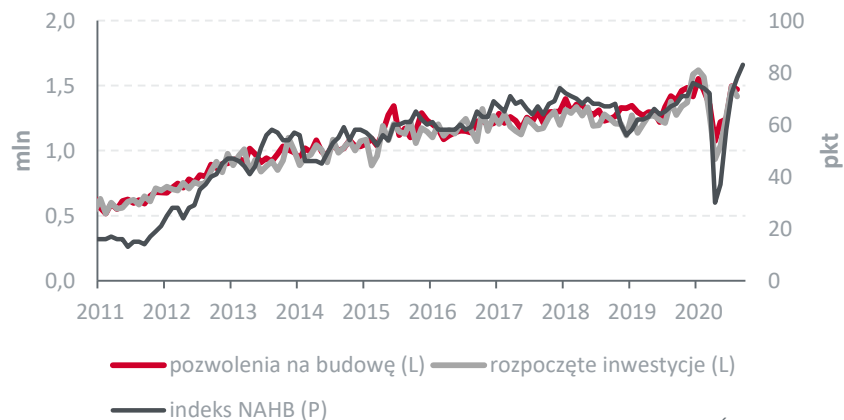
- Poprawiają się perspektywy wzrostu sektora przemysłowego. W sierpniu przedsiębiorstwa zadeklarowały rekordowo szybki wzrost zamówień, co jest zwiastunem mocnej końcówki roku w tym sektorze.
- Za poprawą indeksów koniunktury podążają twarde dane makro ukazujące wyraźne odbicie. Rośnie zarówno poziom produkcji przemysłowej, jak i zamówień oraz wykorzystania mocy produkcyjnych. Odbudowuje się branża motoryzacyjna.
- Struktura danych wskazuje jednak na wciąż ograniczony poziom inwestycji. Jednocześnie firmy niezmiennie wskazują na redukcję zatrudnienia, co – podobnie jak w usługach – jest wyrazem wciąż dużej niepewności. Inwestycje mogą ruszyć dopiero po redukcji niepewności dotyczącej koronawirusa, a więc nie wcześniej niż za rok.
- Amerykański rynek nieruchomości – najsilniej dotknięty w poprzednim kryzysie – obecnie jest źródłem pozytywnych niespodzianek. Koronawirus wywołał jedynie przejściowy spadek popytu na domy. Straty z tym związane zostały szybko z nawiązką odrobione. Sprzedaż domów jest najwyższa od 2007 roku. Pomagają niskie koszty kredytu, będące pochodną stóp procentowych oraz korzystnych regulacji bankowych, jak i programy ochrony kredytobiorców.
- W konsekwencji, w lepszych niż przed pandemią nastrojach znajdują się deweloperzy, o czym świadczy wartość indeksu NAHB. Warto dodać, że indeks ten jest obecnie na najwyższym poziomie w historii notowań, czyli wyżej niż notowano go na początku tysiąclecia, gdy amerykański rynek przeżywał okres boomu. Wyższa aktywność deweloperów widoczna jest już we wskaźnikach wyprzedzających (pozwolenia, nowe inwestycje), co będzie czynnikiem przekładającym się na wysoką kontrybucję sektora budowlanego do PKB.

Dywergencja w subindeksach ISM dla przemysłu



Źródło: Institute of Supply Management.

Aktywność deweloperów będzie wspierać wzrost w USA

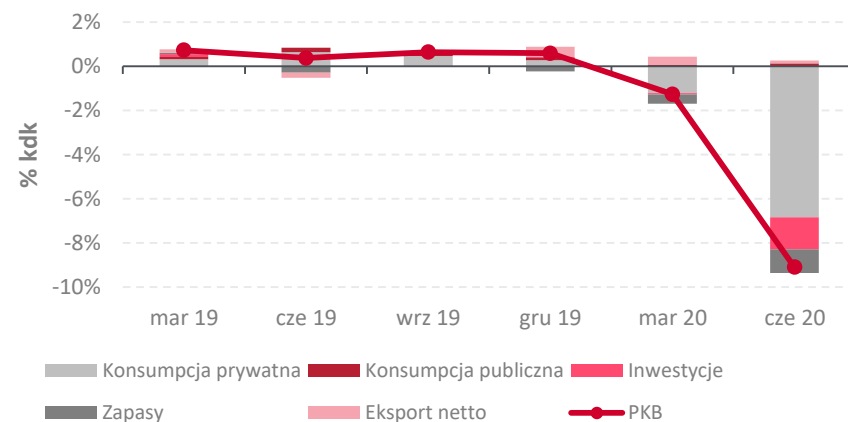


Źródło: Reuters.

Polityka FOMC jeszcze długo akomodacyjna

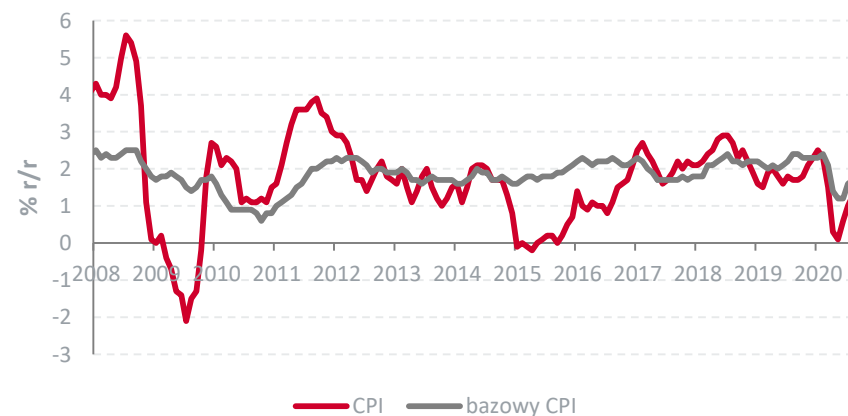
- Odbudowa popytu konsumpcyjnego (wsparta transferami socjalnymi oraz stopniową poprawą kondycji rynku pracy), przyspieszenie produkcji przemysłowej oraz dobra kondycja rynku nieruchomości, przełożą się na solidne wyniki amerykańskiej gospodarki w drugiej połowie roku. Towarzyszyć temu może silniejsza presja inflacyjna w dalszej części roku wynikająca z kilku czynników, takich jak odreagowanie deflacyjnej presji widocznej w okresie wiosennym, czy osłabienie dolara oraz wzrosty cen surowców energetycznych. Jednocześnie powolna odbudowa rynku pracy połączona ze zwiększoną ostrożnością konsumentów stawia pod znakiem zapytania możliwość dalszego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach w warunkach ograniczenia dotychczas bardzo obfitego wsparcia fiskalnego.
- Uwarunkowania te sprzyjają utrzymaniu łagodnej polityki monetarnej przez FOMC. Wpisują się w to ostatnie modyfikacje retoryki członków Komitetu, w tym zmiany podejścia do celów polityki monetarnej związanego z przejściem na średni cel inflacyjny. Oznaczają one zwiększoną tolerancję dla "przestrzelenia" inflacji w okresie dobrej koniunktury, by skompensować niższą od celu inflację w okresach recesji. Korespondują z tym wyniki projekcji członków FOMC. Zakładają one stabilizację stopy Fed w horyzoncie 2023 roku, przy spadku stopy bezrobocia do 4%. FOMC oczekuje przy tym, że inflacja nie będzie stanowić problemu.
- Zmiany obecnie bardzo łagodnej retoryki w perspektywie końca roku są bardzo mało prawdopodobne, nawet w warunkach postępującej poprawy koniunktury. Liczyć się będą nie tylko post-pandemiczne wyniki gospodarki, lecz także sprawy związane z napięciami na linii USA-Chiny oraz kształt amerykańskiej sceny politycznej po listopadowych wyborach prezydenckich i ewentualne zmiany w polityce fiskalnej.

Głównym powodem spadku PKB była konsumpcja



Źródło: Bureau of Economic Analysis.

FOMC pozostanie niewrażliwy na ewentualny wzrost inflacji



Źródło: Bureau of Labor Statistics.

Eksport głównym motorem chińskiego wzrostu w bieżącym roku

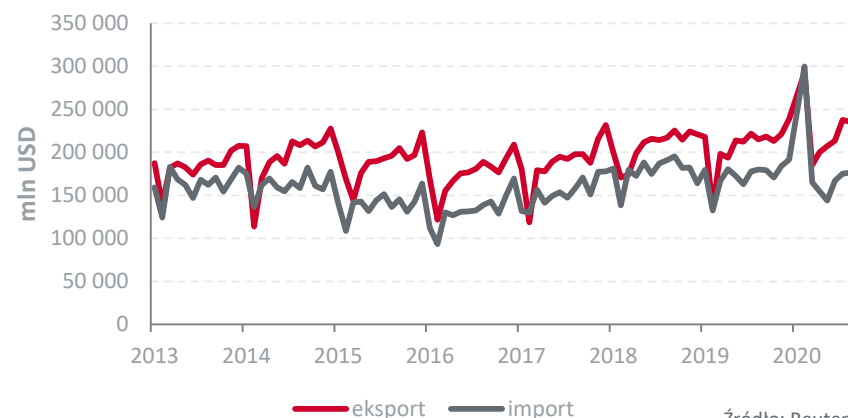
- Po słabych wynikach na przełomie roku oraz w jego pierwszej połowie, w miesiącach letnich roczny wzrost chińskiego eksportu powrócił do wysokich, prawie dwucyfrowych poziomów. Korespondują z tym niezłe wyniki przemysłu, co wpisuje się w globalny charakter ożywienia w tym sektorze. Pod względem geograficznym bardzo wyraźnie zwiększył się eksport na amerykański rynek. Podniósł się on do historycznych miesięcznych maksimów na poziomie 45 mld USD. Jednocześnie wciąż kuleje import, który odnotował ponad dwuprocentowy spadek. Można to po części wiązać z niską wyceną surowców, w tym ropy naftowej. W konsekwencji, doprowadziło to do rekordowo wysokiego poziomu miesięcznego salda bilansu handlowego ogółem, jak i z głównym partnerem handlowym Chin – Stanami Zjednoczonymi (odpowiednio 58,9 mld USD oraz 34,2 mld USD).
- Brak redukcji chińskiej nadwyżki handlowej w relacjach z USA jest czynnikiem zwiększającym ryzyko dalszego nasilenia napięć w relacjach pomiędzy mocarstwami. Stawia pod znakiem zapytania przyszłość osiągniętej na przełomie roku pierwszej fazy porozumienia. Nie wykluczamy, że ryzyko z tym związane dodatkowo stymuluje wzrost chińskiego eksportu („aby zdążyć przed kolejnymi cłami”). Co istotne, temat wojny handlowej z Chinami jest ważny w kampaniach obydwu kandydatów w wyborach prezydenckich w USA. Mało satysfakcjonujące efekty prowadzonych środków mogą prowadzić do zaostrzenia retoryki w trakcie kampanii, jak i podejmowania działań przez obecną administrację. Niepewność w tym względzie jest wysoka, choć redukują ją uspokajające komunikaty dotyczące realizacji wcześniej przyjętych postanowień. Niemniej, wzajemne sankcjonowanie działalności przedsiębiorstw, zwłaszcza z obszaru nowych technologii, lepiej wydaje się odzwierciedlać wysoki poziom napięć.

