

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych lipcowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w lipcu do 52,4 pkt. wobec 48,5 pkt. w czerwcu. Tym samym po raz pierwszy od lutego br. wskaźnik ukształtuje się powyżej granicy 50 pkt. co oznacza, że odnotowano wzrost aktywności w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Uważamy, że analogiczną sytuację zaobserwujemy również w przypadku Niemiec i Francji. Choć nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się powyżej konsensusu, uważamy, że ich publikacja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy dane z USA.** Oczekujemy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (703 tys. w czerwcu wobec 676 tys. w maju) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,69 mln wobec 3,91 mln) wskażą na wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 1300 tys. – tyle samo co tydzień temu. Wskaźnik ten będzie istotny w kontekście oceny wpływu ponownego wprowadzenia obostrzeń w niektórych stanach USA oraz trwałych skutków wstrząsu związanego z COVID-19 na amerykańską gospodarkę. Uważamy, że wpływ danych z USA na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do -7,5% r/r w czerwcu wobec -17,0% w maju. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki produkcji było stopniowe wznawianie działalności w niektórych firmach po wcześniejszych przestojach (np. w branży motoryzacyjnej). Nasza prognoza dynamiki produkcji przemysłowej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-6,9%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy dane o krajowej sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się z -8,6% r/r w maju do -2,5% w czerwcu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowi zwiększona aktywność zakupowa gospodarstw domowych odzwierciedlana wzrostem wartości transakcji kartami płatniczymi (por. MAKROmapa z 22.06.2020). Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (-4,0%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 3,3% wobec 2,9% w maju, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Wzrost inflacji wynikał z wyższej dynamiki cen paliw oraz inflacji bazowej, która zwiększyła się w czerwcu do 4,1% r/r wobec 3,8% w maju. Przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych. W danych warto zwrócić uwagę na strukturę inflacji bazowej, gdzie dalszy wzrost cen odnotowano w takich kategoriach jak „usługi stomatologiczne”, „usługi lekarskie”, czy też „usługi fryzjerskie, kosmetyczne i pielęgnacyjne”. Tym samym w czerwcu nadal obserwowane było zjawisko przerzucania przez firmy kosztów związanych z koniecznością spełnienia wymogów bezpieczeństwa w warunkach pandemii na konsumentów. Na uwagę zasługuje również wzrost cen w kategorii „turystyka zorganizowana”, co wynikało z silnego zwiększenia cen w kategorii „turystyka zorganizowana za granicą”. W naszej ocenie był on w znacznym stopniu efektem odłożonego popytu, który silnie zwiększył się w czerwcu wraz ze stopniowym wznawianiem działalności przez biura podróży (por. MAKROpuls z 15.07.2020). Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach inflacja będzie się obniżać, choć tempo jej spadku może

być wolniejsze niż wcześniej zakładaliśmy. Zmniejszeniu inflacji sprzyjać będzie niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, a także spadek inflacji bazowej, wynikający z efektów wysokiej bazy sprzed roku oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w II poł. 2020 r. będzie natomiast oczekiwany przez nas silny wzrost rocznej dynamiki cen paliw.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 0,10%). W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach kontynuowane będzie ożywienie aktywności gospodarczej, wspierane przez poprawę koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Niezmieniony w porównaniu z czerwcowym komunikatem pozostał fragment dotyczący wpływu pandemii COVID-19 na perspektywy wzrostu gospodarczego, zgodnie z którym skala oczekiwanego ożywienia aktywności może być ograniczana przez niepewność dotyczącą skutków pandemii, niższe dochody oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. W komunikacie utrzymana została również ocena, zgodnie z którą tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Zgodnie z komunikatem NBP będzie kontynuował skup skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (wartość dotychczas skupionych obligacji wyniosła 101,3 mld zł). Opublikowana została również najnowsza projekcja NBP. Zarówno ścieżka inflacji jak i PKB zostały zrewidowane w dół względem marcowej projekcji. Zgodnie z prognozami NBP projekcją inflacja znajdzie się w latach 2021-2022 poniżej celu inflacyjnego RPP. Z kolei polska gospodarka powróci do stanu równowagi makroekonomicznej (pełnego wykorzystania mocy wytwórczych) w 2022 r. (por. MAKROpuls z 14.07.2020). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym w najbliższych miesiącach RPP zdecyduje się na zastosowanie niekonwencjonalnych narzędzi polityki monetarnej. Za najbardziej prawdopodobne uznajemy obecnie wprowadzenie przez RPP tzw. *forward guidance* we wrześniu br., a więc zapowiedzi utrzymania stopy referencyjnej NBP na poziomie zbliżonym do zera przez dłuższy czas. Jednocześnie wyniki projekcji NBP stanowią silne wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w listopadzie 2022 r.