Nadwyżka handlowa Państwa Środka blisko rekordów



Źródło: Reuters.

Rosnący chiński eksport przy kulejącym imporcie

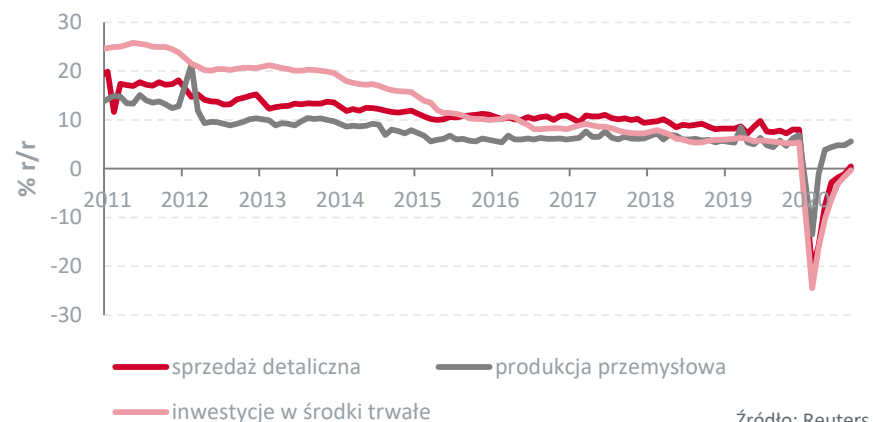


Źródło: Reuters.

Słabszy wzrost popytu wewnętrznego w Chinach

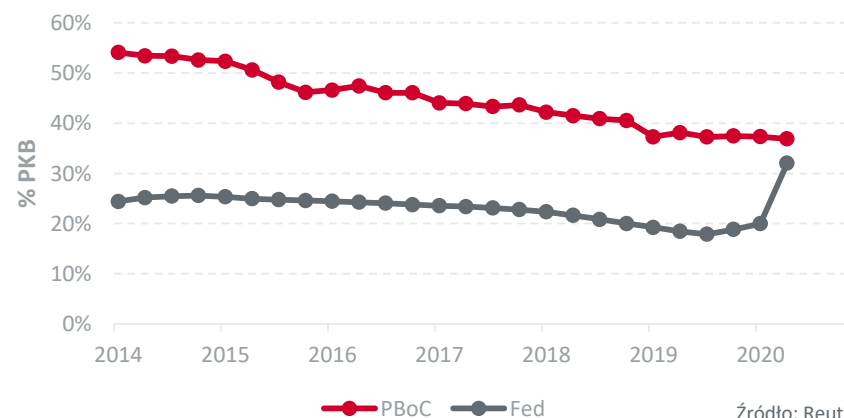
- Niski poziom chińskiego importu wyraża także problemy z popytem wewnętrznym. Słabo w ostatnich miesiącach prezentują się zarówno sprzedaż detaliczna, jak i inwestycje w środki trwałe. W sierpniu ich dynamiki były wciąż ujemne. Słabość popytu wewnętrznego, zwłaszcza w warunkach ewentualnego ograniczenia nadwyżki w handlu z USA, zagraża scenariuszowi powrotu wzrostu PKB w Chinach do poziomu przedpandemicznego. Wiązać to można z kwestiami epidemiologicznymi (utrzymaniem obostrzeń i niepewnością), co przekłada się na mniejszy popyt ze strony gospodarstw domowych. Podobnie jak w innych częściach świata, najbardziej dotknięty jest sektor usług.
- Uważamy, że wraz z redukcją covidowej niepewności, następować będzie wzrost popytu wewnętrznego. Temu scenariuszowi sprzyja poprawa kondycji rynku pracy, widoczna w badaniach koniunktury (PMI), czy relatywnie niewielkie zmiany bezrobocia w Chinach po wybuchu pandemii (wzrost do 5,7% z 5,2%).
- Ludowy Bank Chin (PBoC) zapewne będzie utrzymywał stopy procentowe (1- i 5-letnie LPR oraz stopy rezerwy obowiązkowej) na niezmiennym poziomie. PBoC pozostanie ostrożny w luzowaniu, pomimo problemów chińskiej gospodarki (wolniejszego wzrostu PKB, osłabienia inflacji konsumenckiej, deflacji w przemyśle oraz aprecjacji yuana). Presję na luzowanie polityki ograniczają: solidny wzrost kredytu (o 13% r/r), czy podaży pieniądza (o 10,7% r/r), i tak już wysoki poziom zadłużenia przedsiębiorstw oraz historycznie niskie stopy procentowe. Zważywszy na nienajlepszą kondycję chińskich banków, ewentualne straty wywołane NPL (bardziej prawdopodobne przy nadmiernym przyspieszaniu akcji kredytowej) mogłyby uruchomić niekontrolowaną spiralę bankructw. Jednocześnie oczekiwać można wciąż silnego zasilania sektora bankowego w płynności poprzez operacje repo.

Sprzedaż detaliczna i inwestycje pozostają wyraźnie poniżej poziomu sprzed pandemii



Źródło: Reuters.

PBoC redukuje bilans w przeciwieństwie do innych banków centralnych, w tym Fed

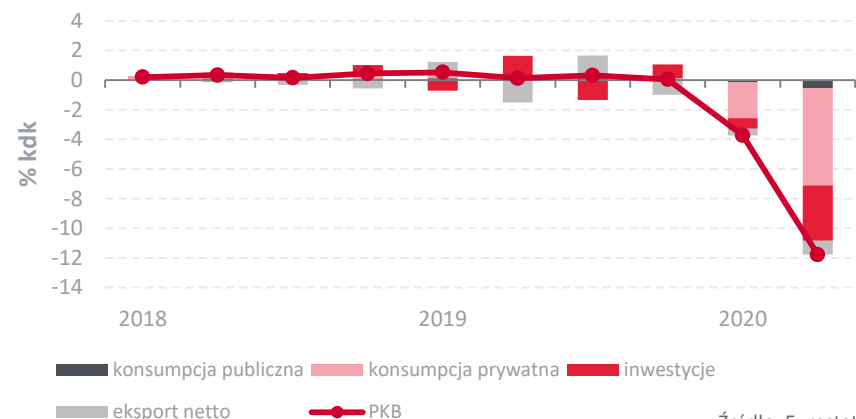


Źródło: Reuters.

Głęboki spadek PKB w strefie euro

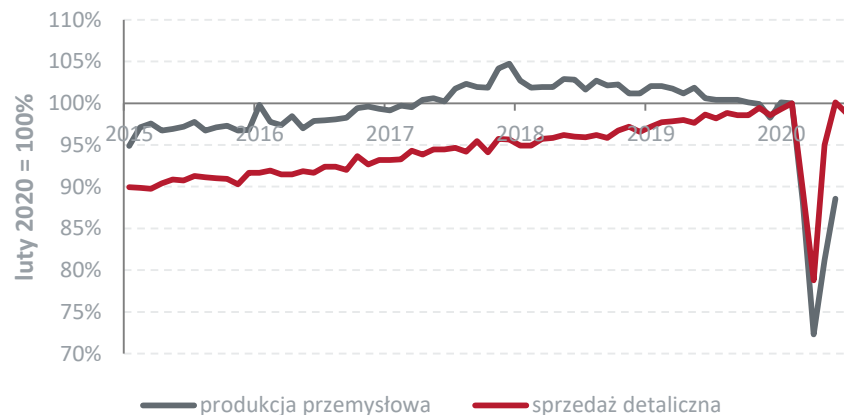
- Pandemia koronawirusa przyniosła dotkliwe konsekwencje dla gospodarki strefy euro. W II kwartale PKB Eurolandu spadł o 14,7% r/r. Ujemną kontrybucję miały wszystkie główne składowe PKB. Konsumpcja spadła o 15% r/r, a inwestycje o ponad 21% r/r. Towarzyszyły temu przekraczające 20% spadki eksportu i importu.
- Euroland ma jednak szanse na relatywnie szybkie odbicie dynamiki PKB w III kwartale. Sprzedaż detaliczna szybko osiągnęła dodatni poziom w ujęciu rdr. Towarzyszy temu poprawa wskaźników koniunktury konsumenckiej. Wolniej natomiast odbudowuje się kondycja przemysłu oraz eksport, choć i tutaj istnieje przestrzeń do odreagowania załamania z II kwartału. Taki scenariusz wspierają odczyty indeksów koniunktury przedsiębiorstw i wysokie poziomy składowych opisujących nowe zamówienia. W konsekwencji perspektywy na najbliższe kwartały są względnie dobre.
- Odbudowa wzrostu PKB w II połowie roku jest możliwa dzięki silnemu rozluźnieniu polityki fiskalnej. Tymczasowo zwieszono obowiązywanie limitów z traktatu z Maastricht, aby umożliwić zwiększenie długu publicznego. EBC szacuje, że deficyt budżetowy w strefie euro ma wynieść w tym roku 8,5%, co – wraz z recesją na poziomie 8,7% – podbije poziom długu publicznego do 101,3% z 84,1% PKB. Najważniejsze rządowe programy skupiają się na wsparciu przedsiębiorstw w utrzymaniu zatrudnienia.
- Mocne wsparcie otrzymuje też sektor bankowy w postaci gwarancji spłat kredytu. W konsekwencji, w większości krajów Eurolandu notowany jest silny wzrost akcji kredytowej. Finansowanie, głównie płynnościowe, pozwoliło przedsiębiorstwom przetrwać okres lockdownu, przy bardzo ograniczonym ze względu na gwarancje ryzyku ze strony sektora bankowego.

Łaźamanie PKB strefy euro w II kwartale



Źródło: Eurostat.

W Eurolandzie szybsza odbudowa sprzedaży detalicznej, wolniejsza produkcji przemysłowej

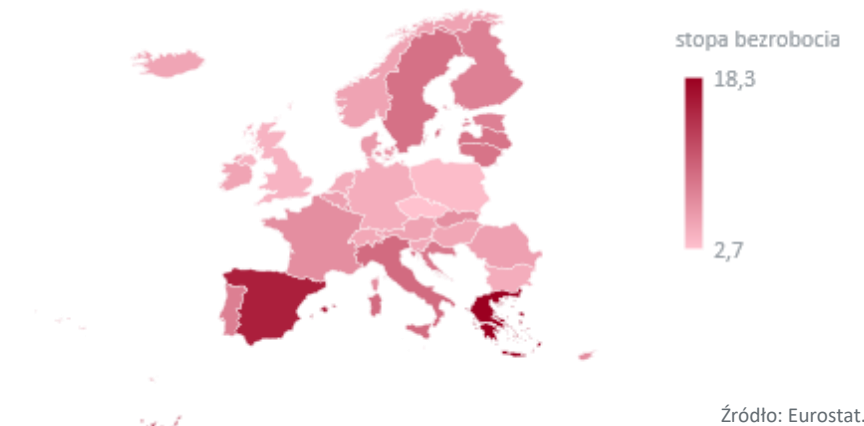


Źródło: Eurostat.

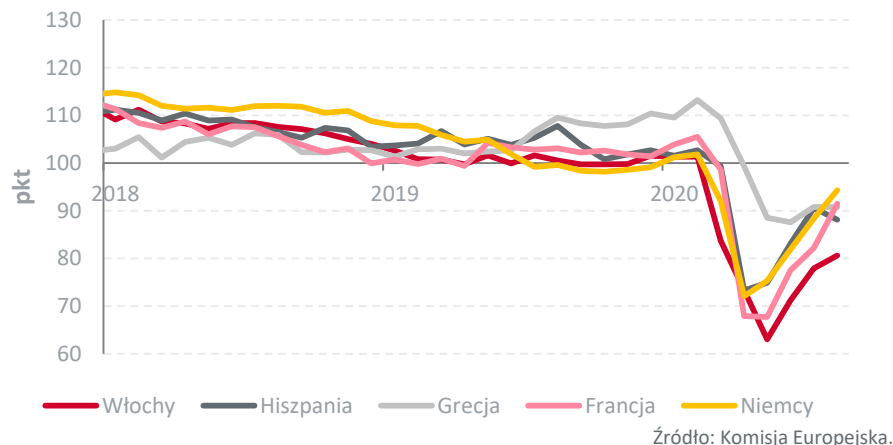
Fragmentacja koniunktury pogłębia różnice na rynku pracy w strefie euro

- Odbicie w II połowie bieżącego roku nie zmienia słabych perspektyw wzrostu gospodarczego strefy euro w dłuższym horyzoncie. Euroland może mieć ponownie problemy z odbudową popytu wewnętrznego. Negatywnie w tym względzie oddziaływać będzie fragmentacja koniunktury. Struktura geograficzna wskazuje, że najgłębsze spadki PKB notowane są w krajach o największej ekspozycji na turystykę międzynarodową, czyli w krajach południa Europy oraz we Francji. Łączny spadek PKB tej grupy państw przekraczał 14% k/k, podczas gdy w przypadku pozostałych krajów strefy euro można go szacować na około 9% k/k. Na południu Europy wolniej poprawiają się wskaźniki wyprzedzające, zwłaszcza w sektorze usług (usługowy PMI we wrześniu powrócił na recesyjne poziomy). W dalszej konsekwencji przekłada się to na różnice w kondycji rynku pracy. Już przed koronakryzysem poziom bezrobocia na południu Europy negatywnie odznaczał się na tle reszty krajów. Co gorsza, widoczna w ostatnich latach poprawa była zbudowana w znacznym stopniu na rozwoju turystyki międzynarodowej. Problemy tej branży szybko mogą nie minąć.
- W efekcie Euroland może mieć także problemy z ekspansją poprzez kanał eksportowy. Wzrost na tradycyjnym amerykańskim rynku może być coraz trudniejszy ze względu na bardziej protekcyjną politykę tamtejszej administracji. Jednocześnie silniejsza może być presja konkurencyjna ze strony chińskich producentów. Ci na rynku europejskim mogą próbować odrabiać straty związane z możliwym ograniczeniem eksportu do USA. Dodatkowo, cały czas nierozwiązana pozostaje sprawa Brexitu. Umowa o wolnym handlu UE-UK wciąż stoi pod znakiem zapytania. Negocjacje mają rozstrzygnąć się do połowy października. Brak porozumienia, choć w pierwszej kolejności uderza w gospodarkę Wielkiej Brytanii, może przynieść również dotkliwe konsekwencje dla strefy euro.

Ponowne nasilenie różnic w kondycji rynku pracy w krajach strefy euro



Wg barometru koniunktury ESI najgorzej radzą sobie Włochy, najlepiej Niemcy



EBC może zwiększyć i wydłużyć PEPP

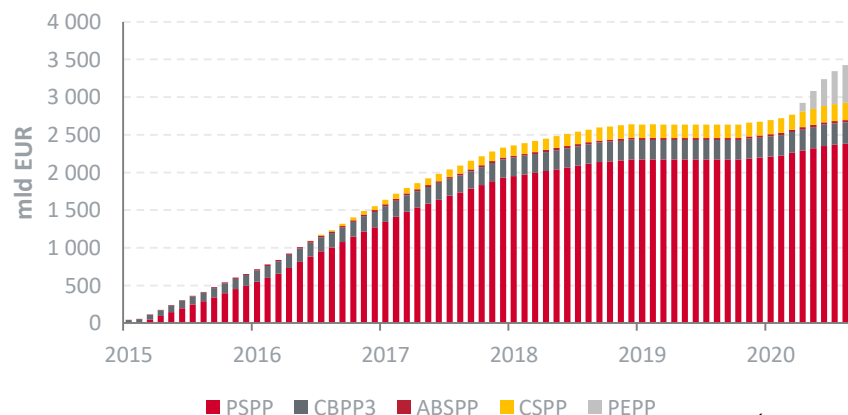
- Dywergencja stanu koniunktury znajduje odzwierciedlenie w procesach cenowych. W najślabszych gospodarkach strefy euro widoczne jest nasilenie presji na spadki cen konsumpcyjnych w związku z koronakryzysem, w przeciwieństwie do silniejszych gospodarek, gdzie niewielkie pozostaje ryzyko trwałej deflacji. Znaczenie tego czynnika ponownie rośnie ze względu na wzrost zadłużenia publicznego. Ujemna dynamika cen będzie jeszcze bardziej pogarszać relacje długu do PKB i to w krajach mających w tym względzie największe problemy.
- Połączenie słabych perspektyw wzrostu gospodarczego, silnego wzrostu długu publicznego (zwłaszcza w najślabszych gospodarkach) oraz niskiego poziomu inflacji, będzie tworzyć presję na Radę EBC, aby utrzymywać bieżący, ultraluźny kurs, możliwie jak najdłużej. W konsekwencji, bardzo mało prawdopodobne jest obecnie odejście od bieżącej polityki w horyzoncie końca 2021 roku. Natomiast duże są szanse na dalsze zwiększenie skali programu PEPP (pandemicznego programu zakupów aktywów - *Pandemic Emergency Purchase Program*) z obecnego poziomu 1,35 bln euro. Jednocześnie też wydłużony zostanie okres zakupów dokonywanych w ramach PEPP poza I połowę przyszłego roku. Tym samym polityka EBC będzie umożliwiać dalsze prowadzenie koniecznej w obecnych warunkach luźnej polityki fiskalnej. Zakładamy, że wątpliwości dotyczące mandatu EBC zapewne pozostaną, lecz nie będą miały determinującego wpływu na decyzje Rady.
- Problemy ze wzrostem eksportu mogą dawać dodatkowe paliwo gołębiemu skrzydłu ze względu na kwestie kursowe, choć argumentacja z tym związana może zachęcać do działań odwetowych po drugiej stronie Atlantyku. Dlatego też spodziewamy się bardzo ostrożnej retoryki w sprawach wyceny wspólnej waluty, z czym korespondują ostatnie wypowiedzi prezes Ch. Lagarde z dużym dystansem dotyczące tej problematyki.

Roczna inflacja ponownie na ujemnych poziomach



Źródło: Eurostat.

Skala skupu obligacji przez EBC pozostanie wysoka



Źródło: EBC.