W maju nadwyżka na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyła się do 2455 mln EUR wobec 1156 mln EUR w kwietniu. Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald obrotów towarowych, usług i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 1 298 mln EUR, 243 mln EUR i 5 mln EUR wyższe niż w kwietniu), podczas gdy przeciwny wpływ miało niższe dochodów wtórnych (o 247 mln EUR niższe niż w kwietniu). Jednocześnie dynamika polskiego eksportu (-19,8% r/r w maju wobec -29,1% w kwietniu) jak i importu (-27,2% r/r wobec -28,1%) wskazały na utrzymującą się niską aktywność w polskim handlu zagranicznym, choć skala jej spadku w ujęciu rocznym w maju była mniejsza niż w kwietniu. Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszy się w II kw. br. do 1,2% wobec 1,3% w I kw.

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w czerwcu do 3,6% r/r wobec 1,2% w maju. W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w czerwcu o 0,2% r/r wobec spadku o 1,6% w maju. Zgodnie z komunikatem GUS wzrost dynamiki wynagrodzeń w czerwcu wynikał z wypłat premii, nagród kwartalnych, rocznych i jubileuszowych oraz odpraw emerytalnych, a także przywracania w części firm wysokości wynagrodzeń do poziomu sprzed pandemii. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń był również efekt niskiej bazy sprzed roku. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w czerwcu do -3,3% r/r


wobec -3,2% w maju. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się w czerwcu o 11,9 tys. osób wobec spadku o 84,9 tys. osób w maju, co jest jego pierwszym wzrostem od lutego br. Zgodnie z komunikatem GUS przyczyną wzrostu zatrudnienia w czerwcu w ujęciu miesięcznym było wznawianie przyjęć do pracy oraz przywracanie wymiarów etatów pracowników sprzed pandemii (por. MAKROpuls z 17.07.2020). lepsze od konsensusu rynkowego dane sygnalizują, że spodziewane przez nas począwszy od III kw. ożywienie popytu konsumpcyjnego może być nieco szybsze niż oczekiwaliśmy. Stąd dostrzegamy ryzyko w górę dla naszego scenariusza zgodnie z którym konsumpcja obniży się w 2020 r. o 4,2% r/r wobec wzrostu o 3,9% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 4,4%.

❗ **W ubiegłym tygodniu NBP opublikował lipcowy raport o inflacji.** Zgodnie z raportem pandemia doprowadziła do nasilenia się problemu niedopasowania na rynku pracy, a w konsekwencji zwiększenia stopy bezrobocia równowagi. Wynika to z tego, że część zwalnianych pracowników w dotkniętych kryzysem sektorach nie znajdzie innej pracy ze względu na brak wymaganych kwalifikacji i umiejętności oraz czas potrzebny do ich nabycia. Na szczególną uwagę zasługują w nim również oceny NBP dotyczące perspektyw inwestycji w Polsce. Zgodnie z raportem dostępne dane za II kw., w tym głęboki spadek produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, silne ograniczenie wykorzystania mocy wytwórczych oraz wysoka niepewność związana z pandemią wskazują na istotne ograniczenie inwestycji w tym okresie. Wyniki badań przeprowadzonych przez GUS i NBP sygnalizują, że istotnie obniżyła się skłonność przedsiębiorstw zarówno o podejmowania nowych inwestycji, jak i kontynuacji już rozpoczętych. Co więcej, badania wskazują, że szczególnie silne pogorszenie klimatu inwestycyjnego odnotowano wśród eksporterów. Zgodnie z prognozami NBP inwestycje nie powrócą do poziomu sprzed pandemii w całym horyzoncie projekcji (czyli przynajmniej do końca 2022 r.). Jednocześnie spadek inwestycji prywatnych będzie częściowo łagodzony przez wzrost inwestycji publicznych. Raport o inflacji NBP stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inwestycje w 2020 r. obniżą się o 9,6% wobec wzrostu o 7,2% w 2019 r., a w 2021 r. wzrosną o 3,5%.

❗ **Chiński PKB zwiększył się w II kw. o 3,2% r/r wobec spadku o 6,8% w I kw. (11,5% kw/kw w II kw. wobec -9,8% w I kw.), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,5% r/r i 9,6% kw/kw).** W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane o produkcji przemysłowej (4,8% r/r w czerwcu wobec 4,4% w maju), sprzedaży detalicznej (-1,8% wobec -2,8%) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (-3,1% wobec -6,3%). Z kolei saldo bilansu handlowego obniżyło się w czerwcu do 46,4 mld USD wobec 62,9 mld USD w maju, przy jednoczesnym wzroście dynamiki importu (2,7% r/r w czerwcu wobec -16,7% w maju) oraz eksportu (0,5% wobec -3,3%). Miesięczne dane z chińskiej gospodarki wskazują, że głównym źródłem obserwowanego obecnie v-kształtnego ożywienia gospodarczego w Chinach jest sektor produkcyjny wspierany przez inwestycje infrastrukturalne będące częścią uruchomionego przez chiński rząd pakietu stymulacyjnego, podczas gdy popyt konsumpcyjny pozostaje słaby. Wsparciem dla konsumpcji w najbliższych miesiącach może być jednak odnotowany w czerwcu spadek stopy bezrobocia w Chinach do 5,7% wobec 5,9%, co jest jego najniższym poziomem od stycznia br. Ubiegłotygodniowe dane z chińskiej gospodarki stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą chiński PKB zwiększy się w 2020 r. o 3,0%. Źródłem niepewności dla perspektyw ożywienia gospodarczego w Chinach pozostaje ewentualne nałożenie kolejnych sankcji gospodarczych na ten kraj przez USA, czemu może sprzyjać zbliżający się termin wyborów prezydenckich w USA. Uważamy jednak, że nawet w przypadku realizacji takiego scenariusza, ożywienie gospodarcze w Chinach będzie kontynuowane.

❗ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła 1300 tys. wobec 1310 tys. dwa tygodnie temu, co było powyżej oczekiwań rynku (1250 tys.). Obserwowane w ostatnich tygodniach wyraźne wypłaszczenie trendu spadkowego wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wskazuje, że skala zwolnień jest nadal duża i następują one mimo odmrożenia gospodarki. W ubiegłym tygodniu

poznaliśmy również dane nt. produkcji przemysłowej, której zwiększyła się w czerwcu do 5,4% m/m wobec 1,4% w maju, co było powyżej oczekiwań rynku (4,4%). Jej wzrost wynikał z wyższej dynamiki produkcji we wszystkich jej głównych działach (przetwórstwa, górnictwo i dostarczanie mediów). Wzrost miesięcznej dynamiki produkcji przemysłowej odzwierciedla wznawianie działalności przez kolejne firmy po okresie przestoju spowodowanym wprowadzeniem ograniczeń administracyjnych mających na celu zahamowanie rozprzestrzeniania się epidemii. Wsparcie dla takiej oceny stanowi dalszy wzrost wykorzystania mocy wytwórczych do 68,6% wobec 65,1%. Nadal pozostaje ono jednak wyraźnie poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (ok. 77%), co ma niekorzystny wpływ na perspektywy inwestycji. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w czerwcu o 7,5% m/m wobec wzrostu o 18,2% w maju, co było powyżej oczekiwań rynku (+5,0%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zmniejszyła się w czerwcu do 6,7% m/m wobec 12,1% w maju. Utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej wskazuje na silną odbudowę popytu konsumpcyjnego w USA. Warto jednocześnie zauważyć, że wolumen sprzedaży detalicznej kształtuje się już na poziomie zbliżonym do okresu sprzed pandemii. Uwzględniając utrzymującą się trudną sytuację na rynku pracy w naszej ocenie jest to głównie efektem silnej stymulacji fiskalnej, której wpływ będzie wygasał w kolejnych miesiącach. Na nieznaczną poprawę na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o pozwoleniach na budowę (1241 tys. w czerwcu wobec 1216 tys. w maju) oraz rozpoczętych budowach domów (1186 tys. wobec 1011 tys.). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. inflacji, która zwiększyła się w czerwcu do 0,6% r/r wobec 0,1% w maju, co wynikało z wyższej dynamiki cen nośników energii oraz żywności. Inflacja bazowa nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 1,2% r/r. W zeszłym tygodniu opublikowany został także wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w lipcu do 73,2 pkt. wobec 78,1 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (79,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań, na co naszym zdaniem wpłynęła druga fala pandemii w USA. Warto zauważyć, że składowa dla oczekiwań powróciła tym samym do swojego minimum lokalnego z okresu lockdownu. Na poprawiającą się sytuację w przetwórstwie wskazały z kolei regionalne indeksy NY Empire State (17,2 pkt. w lipcu wobec -0,2 pkt. w czerwcu) i Philadelphia FED (24,1 pkt. wobec 27,5 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zmniejszył się w II kw. o -30% (w ujęciu zannualizowanym), a w całym 2020 r. obniżył się o 5,5% (por. MAKROmapa z 01.06.2020). Czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego w USA jest jednak obserwowana druga fala pandemii COVID-19 w USA.