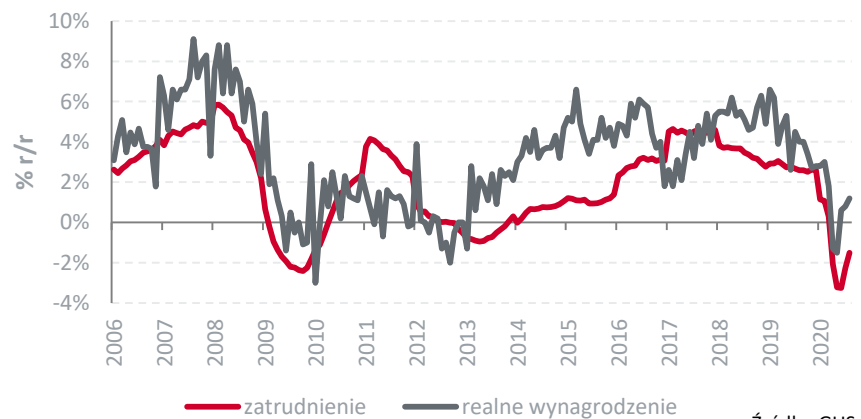
W kraju



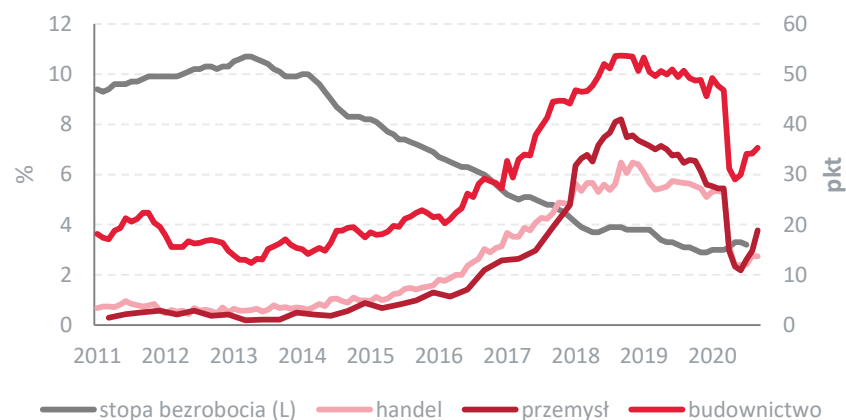
Rynek pracy wciąż mocny, pomimo koronawirusowego osłabienia

- Widoczne na wiosnę silne pogorszenie dynamiki zatrudnienia oraz płac było w znacznym stopniu wynikiem działania tarczy antykryzysowej, która stymulowała przechodzenie przedsiębiorstw na postojowe. To z kolei łączyło się ze zmniejszeniem wymiaru pracy oraz płac. Miesiące letnie, wraz z powrotem firm do normalnego trybu funkcjonowania, przyniosły poprawę zarówno dynamiki zatrudnienia, jak i wynagrodzeń, ukazując jedynie ich niewielki ubytek w stosunku do stanu sprzed pandemii.
- Korespondują z tym dane dotyczące stopy bezrobocia. Na początku pandemii liczba bezrobotnych wyraźnie rosła, co było nietypowe dla tej pory roku i stanowiło niepokojący sygnał. Lipiec i sierpień przyniosły jednak zmiany liczby bezrobotnych bliskie wzorcowi sezonowemu, co jest z kolei przejawem stabilizacji na rynku pracy.
- Oczywiście pełne negatywne efekty pandemii przyjdą z opóźnieniem, nawet w zakładanym przez nas scenariuszu braku powrotu dotkliwych dla biznesu restrykcji epidemiologicznych. Wiele firm wdraża dopiero programy oszczędnościowo-optimalizacyjne, a część redukcji jest odroczone w czasie. Sprzyja temu mała wrażliwość międzynarodowych koncernów na widoczną już poprawę koniunktury w krajowej gospodarce. Ich decyzje bowiem są zależne przede wszystkim od sytuacji za granicą. Co gorsza, działania te znajdują krajowych naśladowców. W konsekwencji, w kolejnych miesiącach spodziewamy się, że rynek pracy będzie poddawany negatywnym impulsom. Te będą jednak osłabiane przez zwiększanie zatrudnienia przez przedsiębiorstwa, którym pandemia obecnie jeszcze utrudnia powrót do normalnego funkcjonowania. Z początkiem roku liczymy też na ponowne przyspieszenie inwestycji, co będzie wspierać kondycję rynku pracy.
- W efekcie, spodziewamy się jedynie nieznacznego przytemperowania presji płacowej. Ta pozostanie silna, zwłaszcza w segmencie najniższej zarabiających.

Odbicie dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia



Indeks niedoboru pracowników GUS oraz stopa bezrobocia

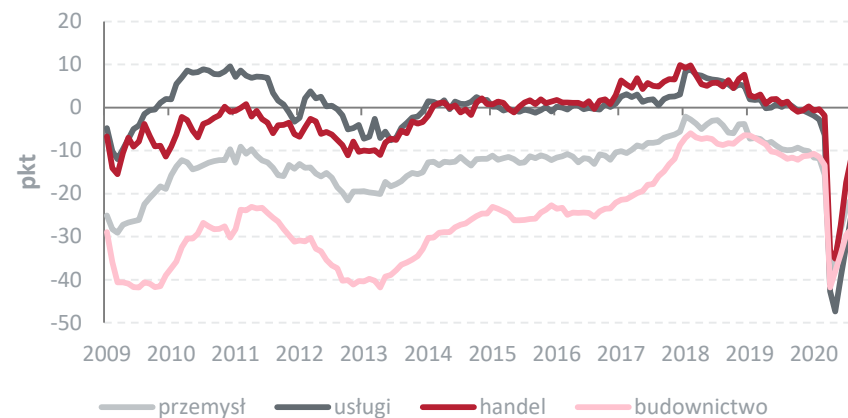


Źródło: GUS.

COVID nadal będzie hamować odbudowę nastrojów gospodarstw domowych

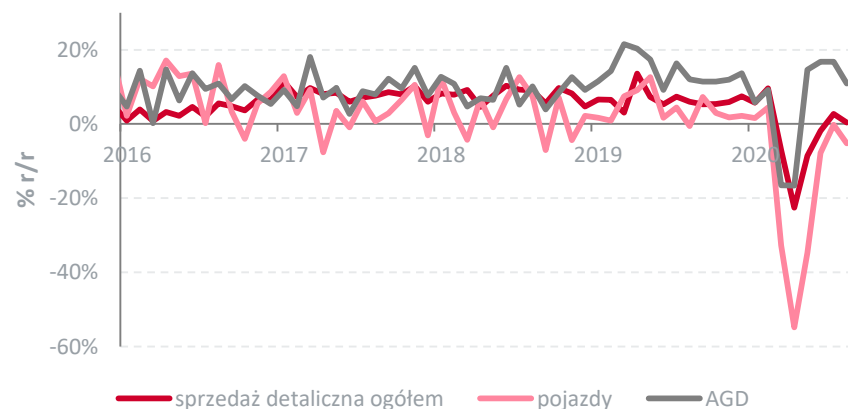
- Połączenie pogorszenia kondycji rynku pracy oraz niepewności jaką niesie globalna pandemia, przełożyło się na osłabienie nastrojów gospodarstw domowych. Wpływ tych czynników jest widoczny przede wszystkim w rosnących obawach dotyczących bezrobocia i niskich wskazaniach składowych dotyczących przewidywanej sytuacji gospodarczej kraju. Indeksy koniunktury konsumenckiej, z rekordów notowanych na początku roku, obniżyły się do poziomów sprzed kilku lat. Ostatnie miesiące pokazują jednak stopniową poprawę. Relatywnie dobrze prezentują się także składowe związane ze skłonnością do konsumpcji. Ten czynnik zapewne nie będzie blokował wzrostu spożycia gospodarstw domowych.
- Sprzedaż detaliczna prezentuje się dobrze. Jej spadki w okresie lockdownu były relatywnie najpłytsze. Najszybciej też sprzedaż powróciła do rocznych wzrostów. Co istotne, na plus wracają kategorie związane z dobrami trwałymi, takie jak sprzedaż samochodów.
- Mimo ostudzenia kondycji rynku pracy, dostrzegamy przestrzeń dla wzrostu konsumpcji w ostatnich miesiącach bieżącego roku. Sprzyjać temu będzie nadrabianie strat z okresu lockdownu. Można dodać, że w I połowie roku gospodarstwa domowe znacząco zwiększyły swoje oszczędności, co w połączeniu z niewielkim ostudzeniem presji płacowej nie będzie ograniczać efektywności popytu. Niemniej czynnikiem, który blokuje silniejsze zakupy, pozostają obawy dotyczące przyszłości i rozwoju pandemii. Te skłaniają gospodarstwa domowe do odzwlekania zakupów oraz przekładają się na większą ostrożność, na czym cierpią sektory usługowe. Spodziewamy się, że negatywne czynniki, zarówno związane z pandemią, jak i rynkiem pracy, będą oddziaływać do I kwartału przyszłego roku. W efekcie, silniejszego przyspieszenia konsumpcji oczekujemy dopiero w okolicach połowy 2021 roku. Do tego czasu jej wzrost pozostanie przytłumiony.

Pandemia osłabia odbudowę wskaźników koniunktury wg ESI



Źródło: Komisja Europejska.

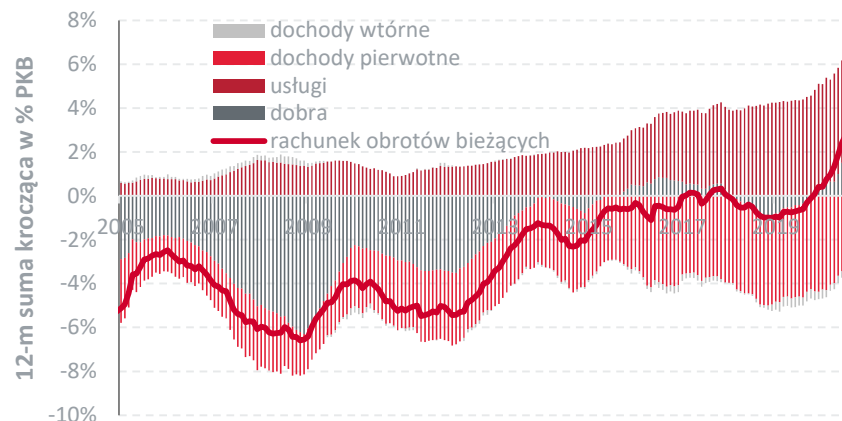
Sprzedaż detaliczna i nastroje w handlu



Źródło: GUS.

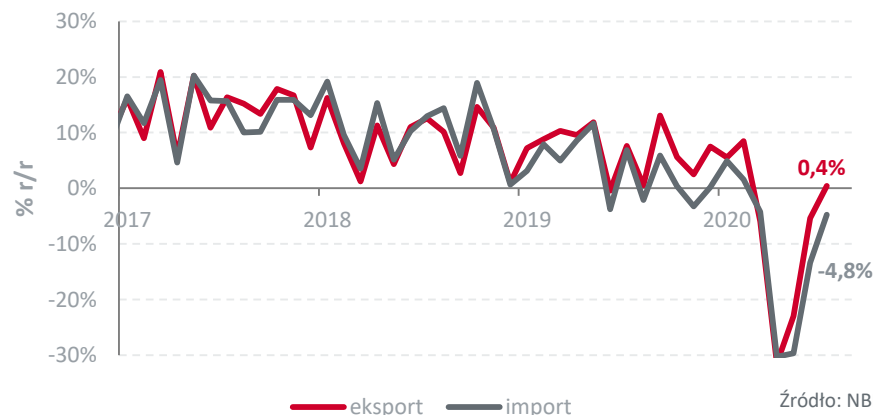
- Liczona od początku roku nadwyżka salda na rachunku obrotów bieżących (CA) na koniec lipca osiągnęła poziom 12,4 mld euro. Z kolei 12-miesięczna krocząca suma osiągnęła poziom 14,4 mld euro, czyli około 2,8% PKB.
- Mocno poprawiły się wyniki salda dochodów pierwotnych, co wynikało z silnego osłabienia wyników finansowych przedsiębiorstw będących własnością inwestorów zagranicznych.
- Silnym wsparciem salda CA okazała się w ostatnich miesiącach wymiana towarowa. Spadki eksportu okazywały się płytsze niż importu. Ponadto eksport szybciej podnosił się z załamania niż import. Łączymy to z szybką odbudową małoimportochłonnych branż eksportowych (np. meblarska, żywność) przy jednoczesnej wolnej odbudowie branż wysokoimportochłonnych (samochodowa). Ta druga grupa silniej została dotknięta efektami załamania łańcuchów dostaw. Niemniej silny spadek importu był pochodną załamania popytu wewnętrznego, nie tylko konsumpcyjnego, lecz także inwestycyjnego.
- Nadwyżka w wymianie towarowej zrekompensowała straty związane z osłabieniem wyniku salda usług. Ten w ostatnich latach silnie rósł – do 4,7% PKB w 2019 roku. Pandemia przyniosła jego załamanie uderzając w najsilniej kontrybuujące do CA branże usługowe – transportową oraz usług B2B, w tym IT.
- Zakładamy, że wraz z poprawą koniunktury wygasną czynniki przesądzające o wysokim saldzie CA – nastąpi pogorszenie wyniku wymiany towarowej oraz zwiększenie deficytu dochodów pierwotnych, przy jedynie powolnej poprawie salda usług. Bez względu na to bieżący rok zapewne zakończy się najlepszym w historii danych wynikiem. Będzie on potwierdzał rosnące zrównoważenie zewnętrzne polskiej gospodarki, jak i antycykliczny charakter wahań salda CA – poprawę w okresie dekonunktury i pogorszenie przy lepszej koniunkturze.

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w tym roku może być rekordowa



Źródło: NBP.

Szybszy powrót eksport niż importu



Źródło: NBP.

Przyspieszenie w przemyśle w najbliższych miesiącach

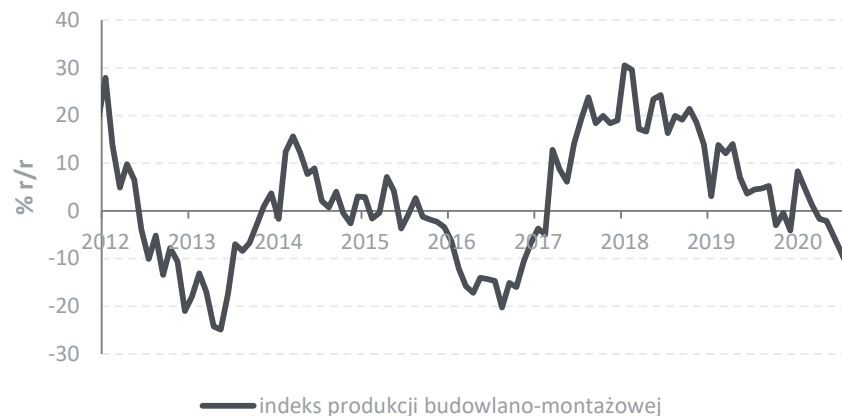
- W sektorze przemysłowym ostatnie miesiące były okresem odrabiania dotkliwych strat spowodowanych koronakryzysem. Roczna dynamika produkcji przemysłowej powróciła na nieznacznie dodatnie poziomy. Towarzyszy temu poprawa wskaźników wyprzedzających koniunktury, głównie ze względu na komponent nowych zamówień. Nadganianie zaległości może być więc widoczne również w kolejnych miesiącach. Niepewność pozostaje jednak podwyższona, o czym świadczą deklaracje dotyczące redukcji zatrudnienia. Jest to przejaw słabego klimatu inwestycyjnego.
- Bardzo wiele będzie zależało od uwarunkowań globalnych. Z jednej strony jest już widoczne przyspieszenie w przemyśle w USA i w Chinach oraz nieco wolniejsze odbicie w strefie euro. Z drugiej strony uwarunkowania zewnętrzne generują ryzyka przede wszystkim związane z relacjami handlowymi. Wymienić można konflikt handlowy USA-Chiny oraz nierozwiązaną kwestię Brexitu.
- Niejednoznaczne są sygnały płynące z sektora budowlanego. Ten relatywnie najmniej ucierpiał w trakcie wiosennego lockdownu, choć nie odbyło się bez drastycznego pogorszenia wskaźników koniunktury. Rozczarowująco zaprezentowały się dane o produkcji budowlano-montażowej w miesiącach letnich. Perspektywy na dalszą część roku obarczone są wysoką niepewnością. Pozytywnie oddziaływać będzie uruchamianie przez władze centralne projektów infrastrukturalnych, natomiast negatywnie zmniejszenie inwestycji samorządowych. W zakresie budowy budynków, z jednej strony podkreślić trzeba rekordową liczbę mieszkań w budowie, a z drugiej zaznaczyć, że koronawirusowe uwarunkowania mogą przytemperować tempo rozpoczynanych inwestycji, zwłaszcza w segmencie nieruchomości biurowych. Tym samym w kolejnych miesiącach oczekujemy względnej stabilizacji wyników. Budownictwo nie będzie już podnosić dynamiki PKB (tak jak w II kwartale), jednocześnie jednak nie będzie jej znacząco ciążyć.

Produkcja przemysłowa wraca powoli na wzrostową ścieżkę



Źródło: GUS.

Budownictwo zaczyna odczuwać skutki koronakryzysu



Źródło: GUS.

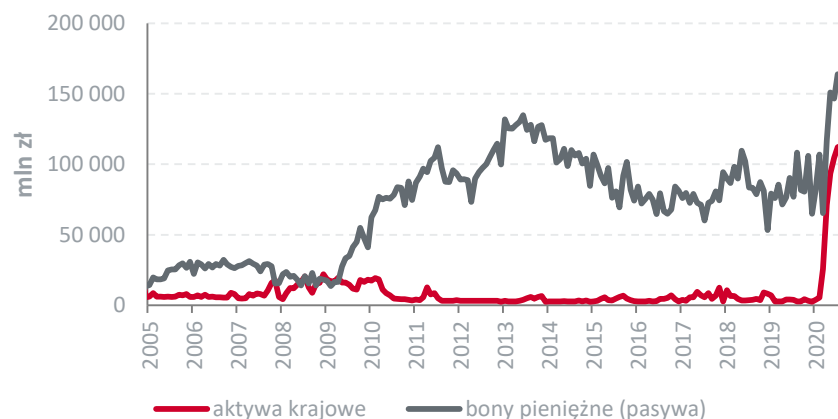
- Ostatnie miesiące przyniosły stabilizację inflacji konsumenckiej blisko poziomowi 3,0 r/r. Z jednej strony następowały spadki cen żywności oraz energii elektrycznej, z drugiej rosły ceny paliw (odreagowując wcześniejsze spadki) oraz inflacja bazowa. Wzrost tej ostatniej był pochodną zarówno podwyżek cen administrowanych, jak i efektów koronawirusowych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego obniżenia dynamiki cen żywności oraz inflacji bazowej, co zdeterminuje dalsze zejście inflacji do poziomu około 2 - 2,5%. Na początku przyszłego roku spodziewamy się ponownego lekkiego odbicia inflacji CPI, pozostanie ona jednak poniżej górnego pasma odchyłen od celu NBP.
- RPP nadal działa w trybie koronawirusowym (tzn. bez konferencji prasowych po posiedzeniu) wysyłając jedynie zdawkowe sygnały podtrzymujące oczekiwania na stabilizację polityki monetarnej w najbliższej przyszłości. Uważamy, że dalsze decyzje Rady warunkowane będą przede wszystkim stanem koniunktury. Bieżąca siła procesów inflacyjnych będzie mieć drugorzędne znaczenie. W warunkach przyspieszenia wzrostu gospodarczego Rada już pod koniec przyszłego roku może zdecydować się na rozpoczęcie procesu normalizacji polityki monetarnej (zarówno rynek, jak i konsensus ekonomistów nie doważają prawdopodobieństwa takiego scenariusza). Do podwyżek stóp zachęcać będą, poza powrotem na ścieżkę wzrostu PKB, dbałość o długoterminową równowagę, kwestie wiarygodności RPP oraz negatywne efekty obecnych niskich stóp procentowych, zwłaszcza dla sektora finansowego. Proces ten będzie jednak powolny i stopniowy. Przeciw podwyżkom przemawiać będą obawy o kwestie kursowe oraz ryzyka związane ze stanem globalnej koniunktury. Tym samym, poziom stóp sprzed pandemii wydaje się być obecnie nieosiągalny, nawet w długoletniej perspektywie. Jednocześnie zakładamy, że NBP pozostanie na dłużej aktywny na rynku FI. Redukcja bilansu NBP będzie odłożona w czasie i rozłożona na lata. Ponadto, nie wykluczamy większej aktywności NBP na FX.