 **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, EBC na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmienił parametrów prowadzonej przez siebie polityki pieniężnej.** W komunikacie utrzymany został zapis, zgodnie z którym stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, tak długo jak inflacja w horyzoncie projekcji nie zbliży się do celu inflacyjnego EBC (blisko, ale poniżej 2%) i tendencje te nie będą odzwierciedlane również we wzroście inflacji bazowej. EBC podtrzymał również swoją zapowiedź, zgodnie z którą program skupu aktywów PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) potrwa przynajmniej do czerwca 2021 r., a w każdym razie dopóki EBC nie uzna, że kryzysowa faza pandemii koronawirusa dobiegła końca. Z kolei środki z zapadających papierów kupionych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2022 r. W komunikacie podtrzymany został również zapis zgodnie z którym zwiększony skup aktywów ze względu na pandemię (ATP - Temporary Additional Envelope) w ramach prowadzonego przez EBC programu luzowania ilościowego zostanie zrealizowany do końca 2020 r., a sam program zostanie zakończony dopiero krótko przed tym, jak EBC zacznie podnosić stopy procentowe. W swoim komunikacie EBC utrzymał również zapowiedź dalszego dostarczania płynności poprzez program LTRO III (Long Term Refinancing Operation). Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde stwierdziła, że perspektywy

gospodarcze strefy euro w znacznym stopniu zależą od uruchomienia Funduszu Odbudowy. Innymi słowy oznacza to, że w przypadku braku porozumienia w sprawie funduszu pomiędzy krajami UE EBC stanie przed koniecznością dalszego rozluźniania polityki pieniężnej. Na szczególną uwagę zasługuje także wypowiedź Ch. Lagarde, zgodnie z którą EBC nie dopuści, aby klucz kapitałowy obniżył efektywność prowadzonej przez niego polityki pieniężnej. Podkreśliła jednocześnie, że kluczową cechą programu PEPP, która odróżnia go od innych programów skupu aktywów, jest elastyczność. W ten sposób Ch. Lagarde potwierdziła, że EBC akceptuje przejściowe odchylenie się struktury skupowanych aktywów w ramach programu PEPP od klucza kapitałowego. Warto odnotować, że w swoich wypowiedziach Ch. Lagarde nie nawiązała do kończącej się puli środków przeznaczonych na dodatkowy skup aktywów (TAE - Temporary Additional Envelope) w ramach programu luzowania ilościowego. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że EBC rozwiąże ten problem poprzez zwiększenie skali programu PEPP o 300 mld EUR, co zostanie ogłoszone pod koniec br. Jednocześnie oczekujemy, że EBC do końca br. złagodzi warunki prowadzonego przez siebie programu LTRO. Dopuszczamy również realizację scenariusza, w którym EBC zdecyduje się na zwiększenie pułapu środków lokowanych przez banki komercyjne na rachunku bieżącym w EBC po oprocentowaniu 0,0% (tzw. *tiering*).

➤ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech obniżył się nieznacznie do 59,3 pkt. w lipcu wobec 63,4 pkt. w czerwcu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (60,0 pkt.).** Zgodnie z komunikatem względnej stabilizacji indeksu sprzyjają utrzymujące się oczekiwania respondentów dotyczącej stopniowej poprawy koniunktury w Niemczech w kolejnych miesiącach. Prognozujemy, że niemiecki PKB zmniejszy się w 2020 r. o 6,1% wobec wzrostu o 0,5% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 5,0%. Tym samym niemiecki PKB osiągnie swój poziom sprzed pandemii najwcześniej w 2022 r.

➤ **W weekend odbył się szczyt UE.** Dyskutowano na nim nt. funduszu odbudowy COVID-19. Jak dotąd nie udało się osiągnąć porozumienia w sprawie jego kształtu. Część krajów (m.in. Holandia, Dania, Austria i Szwecja) opowiada się za mniejszym udziałem grantów w funduszu (350 mld EUR zamiast początkowo zakładanych 500 mld EUR) i większą rolą pożyczek. Z drugiej strony Niemcy, Francja chcą wynegocjować większy udział grantów (nie mniej niż 400 EUR). Dziś nad ranem Ch. Michael, przewodniczący Rady Europejskiej zaproponował konsensus – wartość grantów miałyby wynieść 390 EUR. Rozmowy w tej kwestii zostaną wznowione dziś o 16:00. Uważamy, że osiągnięcie porozumienia dziś wieczorem jest prawdopodobne – Holandia, Dania, Austria i Szwecja są skłonne zaakceptować granty w wysokości 390 mld EUR. Pozostałą kwestią do uzgodnienia jest sposób kontroli wydatkowania środków (zgodność z założonymi celami funduszu, implementacja reform), a także postulowane przez niektóre kraje powiązanie wypłat środków unijnych z przestrzeganiem praworządności. Obecny wynik szczytu UE jest neutralny dla kursu złotego i rentowności obligacji.