Koronakryzys przyniósł więcej siły procesom inflacyjnym niż dezinflacyjnym



Źródło: GUS.

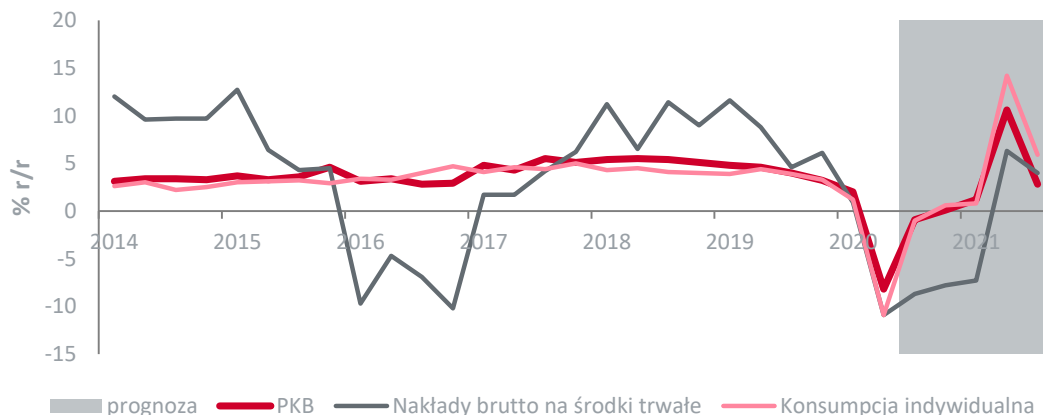
NBP pozostanie na dłużej z koronawirusowym portfelem



Źródło: NBP.

Wzrost PKB bardziej V-kształtny

Roczny wzrost PKB z szansami na szybki powrót na dodatnie poziomy

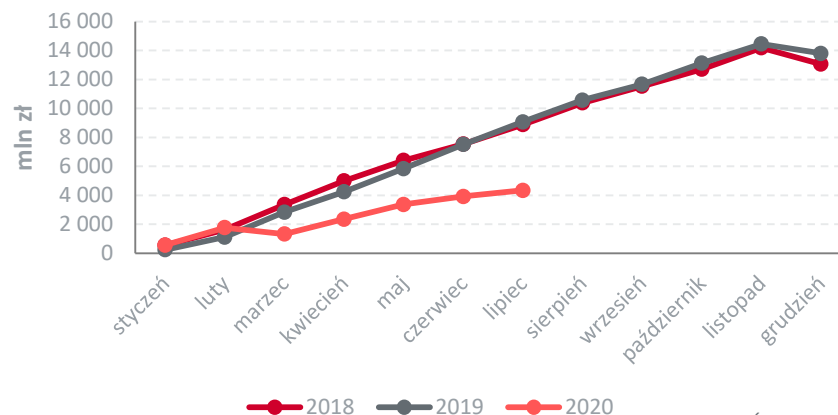


- Związane z koronawirusem zamrożenie gospodarki przełożyło się na głęboki (o 8,2 proc. r/r) spadek PKB w II kwartale bieżącego roku. Struktura danych ukazała dwucyfrowe spadki konsumpcji i inwestycji. Natomiast pozytywną kontrybucją do PKB odznaczyła się wymiana towarowa, ze względu na silniejszy spadek importu niż eksportu. Nasze prognozy oparte są na założeniu braku ponownego wprowadzenia dotkliwych dla gospodarki restrykcji epidemiologicznych – zarówno w kraju, jak i za granicą. Założenie łagodnych restrykcji uzasadniają doświadczenia ostatnich miesięcy. Wymienić można spadającą śmiertelność związaną z koronawirusem, czy bardzo niski przyrost zakażeń w niestosującej twardego lockdownu Szwecji.
- Zakładamy, że konsumpcja szybko odrobi lockdownowe straty. Uszczerbek zatrudnienia nie jest na tyle poważny, aby silnie osłabić skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych. Niemniej powrót do trendu sprzed pandemii na razie nie jest możliwy. Wciąż bowiem część sektora usług będzie ponosić straty związane z obawami konsumentów. Proces odbudowy inwestycji będzie o wiele wolniejszy. Ten komponent PKB będzie nadal dotknięty przez niepewność co do dalszej sytuacji epidemiologicznej, a co za tym idzie – makroekonomicznej. Rzutować to będzie na decyzje przedsiębiorstw w najbliższych kwartałach. Czynnikiem, który będzie podciągał nakłady na środki trwałe będzie realizacja planów inwestycji publicznych oraz inwestycje sektora energetycznego. Niemniej poprawę danych zobaczymy zapewne dopiero w przyszłym roku.
- Prognozujemy, że w kolejnych kwartałach roczne tempo wzrostu gospodarczego powróci w okolice zera, pozwalając zakończyć 2020 rok ze spadkiem PKB około 1,7%. Oznacza to jedynie nieznaczną rewizję w stosunku do poprzedniej prognozy zakładającej nieco ponad 2-procentowy spadek PKB w bieżącym roku. Z kolei przyszły rok przyniesie dalszą poprawę i dynamikę PKB sięgającą około 5 proc. W perspektywie końca roku bilans ryzyka stoi po stronie negatywnej ze względów epidemiologicznych (lockdownu nie można wykluczyć). Natomiast dla przyszłego roku jest zrównoważony. Ryzyku wprowadzenia dotkliwych dla koniunktury restrykcji można przeciwstawić scenariusz względnie szybkiej redukcji niepewności, co mogłoby przynieść bardziej dynamiczny wzrost gospodarki.

Wyniki sektora bankowego pod presją

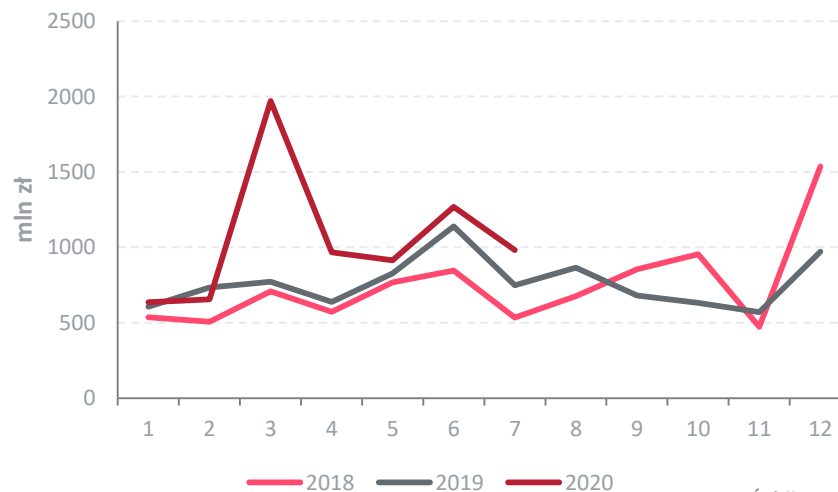
- Pandemia koronawirusa odcisnęła negatywne piętno na wynikach sektora bankowego.
- Mocno obniżył się wynik odsetkowy banków po redukcjach stóp procentowych. Zważywszy podatek bankowy, efektywnie mamy do czynienia z polityką ujemnych stop procentowych (stopa NBP – podatek wynosi -0,34%). Na koniec lipca przychody operacyjne netto były o 2,3 mld PLN niższe w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego.
- Nastąpił wyraźny wzrost kredytów ze stwierdzoną utratą wartości w konsekwencji zamknięcia gospodarki. Jak na razie ponadprzeciętnie wysoki wzrost NPL (*non-performing loans*) widzieliśmy tylko w marcu i kwietniu. Od maja, wraz z otwieraniem gospodarki, NPL podążały ścieżką podobną do tych z poprzednich lat.
- Banki adaptują się do nowej sytuacji poprzez optymalizację kosztów (spadek liczby placówek o 238 od początku roku, rozwiązania mobilne dla płatności). Towarzyszą temu redukcje zatrudnienia. Już teraz ponad 50% pracowników sektora jest zatrudniona w centrali. Jednocześnie zwiększane są opłaty i prowizje z tytułu świadczonych usług (wynik z ich tytułu jest już o 600 mln PLN wyższy niż w poprzednim roku).
- Wynikom banków pomaga także luzowanie polityki makroostrożnościowej – m.in. uwolnienie buforów antycyklicznych, złagodzenie regulacji dotyczących tworzenia rezerw, czy obciążeń kapitałowych oraz odsunięcie w czasie wejścia w życie MREL.
- W konsekwencji, można oczekiwać, że zyski netto sektora bankowego w całym bieżącym roku spadną o około 7 mld PLN – do poziomu około 6-7 mld PLN. W przyszłym roku możliwe jest jedynie niewielkie odbicie. W kolejnych latach wiele będzie zależało od kształtu polityki monetarnej.

Wynik netto 2019 vs 2020



Źródło: NBP.