➤ Czy tarcza finansowa skutecznie hibernuje zatrudnienie?

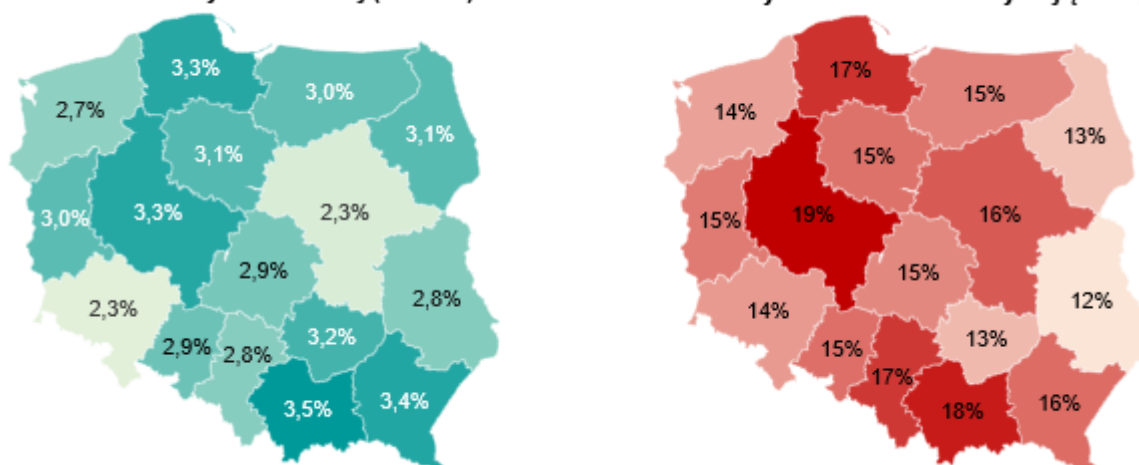
Jednym z rządowych instrumentów wsparcia dla przedsiębiorców w okresie negatywnego wpływu epidemii COVID-19 na aktywność gospodarczą jest tzw. tarcza finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju. Jest to program skierowany do mikrofirm (zatrudniających co najmniej 1 pracownika) oraz małych, średnich i dużych przedsiębiorstw. Jego celem jest ochrona rynku pracy i zapewnienie firmom płynności finansowej. Poniżej przedstawiamy główne informacje dotyczące rozdysponowania środków w ramach tarczy finansowej.

Docelowa wartość tarczy finansowej to 100 mld zł z czego 25 mld zł przeznaczone jest dla mikrofirm, 50 mld zł dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz 25 mld zł dla dużych firm. PFR oferuje mikrofirmom i

MŚP subwencje finansowe możliwe do uzyskania za pośrednictwem banków. Natomiast duże firmy będą mogły skorzystać z kilku rodzajów finansowania dostępnego bezpośrednio w PFR. Zgodnie z informacjami podanymi na stronie internetowej PFR już ponad 322 tys. mikro, małych i średnich firm skorzystało z programu na łączną kwotę 57,8 mld zł. Do mikroprzedsiębiorstw trafiło 17,6 mld zł podczas gdy sektor MŚP otrzymał 40,2 mld zł. Łącznie w tych firmach zatrudnionych jest 3 mln osób.

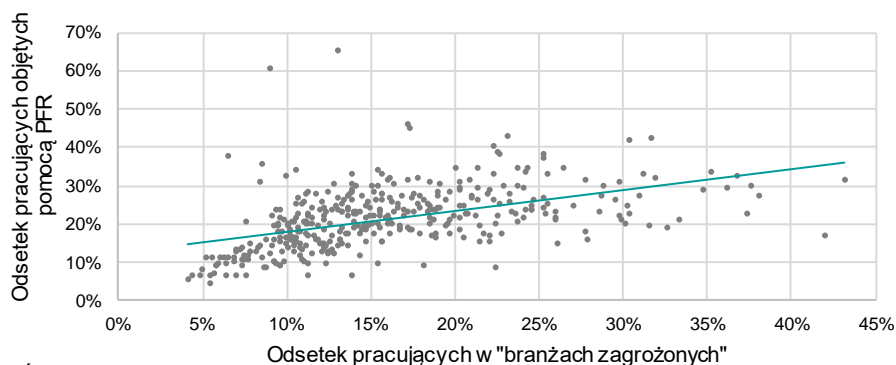
PFR publikuje również informacje nt. tarczy finansowej w rozbiciu na powiaty. Dwie wartości są szczególnie istotne – wartość przyznanej pomocy oraz zatrudnienie w firmach objętych pomocą. Zagregowaliśmy dane dotyczące pojedynczych powiatów do województw. Następnie przedstawiliśmy te wartości w ujęciu względnym. Wartość udzielonej pomocy w ramach tarczy finansowej odnieśliśmy do PKB poszczególnych województw z 2017 r. (nowsze dane nie są dostępne). Z kolei zatrudnienie w firmach objętych pomocą odnieśliśmy do liczby pracujących wg BAEL w 2019 r. Takie ujęcie pozwala na przedstawienie geograficznego zintensyfikowania pomocy PFR pomiędzy województwami.

Środki z tarczy finansowej (% PKB) Odsetek zatrudnionych w firmach korzystających z pomocy PFR



Źródło: BDL, PFR, Credit Agricole

W ujęciu względnym, najwięcej środków w ramach tarczy finansowej przyznano województwom małopolskiemu (3,5% PKB z 2017 r.), podkarpackiemu (3,4%), pomorskiemu (3,3%) i wielkopolskiemu (3,3%). Z kolei relatywnie najmniej środków otrzymały województwa mazowieckie i dolnośląskie (po 2,3% PKB). W skali całego kraju przyznano pomoc o wartości 2,5% PKB z 2019 r. (stan na 15 lipca br.). Pod względem odsetka pracujących w firmach objętych pomocą PFR, geograficzna implementacja tarczy finansowej kształtuje się podobnie. W województwach małopolskim, pomorskim, wielkopolskim oraz śląskim udział zatrudnionych w firmach kształtuje się pomiędzy w przedziale 17-19%. Na uwagę zasługuje fakt, iż odsetek pracujących objętych pomocą w województwie mazowieckim jest relatywnie wysoki w stosunku do wartości przyznanych środków w relacji do PKB. W skali całego kraju 15,8% pracujących zostało objętych pomocą w ramach tarczy finansowej.



Źródło: PFR, BDL, Credit Agricole

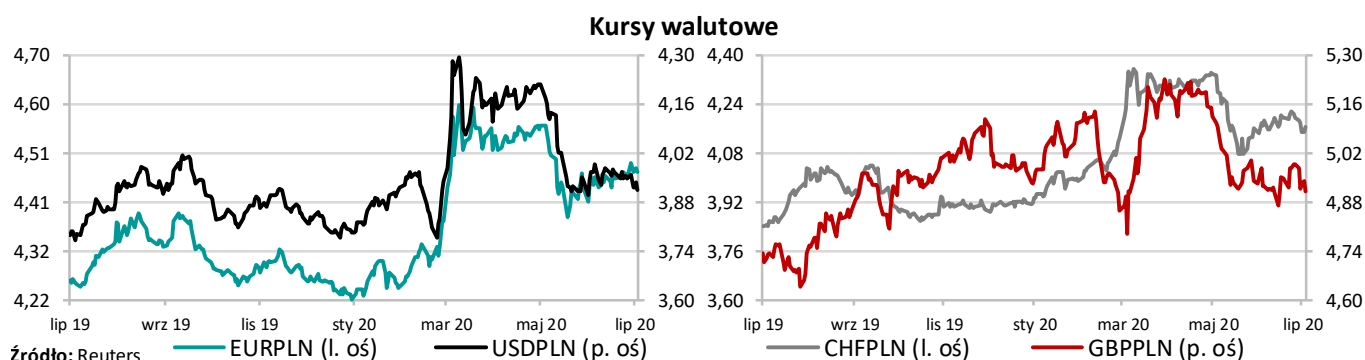
PFR nie publikuje danych nt. szczegółowego rozdysponowania środków pomiędzy poszczególne sektory gospodarki – podane są tylko nazwy 10 największych firm objętych pomocą w każdym powiecie. Na pierwszy rzut oka nie są widoczne szczególne tendencje w zakresie rozdysponowania środków pomiędzy województwami. Szczegółowa analiza odkrywa

jednak pewne zależności. Na wykresie przedstawiliśmy udział pracujących w firmach objętych pomocą PFR względem odsetka zatrudnionych w branżach w największym stopniu zagrożonych zwolnieniami z uwagi na epidemię COVID-19. Każdy punkt na wykresie oznacza powiat. Ze względu na ograniczoną dostępność danych na poziomie powiatów, jako przybliżenie branż zagrożonych przyjęliśmy następującą kategorię: „handel; naprawa pojazdów samochodowych; transport i gospodarka magazynowa; zakwaterowanie i gastronomia; informacja i komunikacja”. Zależność pomiędzy wspomnianymi powyżej dwoma wskaźnikami charakteryzuje umiarkowana dodatnia korelacja. Taka tendencja sugeruje, że pomoc PFR w dużym stopniu trafia do podmiotów, które w najbardziej jej potrzebują.