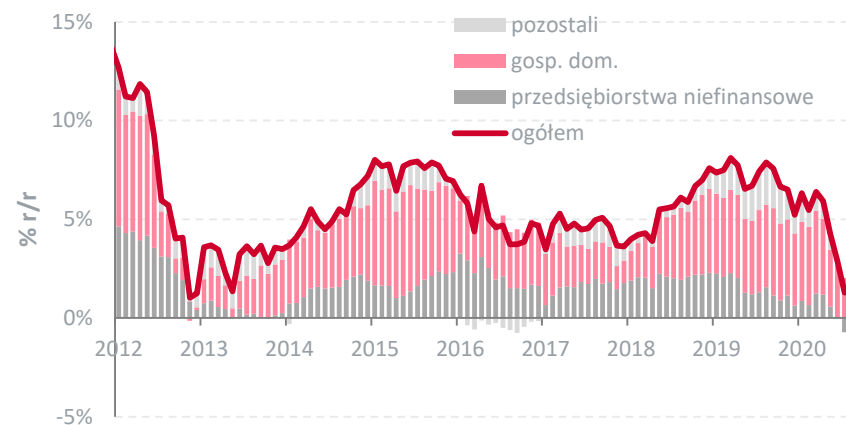
Odpisy z tytułu niespłaconych kredytów nie przypominają recesyjnej spirali



Źródło: KNF.

- Popandemiczne miesiące charakteryzowały się szybkim wzrostem sumy bilansowej sektora bankowego, która na koniec lipca podniosła się o 16,5% r/r. Sprzyjały temu działania w ramach tarcz antykrzysowych. Po stronie aktywnej silnie rosło zaangażowanie w instrumenty dłużne, głównie dłużne papiery wartościowe emitowane przez instytucje rządowe, przy jednoczesnym szybkim przyroście bazy depozytowej po stronie pasywnej. Bardzo szybko rosły depozyty przedsiębiorstw, których dynamika sięgała 30% r/r.
- Sektorowi ciąży także słaby popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw, zwłaszcza w najatrakcyjniejszych segmentach. Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw zanurkowała do ujemnych poziomów. Efektem tego jest gwałtowny spadek udziału w aktywach kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego na rzecz papierów instytucji rządowych.
- Do słabości akcji kredytowej przyczynia się nie tylko niepewność związana ze stanem krajowej koniunktury lecz także z duża wartość środków pomocowych. Otrzymane granty przedsiębiorstwa wykorzystywały *de facto* na spłatę bieżącego zadłużenia. Tezę tę wspiera struktura akcji kredytowej. Silnym spadkiem i głęboko ujemną dynamiką odznaczają się kredyty bieżące, natomiast w kredytach inwestycyjnych osłabienie jest zdecydowanie płytsze. Utrzymująca się epidemiologiczna niepewność będzie nadal negatywnie oddziaływać na wzrost akcji kredytowej. Dopiero po jej redukcji można oczekiwać przyspieszenia inwestycji i zwiększenia popytu na finansowanie dłużne.
- Oddziaływanie polityk kredytowych ma drugorzędne znaczenie. Nie zmaterializowało się ryzyko ich silnego zaostrzenia. Warunki kredytowe nie stanowią bariery dla ogółu przedsiębiorstw, choć w branżach najsilniej dotkniętych w trakcie pandemii warunki kredytowe uległy znaczącemu pogorszeniu.

W warunkach recesji przedsiębiorcy ograniczyli popyt na kredyt



Źródło: NBP.

Rośnie udział finansowania rządu kosztem kredytu dla sektora prywatnego

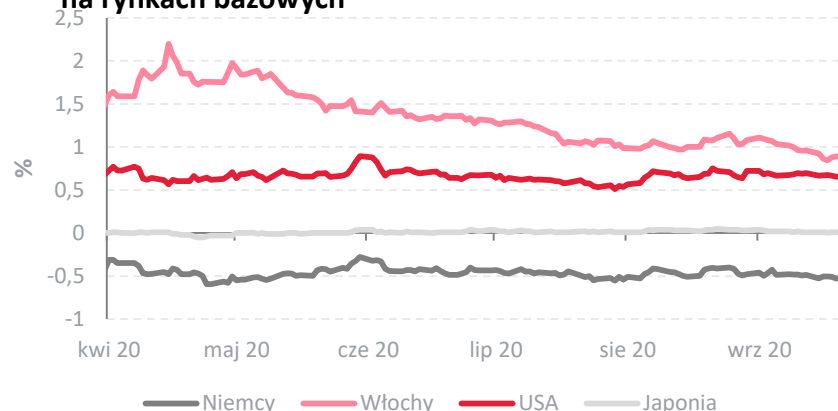


Źródło: NBP.

Rynki finansowe

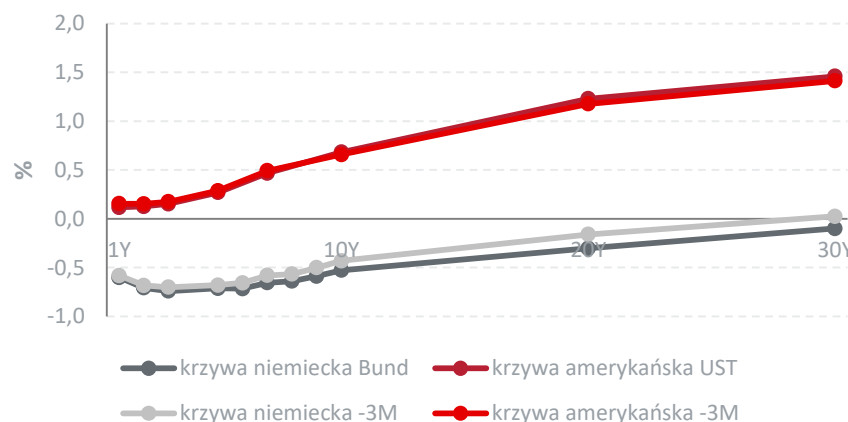
- Koronawirusowy kryzys i wynikająca z niego awersja do ryzyka, połączone z zakrojonymi na szeroką skalę działaniami banków centralnych, przyniosły silne umocnienie długu na rynkach bazowych. W ostatnich miesiącach rentowności najważniejszych benchmarków ustabilizowały się nieco powyżej rekordowo niskich poziomów, które były notowane w trakcie epicentrum covidowych obaw.
- Krzywe na całej długości pozostają pod kontrolą banków centralnych. Ich polityka pozwala równoważyć podaż wysoką długu wynikającą z konieczności finansowania obfitych pakietów stymulujących gospodarkę oraz ograniczała zmienność w miesiącach letnich.
- Zakładamy, że najbliższe miesiące przyniosą dalszą stabilizację najważniejszych benchmarków w wyznaczonych w ostatnich miesiącach zakresach. Rentowności będą wciąż nisko trzymane – nie tylko przez kształt polityk monetarnych, choć w najbliższych miesiącach zapewne wszystkie najważniejsze banki centralne utrzymają swoje luźne retoryki. Istotne będą obawy epidemiologiczne, zważywszy na jesienny wzrost zakażeń koronawirusem i ryzyko wprowadzania dotkliwych dla stanu koniunktury restrykcji. Zakładamy, że czarny scenariusz nie zrealizuje się, biorąc pod uwagę spadającą śmiertelność i postęp w leczeniu. Podobnie oddziaływać będą czynniki geopolityczne związane z trudnymi negocjacjami UE-UK oraz relacjami USA-Chiny. Choć w drugim przypadku eskalacja napięć może skutkować przyspieszonymi redukcjami chińskiego portfela UST, a w konsekwencji presją na wzrosty rentowności.
- Niemniej uważamy, że dopiero końcówka roku, wraz postępującą globalną odbudową wzrostu gospodarczego i redukcją epidemiologicznej niepewności, może skutkować presją na wzrosty rentowności. Nie wykluczamy też pozytywnego (budzącego apetyt na ryzyko) przyjęcia wyników wyborów prezydenckich w USA.

Lato było okresem stabilizacji rentowności 10-letnich obligacji na rynkach bazowych



Źródło: Reuters.

Krzywe rentowności trzymają się nisko

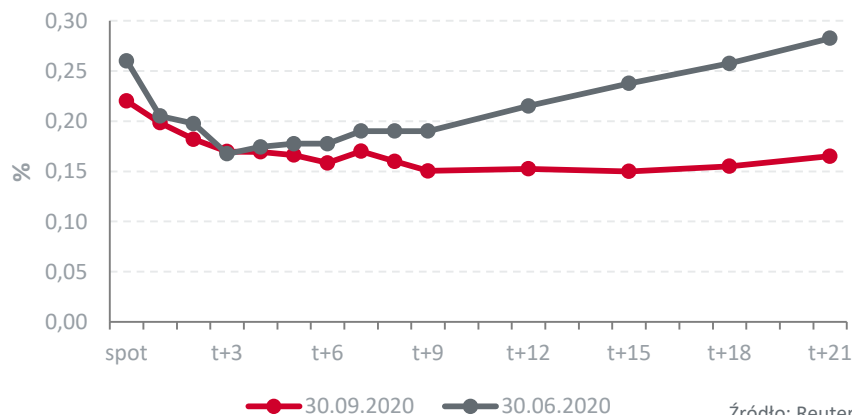


Źródło: Reuters.

Rentowności SPW nadal stabilne

- Oczekujemy, że polskie obligacje, podobnie jak najważniejsze benchmarki, w najbliższych miesiącach będą poruszać się w wyznaczonym w trakcie lata zakresie.
- W krótkiej perspektywie sprzyjać temu będą nie tylko uwarunkowania na rynkach bazowych, lecz także krajowe czynniki. Wyniki budżetowe są nadzwyczaj dobre, więc rynek nie będzie pod presją podażową. Jednocześnie sektor bankowy, przy silnym wzroście bazy depozytowej, będzie chętnie kupował polskie papiery.
- Pod koniec roku spodziewamy się powolnego wzrostu rentowności wraz z dalszą poprawą odczytów makroekonomicznych oraz redukcją epidemiologicznej niepewności, z czym korespondować będzie przecena na rynkach bazowych. Ścieżka wzrostu dochodowości będzie jednak bardzo łagodna. Zakładamy, że NBP pozostanie aktywny na FI. Organizowane przetargi odkupu obligacji będą ograniczać potencjał do przeceny polskiego długu, nawet w warunkach niekorzystnych uwarunkowań na rynkach bazowych. W RPP jastrzębie pozostają w mniejszości, co redukuje ryzyko wczesnych podwyżek stóp procentowych.

Krzywa FRA PLN wycenia długi okres stabilizacji stóp



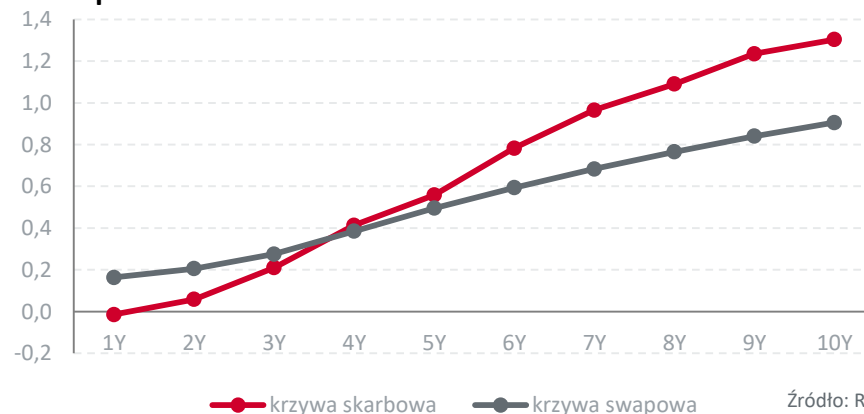
Źródło: Reuters.

Niewielkie zmiany rentowności SPW w ostatnich miesiącach



Źródło: Reuters.

Na długim końcu marże ASW na podwyższonych poziomach

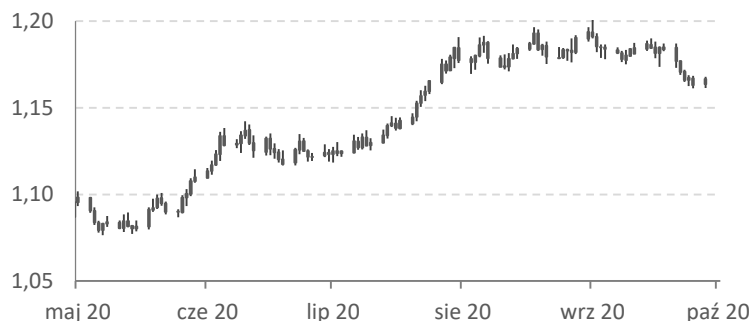


Źródło: Reuters.

Czy dolar odrobi straty?

- W trakcie lata połączenie problemów na amerykańskim rynku pracy, łagodnej retoryki FOMC oraz dobrych nastrojów na giełdach dało impuls do osłabienia dolara wobec pozostałych walut bazowych. Początek jesieni przyniósł jednak częściowe odreagowanie tego ruchu. Dostrzegamy przy tym przestrzeń do nieco głębszego spadku EURUSD w najbliższym czasie. Przyczynić się do tego będzie słaba koniunktura w strefie euro, zwłaszcza problemy krajów południa Europy, które najbardziej tracą na koronakryzysie. Na korzyść dolara przemawiać będzie także słabszy apetyt na ryzyko. W najbliższym czasie jego odbudowę mogą uniemożliwiać obawy związane epidemią koronawirusa. Awersję do ryzyka podsycają także utrzymujące się napięcia w relacjach USA-Chiny. Do słabszego euro pasować będzie także nierozwiązana sprawa przyszłych relacji UE-UK, a październik zapewne będzie miesiącem twardych negocjacji. Jednocześnie jednak retoryka FOMC będzie blokować powrót EURUSD do poziomów z maja bieżącego roku.

EURUSD



Źródło: Reuters.

EURGBP



Źródło: Reuters.

USDJPY



Źródło: Reuters.

EURCHF



Źródło: Reuters.

Presja na osłabienie złotego zapewne przejściowa

- W lecie złoty odrabiał straty jakie poniósł na początku pandemii koronawirusa, a EURPLN oddalał się od kwietniowego szczytu w okolicach 4,63, testując nawet poziom poniżej 4,40. We wrześniu jednak nastąpiło ponowne osłabienie złotego wraz z pogorszeniem apetytu na ryzyko. Podobnie zachowywały się inne waluty naszego regionu (HUF, CZK, RON).
- Czynniki stojące za ostatnim osłabieniem, czyli niepewność epidemiologiczna, obawy o spowolnienie globalnej odbudowy po korona kryzysie, będą ciążyć złotemu i pozostałym walutom regionu. Krajowa waluta może także tracić na czynnikach geopolitycznych, zwłaszcza na negocjacjach UE-UK. Wyspy Brytyjskie są bowiem jednym ze znaczących rynków dla polskiego eksportu.
- Nie oczekujemy jednak, aby ewentualne osłabienie złotego miało trwały charakter oraz aby presja deprecyjna była na tyle silna, żeby zagrozić notowanym na wiosnę szczytom EURPLN. Złoty wciąż bowiem będzie korzystać na poprawie krajowej koniunktury. Ta zachodzić będzie szybciej niż w większości europejskich gospodarek. W konsekwencji, przy poprawie apetytu na ryzyko, można liczyć na odrabianie strat. Będzie ono jednak osłabiane przez retorykę RPP. Członkowie Rady otwarcie komunikują, że słabszy złoty będzie pomagać gospodarce w szybszym wyjściu z koronakryzysu. W konsekwencji w najbliższych miesiącach zablokowana może być droga poniżej letnich dołków.

EURPLN



USDPLN



Aneks. Prognozy

Prognozy parametrów makroekonomicznych

		Wykonanie I kw 2020	Wykonanie II kw 2020	Prognoza III kw 2020	Prognoza IV kw 2020	Prognoza 2020	Prognoza 2021
PKB	realne tempo wzrostu, %, rdr	2,0	-8,2	-0,9	0,1	-1,7	5,0
Popyt krajowy	realne tempo wzrostu, %, rdr	1,7	-9,5	-2,2	-0,5	-2,6	5,8
Nakłady brutto na środki trwałe	realne tempo wzrostu, %, rdr	0,9	-10,9	-8,7	-7,8	-7,3	4,4
Spożycie indywidualne	realne tempo wzrostu, %, rdr	1,2	-10,9	-1,0	0,6	-2,5	6,5
Eksport	realne tempo wzrostu, %, rdr	0,6	-14,3	-1,7	-2,7	-4,5	8,4
Import	realne tempo wzrostu, %, rdr	-0,2	-17,5	-4,1	-4,3	-6,5	10,5
Inflacja CPI	na koniec okresu, %, rdr	3,4	3,3	2,9	2,4	2,4	3,3
Inflacja bazowa	na koniec okresu, %, rdr	3,6	4,1	3,9	3,2	3,2	2,3
Indeks cen produkcyjnych PPI	na koniec okresu, %, rdr	-1,3	-1,3	-1,5	0,8	0,8	2,3
Indeks cen produkcyjnych w budownictwie PPI	na koniec okresu, %, rdr	3,0	2,7	2,5	2,2	2,2	1,9
Stopa bezrobocia	na koniec okresu, %, rdr	5,4	6,1	6,1	6,4	6,4	5,5
Wzrost zatrudnienia	na koniec okresu, %, rdr	2,2	-3,3	-1,3	-1,4	-1,4	0,6
Wzrost wynagrodzeń	na koniec okresu, %, rdr	6,8	3,5	4,4	3,9	3,9	5,6

Prognozy wskaźników rynków finansowych

	II kw. 2020	III kw 2020	Prognoza IV kw 2020	Prognoza I kw 2021	Prognoza II kw 2021	Prognoza III kw 2021
<u>na koniec okresu</u>						
Kurs EUR/PLN	4,45	4,53	4,48	4,43	4,35	4,32
Kurs USD/PLN	3,95	3,86	3,87	3,82	3,70	3,65
Kurs CHF/PLN	4,18	4,19	4,08	3,98	3,90	3,85
Kurs GBP/PLN	4,90	4,98	5,03	5,01	4,98	4,98
Kurs EUR/USD	1,12	1,17	1,16	1,16	1,18	1,19
<u>na koniec okresu</u>						
Stopa referencyjna	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M	0,23	0,20	0,21	0,21	0,21	0,21
WIBOR 3M	0,26	0,22	0,23	0,23	0,23	0,30
WIBOR 6M	0,28	0,26	0,26	0,27	0,30	0,33
EURIBOR 3M	-0,42	-0,49	-0,47	-0,43	-0,43	-0,43
LIBOR USD 3M	0,30	0,23	0,27	0,27	0,27	0,27
LIBOR CHF 3M	-0,68	-0,76	-0,76	-0,74	-0,71	-0,71
<u>na koniec okresu</u>						
papiery z rocznym terminem wykupu PLN	0,04	0,03	0,05	0,17	0,27	0,33
2 letnie polskie obligacje PLN	0,14	0,08	0,10	0,34	0,46	0,58
5 letnie polskie obligacje PLN	0,71	0,58	0,62	0,75	0,82	0,85
10 letnie polskie obligacje PLN	1,39	1,30	1,35	1,41	1,52	1,65
2 letnie polskie obligacje EUR	-0,15	-0,29	-0,28	-0,23	-0,20	-0,11
5 letnie polskie obligacje EUR	0,04	-0,19	-0,17	-0,09	-0,05	0,03
10 letnie polskie obligacje EUR	0,16	-0,06	-0,05	0,14	0,23	0,30
10 letnie obligacje niemieckie EUR	-0,46	-0,53	-0,47	-0,41	-0,32	-0,15
10 letnie obligacje francuskie EUR	-0,11	-0,27	-0,25	-0,17	-0,11	0,08
10 letnie obligacje amerykańskie USD	0,66	0,67	0,76	0,86	1,00	1,14

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 Piętkowski, tel. (+48 22) 475-30-09

Organizacja Emisji

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

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

Konrad Gmurkowski (+48 22) 475-60-11

Instytucje Finansowe

Joanna Wróbel (+48 22) 475-85-63

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

Adam Piłat – Menedżer ds. analiz rynkowych

Oliwia Samołyk – Ekspert 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.