W tym kontekście ciekawa jest również inna tendencja. Na poziomie województw zestawiliśmy informację nt. odsetka zatrudnionych objętych pomocą PFR oraz względnej zmiany stopy bezrobocia rejestrowanego pomiędzy lutym i majem br. Korelacja pomiędzy tymi zmiennymi jest wysoka (ponad 0,7) co sugeruje, że tarcza finansowa nie jest czynnikiem różnicującym skalę zahibernowania zatrudnienia pomiędzy województwami. Paradoksalnie, im więcej osób było objętych programem, tym wzrost bezrobocia był większy.

Naszym zdaniem obecny stopień wykorzystania pomocy w ramach tarczy finansowej może być prognostykiem sytuacji na rynku pracy w poszczególnych województwach w kolejnych kwartałach. Istnieje bowiem wysokie ryzyko, że po odłączeniu „kroplówki” w postaci finansowania PFR sytuacja tych firm ulegnie wyraźnemu pogorszeniu. Tym samym poziom zatrudnienia nie powróci szybko do poziomów obserwowanych przed szokiem związanym z epidemią COVID-19. Na takie ryzyko narażone będą przede wszystkim województwa o dużym stopniu zaangażowania środków PFR i jednocześnie relatywnie niskim udziale w globalnych łańcuchach tworzenia wartości (np. podkarpackie) i tym samym ograniczonej reakcji aktywności gospodarczej na oczekiwane przez nas globalne ożywienie w 2021 r. Wniosek ten jest zgodny ze scenariuszem dla rynku pracy nakreślonym w opublikowanym w ubiegłym tygodniu lipcowym Raporcie o inflacji NBP, zgodnie z którym będziemy obserwowali trwałe i znaczący wzrost bezrobocia strukturalnego w Polsce pomimo oddziaływania tarcz antykrzysowych (patrz wyżej). Jest to zgodne z naszą prognozą przewidującą wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do 7,5% na koniec br.

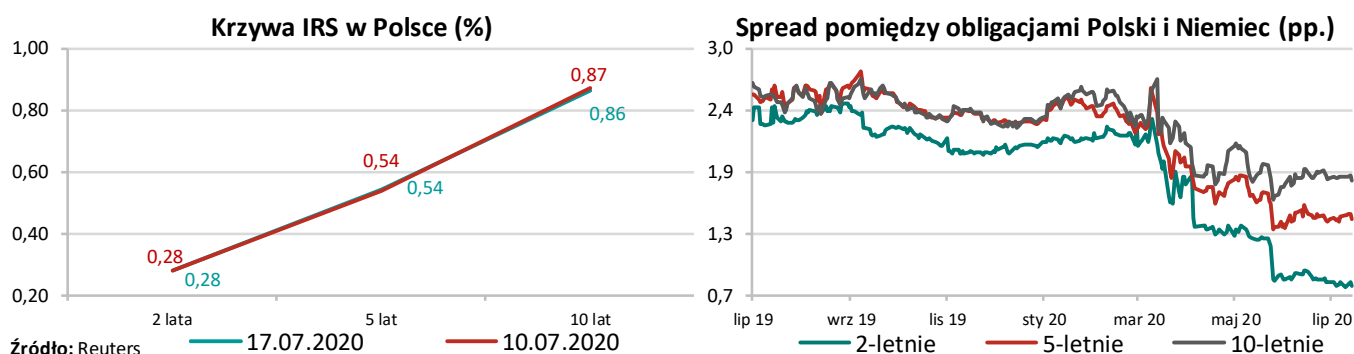
Kurs EURUSD pozostaje w trendzie wzrostowym



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4715 (osłabienie złotego o 0,3%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN był relatywnie stabilny na tle ostatnich tygodni i oscylował wokół poziomu 4,47. Niska zmienność kursu polskiej waluty obserwowana była mimo bogatego kalendarza makroekonomicznego. Na szczególną uwagę zasługuje natomiast dalszy wzrostu kursu EURUSD, który w zeszłym tygodniu przekroczył poziom 1,14 (najwyższy poziom od marca br.). W kierunku umocnienia euro względem dolara oddziaływały oczekiwania inwestorów na porozumienie krajów UE w sprawie funduszu na odbudowę po kryzysie wywołanym przez pandemię koronawirusa. Negatywne dla dolara były również obawy uczestników rynku o skutki gospodarcze drugiej fali pandemii COVID-19 obserwowanej obecnie w USA.

Wyniki weekendowego szczytu UE są neutralne dla złotego. W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą informacje nt. drugiej fali zachorowań i nowych ognisk w USA. W centrum uwagi rynku będą również krajowe dane o produkcji przemysłowej, które w przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy mogą doprowadzić do osłabienia złotego. Przeciwny wpływ będą miały natomiast najprawdopodobniej dane o sprzedaży detalicznej w Polsce. Wstępne indeksy PMI dla strefy euro oraz dane z USA (sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym) nie będą miały naszym zadaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej mogą sprzyjać wzrostowi stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS wyniosły 0,28 (brak zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni), 5-letnie 0,54 (brak zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni), a 10-letnie zmniejszyły się do 0,86 (spadek o 1pb). Stawki IRS w ubiegłym tygodniu charakteryzowały się na ogół niską zmiennością mimo bogatego kalendarza wydarzeń makroekonomicznych. W środę BGK wyemitował obligacje w celu zapewnienia finansowania w ramach Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o łącznej wartości 7,9 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na rynek. W drugiej części tygodnia doszło do lekkiego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy).

Wyniki ubiegłotygodniowego szczytu UE są neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą informacje nt. drugiej fali zachorowań i nowych ognisk w USA. Uważamy, że do spadku stawek IRS mogą przyczynić się krajowe dane o produkcji przemysłowej. Z kolei przeciwny wpływ będą miały najprawdopodobniej dane o sprzedaży detalicznej w Polsce. Wstępne indeksy PMI dla strefy euro oraz dane z USA (sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym) będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,24	4,29	4,38	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,46
Kurs USDPLN*	3,73	3,87	3,98	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,98
Kurs CHFPLN*	3,82	3,90	4,02	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,18
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-2,6	5,8	-1,5	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,9	-7,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,5	-1,0	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-2,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,3	
Saldo ROB (mln EUR)	10	-824	-820	846	535	1139	253	2263	949	1292	1156	2455		
Eksport (r/r, %, EUR)	-2,4	6,4	-1,2	13,0	3,9	0,8	9,1	5,0	8,9	-5,7	-29,1	-19,8		
Import (r/r, %, EUR)	-5,3	6,7	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,6	4,4	0,9	-3,5	-28,1	-27,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2019	2020	2021	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	-10,5	-4,0	-2,5	-0,2	6,2	3,7	3,5	4,1	-3,8	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-15,0	-3,1	0,0	2,1	8,1	4,3	3,7	3,9	-4,2	4,4	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-7,0	-12,2	-14,0	-5,4	5,1	5,4	5,9	7,2	-9,6	3,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,6	-11,0	-5,1	-3,1	2,0	5,1	4,2	4,1	4,7	-4,6	3,8	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,2	-8,0	-7,4	-2,8	4,5	5,0	3,4	3,5	2,7	-4,6	4,1	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,7	-8,7	-1,8	0,0	1,3	4,4	2,5	1,9	2,2	-2,4	2,5
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,2	-2,2	-3,5	-0,7	0,9	0,9	1,3	1,3	-1,8	0,6
	Eksport netto (pp.)	0,4	-2,1	0,9	-0,3	-1,2	0,2	0,7	0,5	1,2	-0,3	0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,3	1,2	0,8	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,3	6,5	7,5	7,3	6,1	5,5	6,1	5,2	7,5	6,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-2,5	-3,1	-2,0	-0,9	3,2	2,9	2,2	0,3	-1,7	1,8	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	2,3	3,2	3,4	2,7	3,2	2,9	3,0	7,2	4,1	3,0	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	3,5	2,2	2,9	2,2	1,5	2,3	3,6	2,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	1,71	0,26	0,26	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10	
EURPLN**	4,55	4,44	4,40	4,37	4,36	4,35	4,34	4,33	4,26	4,37	4,33	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,80	3,79	3,82	3,84	3,83	3,79	3,80	3,83	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.07.2020 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	14,4		
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	-17,0	-7,5	-6,9
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	-1,5	-1,0	-1,0
Wtorek 21.07.2020 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	-8,6	-2,5	-4,0
Środa 22.07.2020 r.						
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	16,0	19,0	17,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	3,91	4,69	4,86
Czwartek 23.07.2020 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Czerwiec	6,0	6,3	6,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	1314		1300
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-14,7	-12,0	-12,0
Piątek 24.07.2020 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	45,2	48,5	48,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	48,3	52,5	51,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	47,4	49,6	50,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	48,5	52,4	51,1
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,8		51,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	676	703	700

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters