

Makro i Rynek

Rok 2021 – powrót ku normalności

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Grudzień 2020



Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Pandemia COVID-19</u>	4
<u>Gospodarka globalna</u>	5-8
<u>PKB w Polsce</u>	9-11
<u>Konsumpcja</u>	12-13
<u>Inwestycje</u>	14-15
<u>Fundusze UE</u>	16
<u>Digitalizacja</u>	17
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	18-19
<u>Rynek pracy</u>	20-21
<u>Inflacja</u>	22-23
<u>Polityka pieniężna</u>	24-26
<u>Polityka fiskalna</u>	27
<u>Rynki finansowe PLN</u>	28-29
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	30
<u>Rynki finansowe EUR/USD, EUR/CHF</u>	31
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	32-33
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	34
<u>Rynek surowców</u>	35
<u>Dane i prognozy</u>	36

Wstęp

Rok 2020 był wyjątkowy pod wieloma względami. Po dziewięciu latach przerwy NASA we współpracy z prywatną firmą SpaceX wznowiła program załogowych lotów kosmicznych z terenu USA. To także rok premiery długo wyczekiwanej gry Cyberpunk. To jednak przede wszystkim rok najsilniejszego załamania koniunktury od czasu II wojny światowej wywołanego pandemią koronawirusa SARS-Cov-2. Zamiast spodziewanego na początku roku wzrostu o 3,2% gospodarka polska skurczy się o 3,3%, a jeszcze w lipcu NBP szacował recesję na poziomie 5,1%. Straty ekonomiczne przy bezprecedensowym wsparciu ze strony polityki monetarnej i fiskalnej uda się nadrobić na przełomie 2021/2022, jednak ubytek potencjału gospodarczego odrabiany będzie przez długi czas.

Szok ekonomiczny wywołany pandemią był głęboki, jednak nie tak silny jak obawiano się na początku kryzysu. Wywołane lockdownem załamanie konsumpcji i inwestycji było gwałtowne, jednak trzeci kwartał pokazał, że gospodarki wsparte pakietami fiskalnymi i monetarnymi mogą szybko powrócić do wysokiej aktywności. Na drodze V-kształtnego ożywienia stoją kolejne fale pandemii, choć publikowane obecnie dane wskazują na mniejszą wrażliwość gospodarek na wprowadzane ograniczenia. Konsumpcja i eksport wyraźnie się odbudowują, jednak przedłużająca się niepewność co do perspektyw gospodarczych ogranicza aktywność inwestycyjną firm.

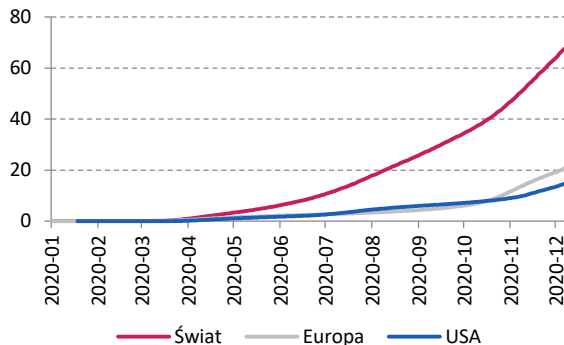
Rok 2021 na pewno będzie lepszy od mijającego 2020. To jak bardzo zależy od sytuacji epidemicznej oraz tempa rozpowszechniania szczepień. Z tego też powodu oczekiwania na przyszły rok obarczone są podwyższoną niepewnością, choć skala niespodzianek będzie mniejsza niż w mijającym roku. W naszym bazowym scenariuszu, który prezentujemy w niniejszym raporcie zakładamy stopniowe ustępowanie pandemii w 2021 r. Wprowadzony pod koniec grudnia lockdown pozwoli zmniejszyć skalę pandemii na początku 2021 i ograniczy ryzyko kolejnych zamknięć gospodarki, pozwalając na odbudowę aktywności od 2Q 2021. Rozpoczęcie procesów szczepień wyeliminuje część niepewności i zapewne pozwoli uniknąć kolejnych twardych lockdownów, choć uzyskanie zbiorowej odporności dającej szansę na powrót normalności zajmie kilka kwartałów, szczególnie biorąc pod uwagę sceptyczne podejście Polaków do szczepień. Oznacza to, że część obostrzeń zostanie utrzymana także w roku 2021, co zapewne spowolni tempo wychodzenia z kryzysu. Z dużym prawdopodobieństwem możemy powiedzieć jednak, że od drugiej połowy przyszłego roku polska gospodarka zacznie wyraźnie przyspieszać. Głównym paliwem gospodarki będzie popyt konsumpcyjny i eksport. Pod koniec roku lub w 2022 dodatkowym impulsem gospodarki będą środki unijne, które rozpedzić mogą dynamikę PKB do ponad 5%.

Elementem popandemicznej rzeczywistości, która pozostanie także w roku 2021 będzie utrzymanie stóp procentowych na niemal zerowym poziomie. Polityka pieniężna pozostanie wysoce akomodacyjna, podobnie jak polityka fiskalna. Deficyt budżetowy utrzyma się na wysokim poziomie, choć obniży się względem roku 2020. Wywołany nim wzrost długu publicznego będzie stanowił obciążenie finansów publicznych w długim okresie, jednak obecnie nie powoduje napięć na rynkach, ze względu na rozpoczęty przez NBP program luzowania ilościowego. Taka kombinacja policy mix w warunkach odbudowy wzrostu gospodarczego oraz podwyżek cen regulowanych będzie sprzyjała utrzymaniu inflacji na relatywnie wysokim poziomie.

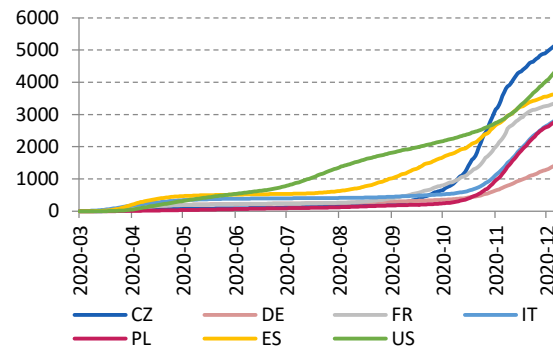
Na rynkach finansowych rok 2021 powinien być okresem stopniowej stabilizacji. W przypadku złotego oznacza to nieznaczne umocnienie i odrobienie popandemicznych strat, czemu pomoże odbudowa wzrostu gospodarczego. Na rynku papierów skarbowych oczekujemy stopniowej wyżki rentowności, choć ze względu na działania NBP powinna mieć ona umiarkowany zakres.

Pandemia Covid-19 – pandemia Covid-19 spowodowała głębokie zmiany w życiu społeczno-gospodarczym na świecie w 2020 r., a jej oddziaływanie przeciągnie się na następne lata

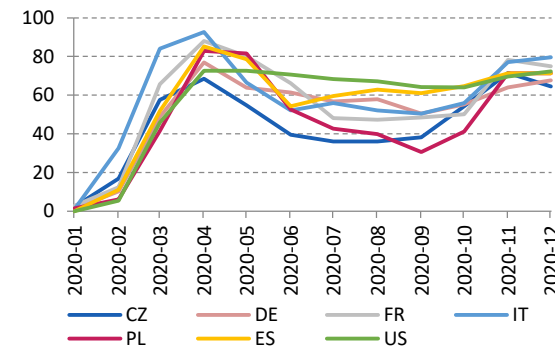
Liczba potwierdzonych infekcji wirusem SARS-CoV-2 na świecie (mln)



Liczba potwierdzonych infekcji SARS-CoV-2 w przeliczeniu na 100 tys. mieszkańców



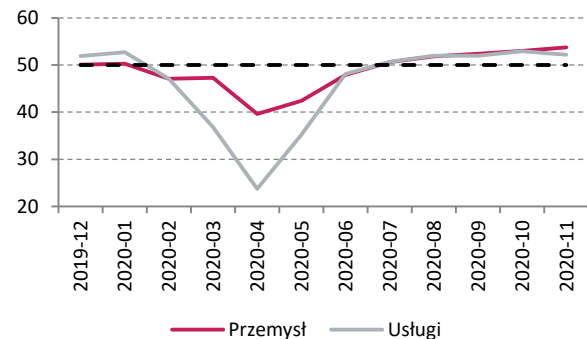
Indeks restrykcyjności obostrzeń wprowadzonych przez rządy państw (pkt)



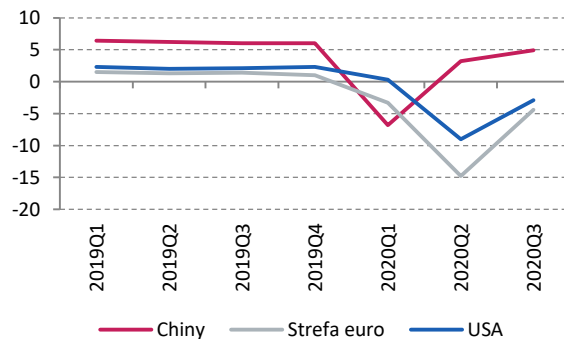
- Wybuch epidemii COVID-19 wywołanej przez wirus SARS-CoV-2 na początku 2020 r. spowodował głębokie zmiany w życiu społeczno-gospodarczym na świecie. Dla przeciwdziałania postępowi pandemii władze wielu krajów wprowadziły surowe ograniczenia dla życia społeczno-gospodarczego. W okresie letnim pandemia w wielu obszarach świata nieco spowolniła, a część restrykcji została zniesiona. Wraz z początkiem jesieni na półkuli północnej i zmniejszeniu dystansu społecznego pandemia powróciła z jeszcze większą siłą niż na wiosnę, choć mniej szokowy charakter zmian skutkował łagodniejszym spowolnieniem gospodarczym.
- Pandemia COVID-19 wywołała ogromne negatywne skutki społeczno-gospodarcze także w Polsce. W marcu zamknięta została większość usług i znaczna część handlu. Ze względu na zagrożenie epidemiczne w kraju i za granicą, przywrócenie kontroli na granicach oraz niedrożne łańcuchy dostaw części zakładów przemysłowych wstrzymała działalność. Zawieszono również większość stacjonarnej działalności edukacyjnej. Po wyhamowaniu pandemii latem, jesień przyniosła gwałtowny wzrost zachorowań i przywrócenie surowych obostrzeń dla usług i handlu. Pod koniec listopada działalność w galeriach handlowych została przywrócona w specjalnym rygorze sanitarnym. Części usług nadal pozostaje zamrożona, a rząd planuje przedłużyć ich lockdown co najmniej do 17 stycznia 2021 r.
- Nadzieje na poprawę sytuacji epidemicznej w kraju i za granicą budzą wdrażane szczepienia. Wielka Brytania rozpoczęła program szczepień 8 grudnia 2020 r., a Niemcy planują jego start 27 grudnia 2020 r. W grudniu polski rząd przyjął strategię szczepień. Ich początek dla pracowników służby zdrowia jest możliwy jeszcze w tym roku, a powszechne zapisy mają zostać uruchomione w połowie stycznia 2021 r. Uzyskanie zbiorowej odporności dającej szansę na wygaszenie pandemii zajmie jednak najpewniej co najmniej kilka miesięcy, a niepewność dotycząca rozwoju sytuacji epidemicznej będzie się także utrzymywała w 2021 r.

Gospodarka globalna – pandemia Covid-19 skutkująca samoizolacją ludności oraz obostrzeniami wywołała bezprecedensowy spadek aktywności gospodarczej

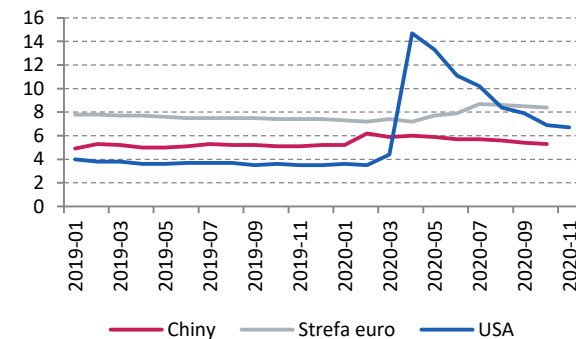
Globalny indeks PMI (pkt)



Dynamika PKB (% r/r)



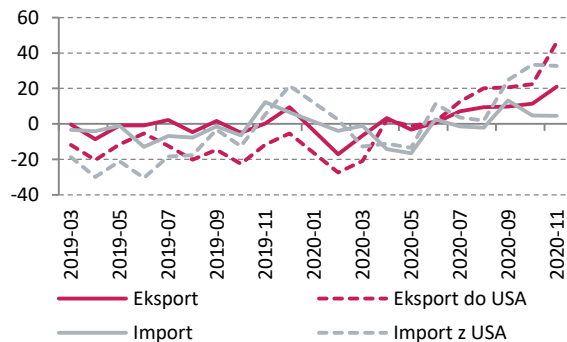
Stopa bezrobocia (%)



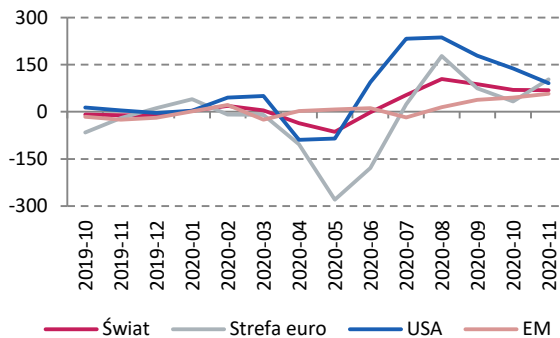
- Pierwsze przypadki infekcji nowym koronawirusem zidentyfikowano w Chinach. Drastyczne restrykcje wprowadzone w tym kraju spowodowały spadek m.in. produkcji przemysłowej oraz eksportu, co odbiło się na globalnych łańcuchach dostaw. Przede wszystkim jednak epidemia Covid-19 ograniczyła możliwość świadczenia części usług, a także popyt na nie. W 1Q 2020 r. PKB w Chinach spadł o 6,2% r/r po wzroście o 6,0% r/r w 4Q 2019. Sukces Chin w opanowaniu pandemii, stopniowe odmrażanie gospodarki oraz popyt z zagranicy wsparły odbudowę PKB, który w 2Q 2020 wzrósł o 3,2% r/r, a w 3Q 2020 o 4,9% r/r.
- Rozprzestrzenienie się pandemii na kraje rozwinięte pod koniec 1Q 2020 wpłynęło na globalny spadek aktywności gospodarczej, w szczególności w usługach. Globalny indeks PMI dla tego sektora obniżył się w kwietniu 2020 r. do poziomu 23,7 pkt, podczas gdy jeszcze w styczniu wynosił 52,7 pkt. Spadek analogicznego wskaźnika dla przemysłu okazał się nieco słabszy, choć i ten sektor znalazł się w recesji. Ze względu na znaczący udział usług spadek koniunktury w gospodarkach rozwiniętych był jeszcze silniejszy niż w Chinach. W 2Q 2020 PKB w USA, największej gospodarce świata, spadł o 9,0% r/r, a w strefie euro spadł o 14,4% r/r. Wraz ze stopniowym znoszeniem restrykcji i stabilizacją sytuacji epidemicznej aktywność w obu gospodarkach szybko odbiła, choć PKB nadal pozostawał poniżej poziomu z 2019 r. W lipcu globalne wskaźniki PMI dla obu sektorów powróciły powyżej neutralnego poziomu 50 pkt wskazując na ich ożywienie.
- Silne pogorszenie koniunktury spowodowało spadek popytu na pracę. W Stanach Zjednoczonych stopa bezrobocia wzrosła w kwietniu do 14,7%, tj. najwyższej wartości w historii danych, z wieloletniego minimum w lutym wynoszącego 3,5%. Popyt na pracę w tym kraju stopniowo poprawiał się, choć pod koniec 2020 r. blisko połowa ludzi, którzy stracili zatrudnienie nadal pozostaje bez pracy. Wzrost stopy bezrobocia w strefie euro miał znacznie mniejszą skalę, m.in. z powodu działań po stronie polityki gospodarczej, która promowała utrzymywanie zatrudnienia (wsparcie dla firm, świadczenia postojowe).

Gospodarka globalna – do najważniejszych determinantów aktywności gospodarczej na świecie w 2021 r. zaliczamy sytuację epidemiczną i możliwe obostrzenia, postęp w szczepieniach oraz podwyższoną niepewność

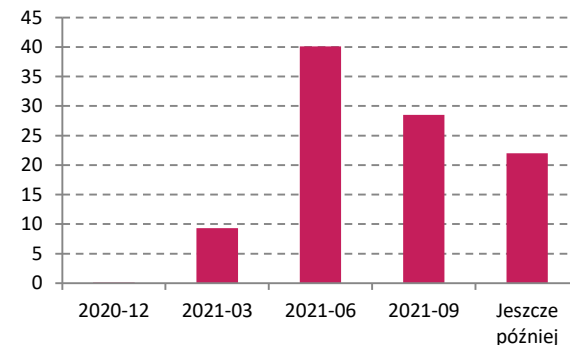
Handel zagraniczny Chin (% r/r)



Indeks zaskoczeń ekonomicznych (pkt)



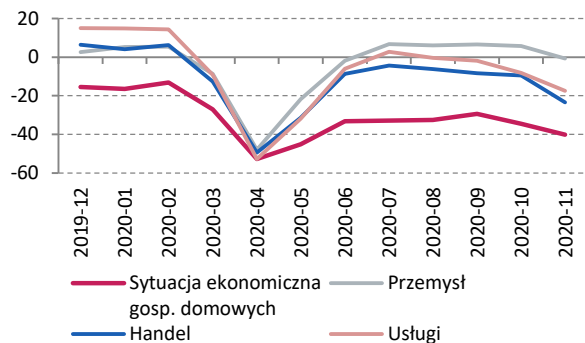
Do kiedy niepewność związana z pandemią będzie wpływać na firmę (W. Brytania)?



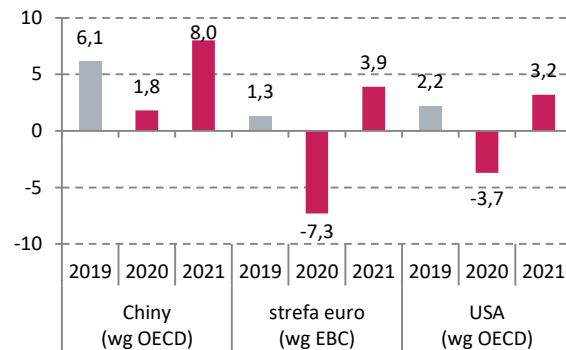
- W 2021 r. aktywność gospodarcza na świecie powinna znacząco się poprawić względem 2020 r. Najważniejszym z jej determinantów pozostaje sytuacja epidemiczna dotycząca COVID-19 i polityka obostrzeń dla przeciwdziałania transmisji choroby. W grudniu 2020 r. wiemy, że niektóre restrykcje zostaną utrzymane na początku 2021 r., np. w USA, w Niemczech, Wielkiej Brytanii, Francji czy Holandii. Program szczepień przeciw COVID-19 będzie wdrażany stopniowo, a więc ryzyko dodatkowych obostrzeń i samoizolacji ludności będzie się utrzymywało także w 2021 r. Przedłużający się wpływ niepewności na aktywność odzwierciedlają wyniki ankiety przeprowadzonej przez Bank Anglii wśród brytyjskich firm. W przytaczającej większości oceniają one, że niepewność będzie wpływała na ich działalność co najmniej do końca I półrocza 2021 r. Co więcej, 20% brytyjskich przedsiębiorstw wskazuje, że to negatywne oddziaływanie będzie utrzymywało się także po 3Q 2021.
- Z drugiej strony jednak dostępne informacje wskazują, że wpływ pandemii na aktywność gospodarczą pod koniec 2020 r. jest znacznie słabszy niż na wiosnę 2020 r. Dane o chińskiej wymianie handlowej, w szczególności wzrost eksportu o ponad 20% r/r w listopadzie (po spadku o 11% r/r łącznie w styczniu i lutym) sygnalizują, że obecnie problemy z realizacją zamówień w ramach łańcuchów dostaw są znacznie mniejsze, a globalny popyt przybiera na sile. Informacje te dobrze rokują dla międzynarodowej wymiany handlowej w 2021 r., pomimo niepewności dotyczącej sytuacji epidemicznej.
- Ponadto ostatnie dane makroekonomiczne stanowiły na ogół pozytywną niespodziankę, co odzwierciedla indeks zaskoczeń opracowywany przez Citi Group. W listopadzie dla strefy euro wynosił on 102,8 pkt, a dla USA 90,6 pkt, a więc znaczenie przekraczał neutralny poziom 0 braku niespodzianek. Naszym zdaniem odzwierciedla to bardziej pozytywny obraz koniunktury na świecie, w tym w największych gospodarkach, niż wynikałoby to z obowiązujących obostrzeń i nasilenia pandemii. Tym samym spodziewamy się, że ewentualne powroty części restrykcji i pogorszenie sytuacji zdrowotnej będą miały mniejszy wpływ na aktywność gospodarczą w 2021 r. niż na wiosnę 2020 r.

Gospodarka globalna - aktywność gospodarcza na świecie w 2021 r. powinna być wyraźnie wyższa niż w 2020 r. wspierana rosnącą wymianą handlową i koniunkturą w przemyśle, a także sprzyjającą polityką gospodarczą

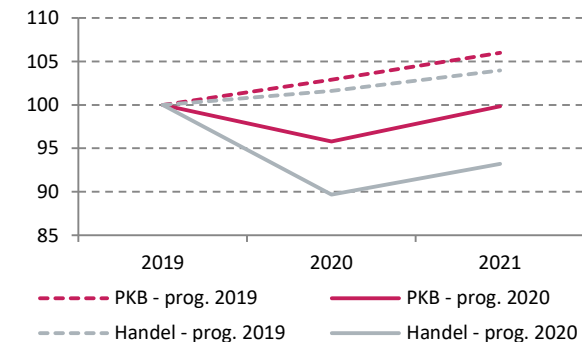
Wskaźniki oczekiwanej koniunktury w Unii Europejskiej (pkt)



Prognozy PKB (%)



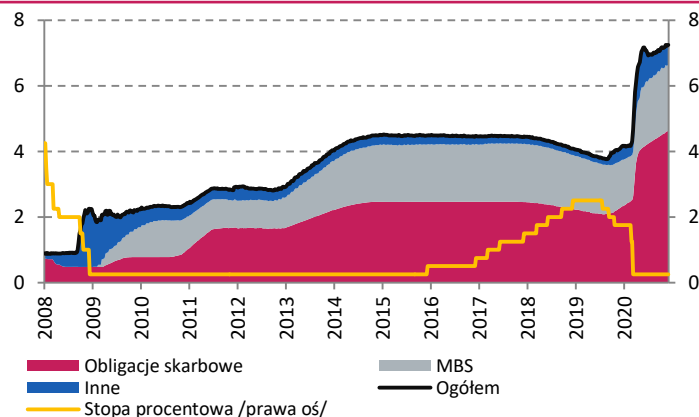
Globalny PKB i wolumen handlu na świecie wg OECD (2019=100)



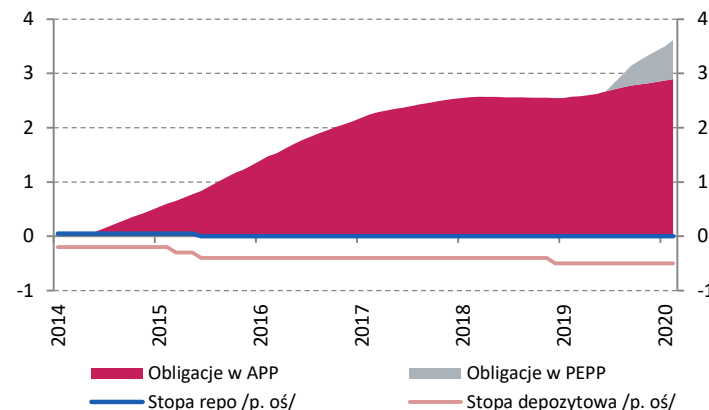
- Biorąc pod uwagę główne determinanty aktywności gospodarczej na świecie zakładamy mocne odbicie wzrostu globalnego PKB, przy czym perspektywy dla poszczególnych regionów, jak i sektorów pozostają zróżnicowane. Eskalacja zachorowań na COVID-19 w 4Q 2020 r. wpłynęła na pogorszenie oczekiwań dotyczących sytuacji gospodarczej w przyszłości. Dla Unii Europejskiej, do której w okresie styczeń - wrzesień kierowano 73,6% polskiego eksportu towarów, obniżyły się wskaźniki dla wszystkich głównych sektorów, zwłaszcza jednak dla usług i handlu. Koniunktura w przemyśle pozostaje relatywnie lepsza.
- Nieco wyższe od oczekiwań dane za 3Q 2020 przy zwiększeniu infekcji koronawirusem i zwiększonych obostrzeniach w 4Q 2020 r. wpłynęły na różnokierunkową rewizję przez Europejski Bank Centralny prognoz PKB w strefie euro. W grudniowej rundzie projekcyjnej oczekiwania na 2020 r. zostały podwyższone do -7,3% z -8,0% spodziewanego we wrześniu oraz obniżone na 2021 r. do 3,9% z 5,0%. Oznacza to, że straty wywołane przez pandemię w 2020 r. na obszarze wspólnej waluty nie zostaną odrobione w 2021 r. podobnie jak w USA, gdzie według OECD PKB wzrośnie w 2021 r. o 3,2% po spadku o 3,7% w 2020 r. Inaczej przedstawiają się oczekiwania dla Chin, gdzie PKB wg OECD wzrośnie w 2020 r., a ożywienie będzie kontynuowane w szybkim tempie także w 2021 r.
- Podsumowując, gospodarka światowa w 2021 r. będzie najpewniej szybko rosta wspierana dynamicznym odbiciem w międzynarodowym handlu i aktywnością w Chinach. Dzięki tym czynnikom globalny PKB w 2021 r. osiągnie poziom z 2019 r., odrabiając straty spowodowane przez pandemię. Oczekiwania dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych są nieco mniej optymistyczne niż dla Chin, jednak koniunktura światowa, zwłaszcza w przemyśle nie powinna hamować działalności polskich eksporterów. Niemniej duża niepewność dotycząca pandemii, ale także polityki handlowej na świecie i popytu będzie się utrzymywać. Istnieją jednak czynniki potencjalnie poprawiające obecnie oceniany jako negatywny bilans ryzyk, np. sukces programu szczepień czy skutki łagodzenia polityki gospodarczej.

Gospodarka globalna - polityka pieniężna w USA i w strefie euro została znacząco złagodzona w 2020 r. i pozostanie stabilna w 2021 r. Dalsze wsparcie gospodarki leży w gestii polityki fiskalnej.

Skup aktywów przez Fed (bln USD) oraz główna stopa procentowa w USA (%)



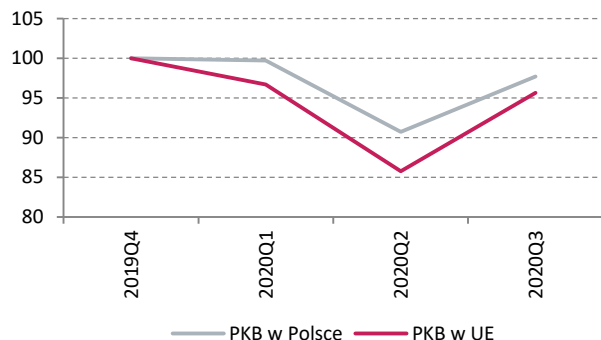
Skup aktywów przez EBC (bln EUR) oraz główne stopy procentowe w strefie euro (%)



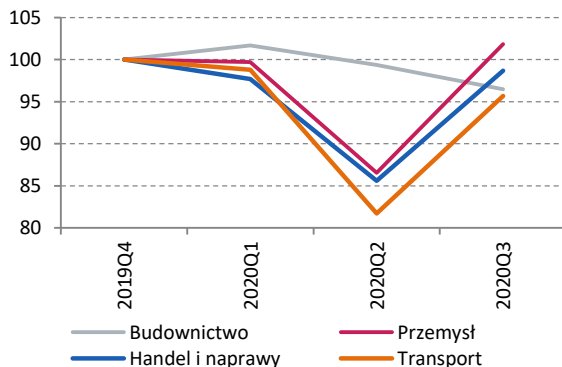
- W odpowiedzi na gwałtowny spadek aktywności gospodarczej w I połowie roku banki centralne na świecie szybko złagodziły politykę pieniężną, w tym Fed i Europejski Bank Centralny. W marcu amerykańscy bankierzy centralni obniżyli główną stopę procentową o łącznie 150 pkt baz. do poziomu 0,00%-0,25%. Ponadto dla obniżenia kosztu pieniądza i zwiększenia podaży kredytu silnie zwiększyli zakupy obligacji i innych aktywów na rynkach finansowych. Fed poprzez uczestnictwo w kilku stworzonych programach o łącznej wartości blisko 2 bln USD dodatkowo zaangażował się w finansowanie firm i samorządów. Europejski Bank Centralny podczas marcowego posiedzenia uruchomił z kolei nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii (PEPP), który pierwotnie wynosić miał 750 mld EUR, po czym do grudnia 2020 r. został zwiększony do 1850 mld EUR. Bank złagodził ponadto warunki i wydłużył czas obowiązywania ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO III) oraz zwiększył zaangażowanie w ramach dotychczasowego programu skupu aktywów (APP).
- Oczekujemy, że w najbliższych latach polityka pieniężna na świecie będzie ultra-łagodna. Fed zmienił sformułowanie celu inflacyjnego, co de facto oznacza niski poziom stóp procentowych przez dłuższy czas. Oczekiwania te wspiera wykres dot-plot przedstawiony podczas grudniowego posiedzenia Fed. Prognozowana niska inflacja i ekspansja fiskalna nie będą przez długi czas skłaniać do zacieśniania polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę zmienność aktywności gospodarczej oraz krótki horyzont czasowy trudno jest ocenić skuteczność działań głównych banków centralnych na świecie w zmniejszaniu skutków pandemii. Złagodzenie warunków finansowania nie musi przełożyć się na wzrost kredytu, ze względu na brak popytu lub zbyt duże dla banków komercyjnych ryzyko kredytowe. Wobec wyczerpywania się arsenalu działań po stronie polityki monetarnej we wsparcie koniunktury powinna być znacznie mocniej zaangażowana polityka fiskalna.

PKB w Polsce – po silnym załamaniu gospodarki w 2Q 2020, przyszło szybkie odbicie koniunktury, choć nawrót pandemii powstrzymał odbicie w kształcie litery V

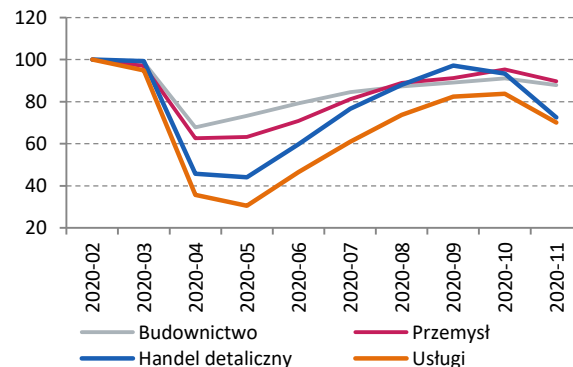
Dynamika PKB w Polsce i UE (4Q 2019=100, dane odsezonowane)



Wartość dodana (4Q 2019=100, dane odsezonowane)



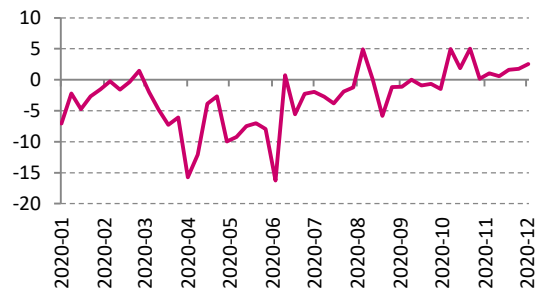
Wskaźniki koniunktury GUS (luty 2020=100)



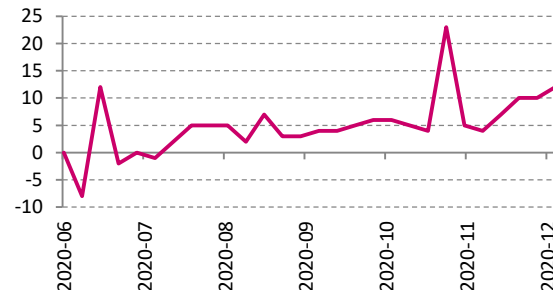
- Kryzys pandemiczny wywołał gwałtowne załamanie aktywności gospodarczej jako następstwo lockdownu i spadku mobilności społecznej, a także zaburzeń w łańcuchach dostaw. W 2Q br. PKB w Polsce spadł o 8,4% r/r. To najgorszy wynik polskiej gospodarki w historii dostępnych danych. Wpływ pandemii na polską gospodarkę był jednak wyraźnie mniejszy niż w przypadku większości pozostałych krajów UE, czemu pomogła niewielka skala pierwszej fali pandemii, struktura polskiej gospodarki, w której relatywnie niewielki udział mają branże najsilniej odczuwające skutki pandemii (gastronomia, turystyka), a także silny impuls fiskalny i monetarny.
- Odmrożenie gospodarki przyniosło wyraźne odbicie koniunktury w 3Q. Przemysł całkowicie odrobił straty poniesione w trakcie wiosennego lockdownu, czemu pomogło odrodzenie przemysłu w Europie, głównie w Niemczech, a także dobra koniunktura w Chinach. Znaczną część strat odrobił także handel napędzany realizacją odłożonej konsumpcji. Część sektorów usługowych wciąż operuje jednak na znacznie niższym poziomie niż przed wybuchem pandemii (gastronomia, turystyka, transport).
- Optymistyczny scenariusz V-kształtnego ożywienia zaburzyła druga fala pandemii, która doprowadziła do przywrócenia obostrzeń sanitarnych. Pomimo tego, że skala pandemii na jesieni jest znacznie silniejsza niż na wiosnę, to jej skutki ekonomiczne będą mniejsze. Wskazują na to dane o mobilności społecznej, która obniżyła się względem sierpnia i września, jednak pozostaje wyraźnie wyższa niż na wiosnę. To powinno wspierać aktywność ekonomiczną. Znajduje to potwierdzenie we wskaźnikach koniunktury w Polsce, które choć nieco gorsze niż w sierpniu i wrześniu, pozostają znacznie korzystniejsze niż w kwietniu i maju. Dotyczy to szczególnie przemysłu, który korzysta na odbudowie globalnej wymiany handlowej. Wydaje się więc, że i firmy i konsumenci dostosowali się do funkcjonowania w warunkach pandemii, wskaźniki koniunktury są gorsze niż przed wybuchem pandemii.

PKB w Polsce – dane wysokiej częstotliwości potwierdzają mniej destrukcyjny wpływ drugiej fali pandemii na polską gospodarkę

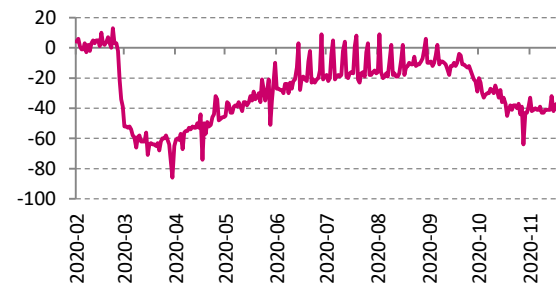
Żużycie prądu w Polsce (% r/r)



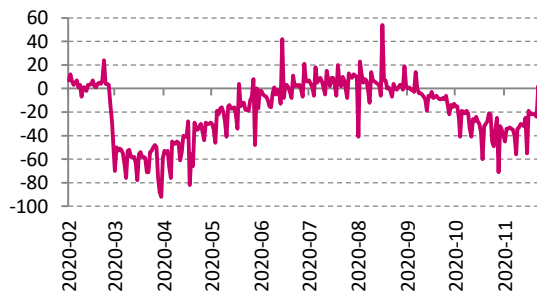
Ruch samochodów ciężarowych w Polsce (% r/r)



Indeks mobilności w Polsce – transport publiczny



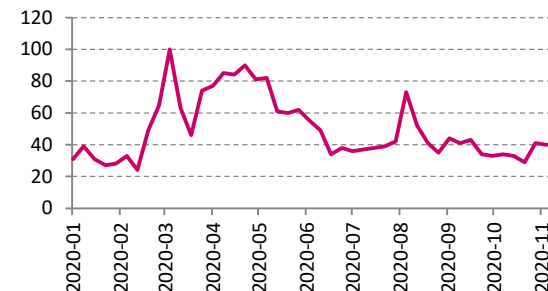
Indeks mobilności w Polsce – handel i rozrywka



Indeks mobilności w Polsce – sklepy spożywcze i apteki

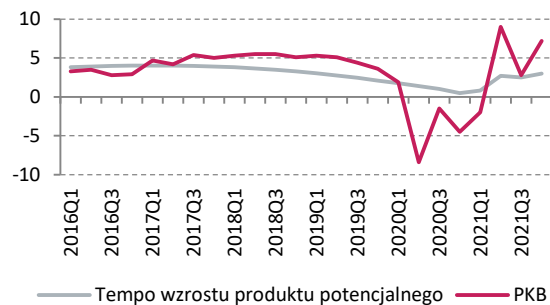


Wyszukiwanie zwrotu „zasitek dla bezrobotnych” w wyszukiwarce Google

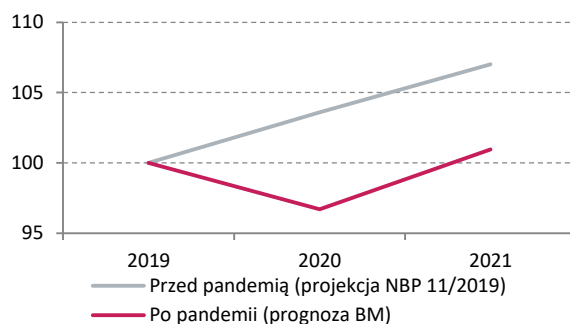


PKB w Polsce – gospodarka w roku 2021 zacznie dynamicznie odrabiać straty spowodowane kryzysem pandemicznym, choć ścieżka PKB pozostaje niższa niż oczekiwania z 2019 roku

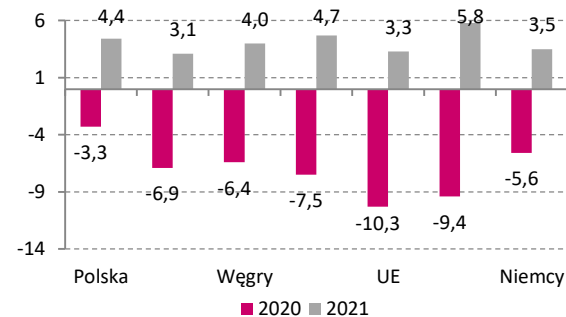
Dynamika PKB i produktu potencjalnego w Polsce (% r/r)



Ścieżka PKB – aktualna prognoza vs. oczekiwania z 2019r. (2019=100)



Prognozy PKB dla Polski i wybranych krajów Unii Europejskiej *

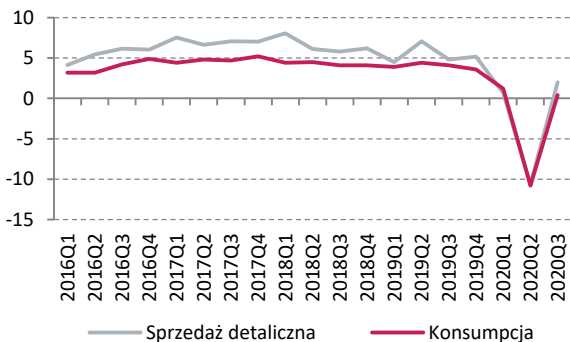


* Prognozy Banku Millennium dla Polski i Komisji Europejskiej dla pozostałych krajów

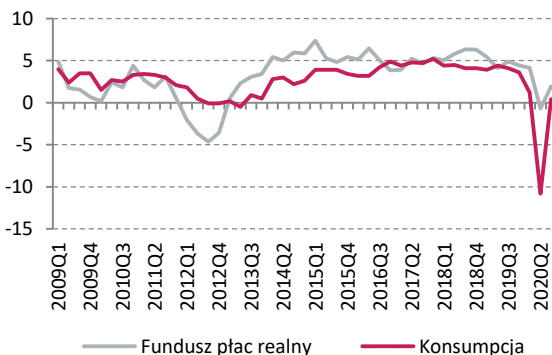
- Rok 2021 przyniesie odbudowę wzrostu gospodarczego, choć jego ścieżka wciąż obciążona jest podwyższoną niepewnością ze względu na utrzymującą się pandemię. Rozpoczęcie procesu szczepień część tej niepewności znieśnie i zapewne pozwoli uniknąć twardych lockdownów, jednak część obustrzeń, szczególnie dla sektora usług, może utrzymać się przez dłuższy czas. Wyraźnego przyspieszenia wzrostu oczekujemy od 2Q 2021, a gospodarkę wspierać będą konsumpcja prywatna i eksport. Dynamika PKB w poszczególnych kwartałach podlegać będzie jednak dużym wahaniom, ze względu m.in. na efekt bazy statystycznej.
- Polska gospodarka ma szansę odrobić straty poniesione w tym roku, rosnąc o 4,4% w 2021 r. po spadku o 3,3% w roku 2020. Biorąc jednak pod uwagę oczekiwania sprzed wybuchu pandemii, ścieżka wzrostu polskiej gospodarki pozostaje wyraźnie niższa i odrobienie potencjału gospodarczego utraconego w czasie pandemii zajmie dłuższy czas. Łańc pokazało, że po zniesieniu ograniczeń gospodarka szybko może powrócić na ścieżkę wzrostu, jednak wywołane przez pandemię zmiany strukturalne, m.in. zmiana nawyków konsumpcyjnych, będą odczuwalne w dłuższym terminie. Biorąc pod uwagę otoczenie epidemiczne i możliwe opóźnienia w wykorzystaniu środków europejskich, ryzyka dla wzrostu gospodarczego w 2021 roku skierowane są w dół. Optymistycznie postrzegamy natomiast perspektywę na lata 2022-23, kiedy wzrost gospodarczy może przekroczyć 5%, głównie ze względu na przyspieszone wykorzystanie środków unijnych.
- Polska ma szansę pozytywnie wyróżniać się na tle większości krajów UE pod kątem dynamiki PKB. Rok 2020 Polska gospodarka zamknie jedną z najcięższych recesji wśród krajów UE, natomiast w roku 2021 ma szansę, jako jedna z nielicznych w UE odrobić straty z roku 2020.

Konsumpcja – spadek mobilności społeczeństwa i pesymistyczne nastroje gospodarstw domowych doprowadziły do załamania konsumpcji w 2Q 2020

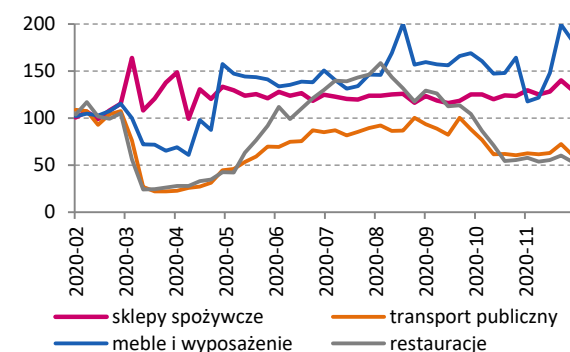
Konsumpcja i sprzedaż detaliczna (% r/r)



Konsumpcja i realny fundusz płac w gospodarce narodowej (% r/r)



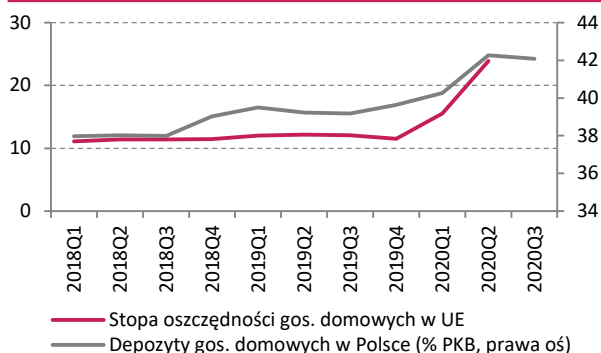
Wydatki kartowe klientów Banku Millennium (średnia ze stycznia i lutego 2020 = 100)



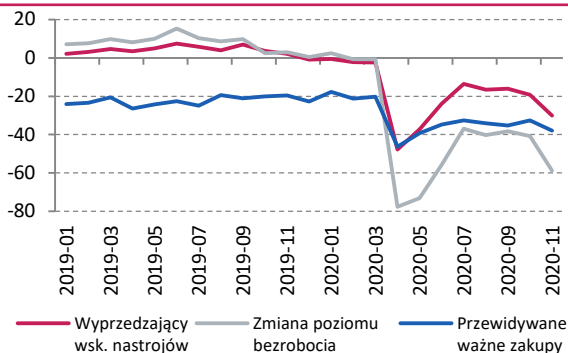
- Spadek mobilności wywołany lockdownem i samoizolacją obywateli, a także silne pogorszenie nastrojów konsumentów, m.in. w wyniku obaw o utratę zatrudnienia, spowodowały gwałtowne załamanie konsumpcji prywatnej w 2Q (-10,8% r/r). Najsilniej ucierpiała konsumpcja usług (efekt wprowadzonych obostrzeń), podczas gdy spadek sprzedaży towarów łagodzony był przez wzrost popularności sprzedaży internetowej. Zniesienie obostrzeń na przełomie maja i czerwca doprowadziło do szybkiego odbicia konsumpcji. Realizacja odłożonego popytu, wsparta poprawą nastrojów konsumentów oraz relatywnie niewielkim pogorszeniem ich sytuacji dochodowej, dzięki m.in. wsparciu programów rządowych, pozwoliło na silne odbicie konsumpcji prywatnej w 3Q (+13,7% kw/kw), której dynamika powróciła do poziomów dodatnich (+0,4% r/r). Silniej wzrosła konsumpcja towarów niż usług, na co wskazuje wyższa dynamika sprzedaży detalicznej niż konsumpcji ogółem. W czasie pandemii silnie ucierpiała sprzedaż detaliczna odzieży i obuwi, co spowodowane było zamknięciem sklepów stacjonarnych, a sprzedaż internetowa nie zdołała tego odrobić. Małe spadki w czasie lockdownu i szybką odbudowę po jego zniesieniu zanotowała natomiast sprzedaż artykułów wyposażenia mieszkań, co wiąże się z upowszechnieniem pracy z domu. Dynamika tych kategorii pokazuje, że kluczowa dla aktywności ekonomicznej jest mobilność obywateli i utrzymanie ciągłości działania sklepów.
- Nawrót pandemii na jesieni doprowadził do pogorszenia nastrojów konsumentów i zapewne konsumpcji. Ograniczenie mobilności jest obecnie mniejsze niż w kwietniu i maju co wskazuje na mniejszy wpływ drugiej fali pandemii konsumpcję. Potwierdzają to także dane o wydatkach kartowych klientów Banku Millennium, które w listopadzie i grudniu obniżyły się znacznie mniej niż na wiosnę, a najsilniej obniżyły się wydatki na usługi objęte obostrzeniami.

Konsumpcja – relatywnie pozytywne perspektywy konsumpcji prywatnej w 2021 roku

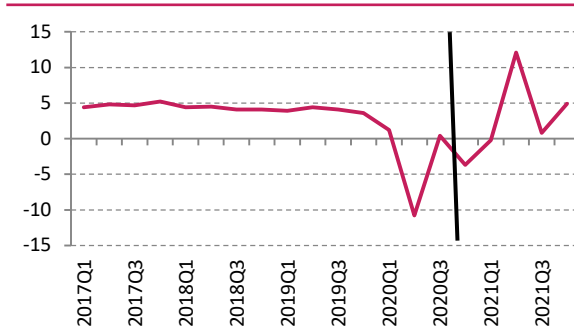
Stopa oszczędności w UE i depozyty gospodarstw domowych w Polsce



Wyprzedzający wskaźnik nastrojów konsumenckich i jego składowe



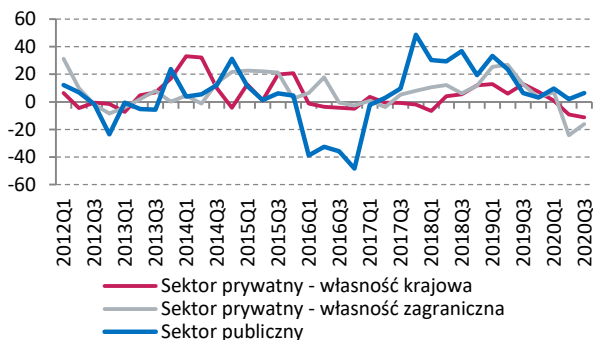
Konsumpcja gospodarstw domowych – prognoza (% r/r)



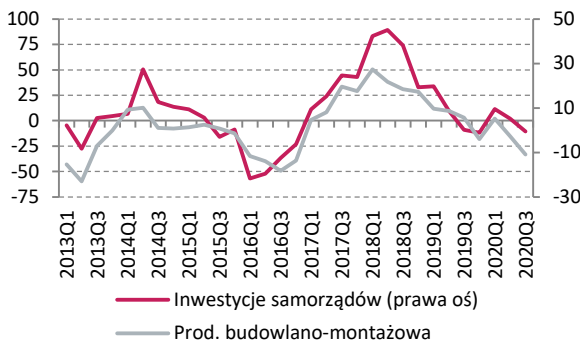
- W 2021 roku konsumpcja prywatna pozostanie jednym z głównych filarów gospodarki. Zakładając mniejsze ryzyko wprowadzenia kolejnych ścisłych lockdownów, ograniczających mobilność społeczeństwa, a przez to możliwości dokonywania wydatków, możliwości konsumpcji rysują się umiarkowanie optymistycznie. Sprzyjać temu będzie odbudowa nastrojów konsumentów, szczególnie w aspekcie skłonności do dokonywania ważnych zakupów. Tym bardziej, że rok 2021 powinien przynieść wzrost dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. Zakładamy przy tym, że kolejne fale pandemii będą miały słabnący wpływ na konsumpcję, o ile wprowadzane w 2021 ograniczenia nie będą miały formy twardego lockdownu.
- Czynnikami wspierającymi konsumpcję gospodarstw domowych będzie także spadek stopy oszczędności, która ze względu na wstrzymanie konsumpcji (lockdown) i wzrost przymusowych oszczędności wzrosła w czasie pandemii. Według danych Eurostatu stopa oszczędności w UE wzrosła o 12,4 pkt. proc. do 23,9% (jako % dochodu rozporządzalnego). Szczegółowe dane dla Polski nie są dostępne, jednak wzrost depozytów bankowych gospodarstw domowych (+1,8% PKB) oraz innych aktywów finansowych (obligacje detaliczne i aktywa TFI) sugeruje istotny wzrost stopy oszczędności też w Polsce. Czynnikiem ryzyka dla konsumpcji pozostaje spodziewany przez nas wzrost bezrobocia, który powinien utrzymać się także w 2021 r. Niemniej, jeśli sytuacja na rynku pracy nie będzie istotnie różna od naszych prognoz, to perspektywy konsumpcji nie powinny ulec wyraźnym zmianom. Ograniczeniem wzrostu konsumpcji może być też szybszy od naszych oczekiwań wzrost inflacji.
- Pandemia spowoduje trwałe zmiany nawyków konsumpcyjnych, które mogą mieć istotny wpływ na strukturę konsumpcji w długim okresie. Dotyczyć to będzie nie tylko wzrostu popularności zakupów internetowych, ale zmiany popytu na usługi, który w pewnych segmentach może być trwale niższy niż przed wybuchem pandemii.

Inwestycje – pandemia zahamowała inwestycje firm, głównie z sektora prywatnego

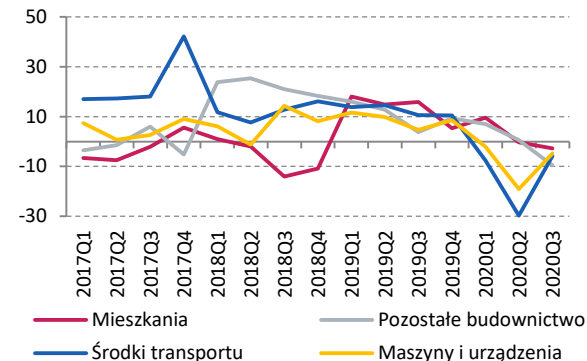
Inwestycje firm zatrudniających co najmniej 50 osób (% r/r)



Inwestycje samorządów i produkcja budowlano-montażowa (% r/r)



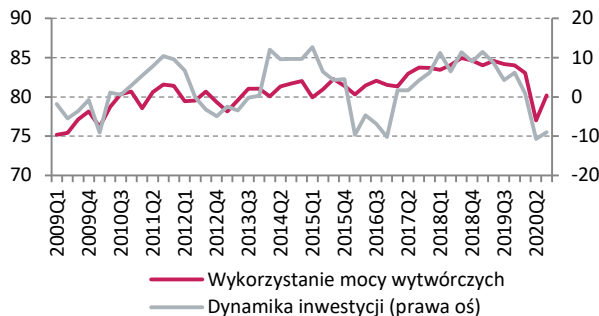
Inwestycje w środki trwałe według klas aktywów (% r/r)



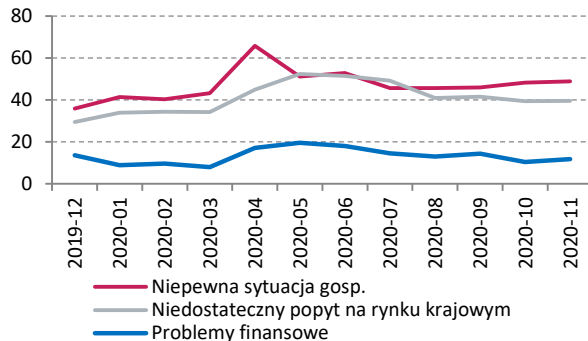
- Reakcją firm na kryzys było wyraźne ograniczenie aktywności inwestycyjnej. Inwestycje w całej gospodarce spadły w 2Q o 10,7% r/r, przy czym inwestycje firm prywatnych, zatrudniających co najmniej 50 osób, skurczyły się nominalnie o 17,7% r/r. W sektorze przedsiębiorstw dodatnia dynamika inwestycji utrzymała się tylko w sektorze publicznym. W podziale na rodzaje aktywów najsilniej spadły inwestycje w maszyny i urządzenia oraz w środki transportu, co nie dziwi biorąc pod uwagę spadek popytu oraz mocy wytwórczych. Relatywnie lepiej radziły sobie, ze względu na inercję i realizację podpisanych projektów, inwestycje budowlane, choć dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują na pogorszenie tendencji w tym obszarze we wrześniu i październiku. W 3Q spadek inwestycji wyhamował tylko nieznacznie do -9,0% r/r, głównie dzięki odbudowie inwestycji w środki transportu. Inwestycje w park maszynowy wciąż były znacznie niższe niż przed rokiem.
- Kryzys pandemiczny spowodował wyraźne ograniczenie aktywności inwestycyjnej samorządów, co uwidoczniło się w 3Q (-10,7% r/r). W rezultacie przełożyło się to na spadek produkcji budowlano-montażowej, szczególnie w segmencie robót infrastrukturalnych. Wygasanie napływu środków europejskich, a także pogorszenie sytuacji finansowej JST będzie ograniczało ich możliwości inwestycyjne także w najbliższych kwartałach. W zakresie inwestycji budowlanych relatywnie lepiej wyglądały nakłady na budynki, czemu sprzyja nienajgorsza sytuacja na rynku mieszkaniowym, napędzana ujemnymi realnymi stopami procentowymi. O ile tendencje w zakresie budownictwa indywidualnego nie uległy drastycznym zmianom, to liczba pozwoleń na budowę oraz nowo rozpoczętych budów mieszkań na wynajem wyraźnie się obniżyła co wiązać należy ze spadkiem mobilności i wzrostem popularności pracy zdalnej. Ten trend będzie zapewne utrzymywał się także w najbliższych kwartałach.

Inwestycje – Niepewność co do perspektyw gospodarki może powstrzymać firmy przed podejmowaniem nowych projektów inwestycyjnych

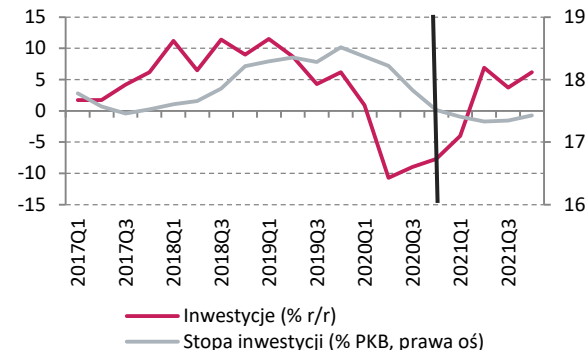
Wykorzystanie mocy wytwórczych (%) w gospodarce a inwestycje (% r/r)



Barriere działalności gospodarczej w przemyśle (%)



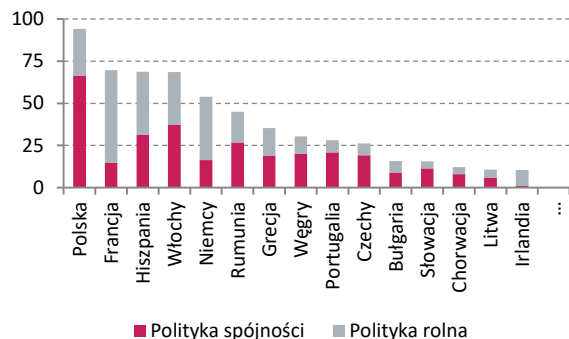
Dynamika inwestycji w gospodarce i stopa inwestycji



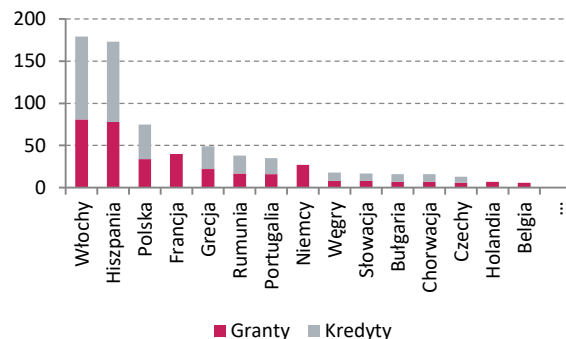
- Perspektywy inwestycji w środki trwałe na rok 2021 nie prezentują się optymistycznie. W naszej ocenie dynamika inwestycji powróci w przyszłym roku do poziomów dodatnich, jednak aktywność inwestycyjna firm pozostanie obniżona. Wskaźnik nowych inwestycji spadł do poziomu najniższego w historii badania NBP. Wpływ na to będzie miała wciąż utrzymująca się na wysokim poziomie niepewność co do perspektyw gospodarki. Rozpoczęcie procesu szczepień zapewne część tej niepewności zredukuje, niemniej do czasu uzyskania zbiorowej odporności na koronawirusa, co zajmie co najmniej kilka kwartałów, ryzyko utrzymania przynajmniej części obostrzeń będzie utrzymywać się. Tymczasem niepewność sytuacji gospodarczej pozostaje główną barierą prowadzenia działalności gospodarczej, która w niewielkim stopniu ustąpiła względem 2Q. Bariery dla inwestycji nie będzie natomiast sytuacja finansowa przedsiębiorstw, która w segmencie firm średnich i dużych powróciła do poziomów zbliżonych sprzed wybuchu pandemii. Z tego też powodu wyraźnie obniżyło się postrzeganie sytuacji finansowej, jako bariery prowadzenia działalności gosp.
- Słowność firm do inwestycji w maszyny i urządzenia będzie ograniczana przez obniżone wykorzystanie mocy wytwórczych. Według szacunków NBP wykorzystanie mocy wytwórczych jest obecnie najniższe od blisko 4 lat. Oznacza to, że odbudowujący się popyt firmy będą mogły zaspokoić przy wykorzystaniu obecnego majątku produkcyjnego. Globalny trend do automatyzacji i digitalizacji powinien sprzyjać odbudowie inwestycji w średnim okresie, choć jego nasilenia oczekiwac można po zmniejszeniu niepewności w gospodarce.
- W 2021 roku możliwości wzrostu inwestycji ograniczane będą przez inwestycje infrastrukturalne współfinansowane ze środków UE, których napływ ze względu na okres przejściowy pomiędzy nową i starą perspektywą finansową będzie mniejszy. Rozruch absorpcji środków UE zajmie kilka kwartałów, w efekcie wyraźnego odbicia inwestycji oczekujemy w roku 2022.

Fundusze UE – środki z budżetu UE na lata 2021-2027, jak i z funduszu Next Generation EU będą stanowić znaczący impuls dla krajowej gospodarki choć efekt gospodarczy będzie odczuwalny najpewniej dopiero w 2022 r.

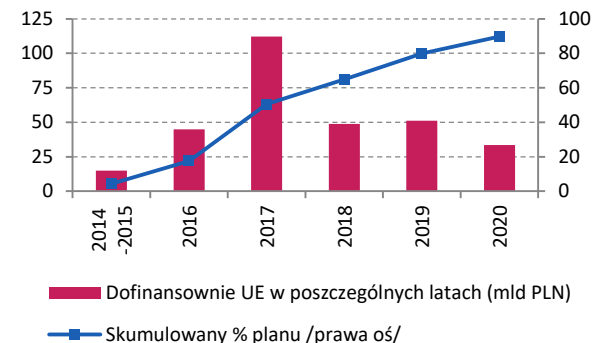
Planowana alokacja środków na politykę spójności i rolną w budżecie UE (mld EUR)



Szacunki alokacji środków w programie Next Generation EU (mld EUR)



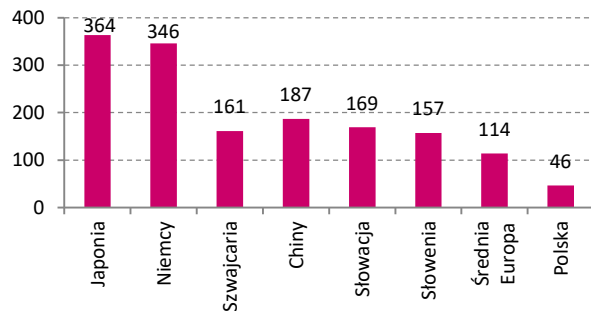
Wykorzystanie w Polsce środków unijnych z perspektywy 2014-2020



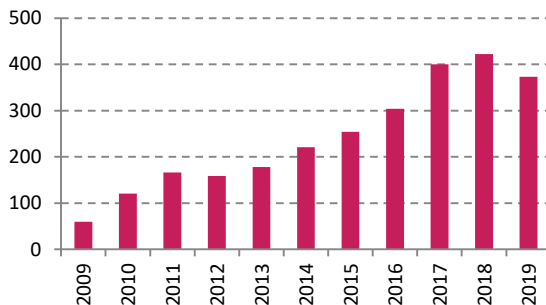
- Po perturbacjach wynikających z powiązania wypłaty środków unijnych z oceną praworządności osiągnięto podczas grudniowego szczytu Unii Europejskiej porozumienie dotyczące budżetu UE o łącznej wartości 1074,3 mld EUR na lata 2021-2027 oraz programu na rzecz odbudowy gospodarki UE (Next Generation EU) po pandemii, którego wartość wynieść ma 750 mld EUR.
- Z dostępnych do tej pory informacji wynika, że w nowym budżecie UE Polsce przypaść ma 66,4 mld EUR (13% PKB z 2019 r.) w ramach polityki spójności, co jest zdecydowanie najwyższą wartością w UE, choć ze względu na zmiany w strukturze i nacisk na inne priorytety kwota ta jest niższa niż w poprzedniej perspektywie Środki dla Polski w ramach wspólnej polityki rolnej mają natomiast sięgnąć 27,6 mld EUR (5% PKB), co jest wartością nieco niższą niż w budżecie na lata 2014-2020. Warto zaznaczyć, że w sumie wydatki na politykę spójności i politykę rolną stanowią ok. 60% całości planowanego budżetu Unii Europejskiej na lata 2021-2027.
- Natomiast w ramach programu Next Generation EU Polsce może przypaść kolejne kilkadziesiąt miliardów euro, poprzez pożyczki oraz bezzwrotne granty. Program obudowy ma być finansowany z emisji wspólnotowego długu, co biorąc pod uwagę skalę planu ma charakter bezprecedensowy. Większość wypłat środków w ramach tego funduszu (granty plus pożyczki) ma dokonać się w latach 2021-2022 oraz, w mniejszej części, w 2023 r., a plan wydatkowania środków kraje członkowie przedstawią do 30 kwietnia 2021 r.
- Oznacza to, że łączna kwota środków przeznaczona Polsce w latach 2021-2027 będzie wyższa niż poprzednim budżecie UE, co będzie stanowiło znaczący impuls dla aktywności inwestycyjnej w Polsce i da przestrzeń finansową do przeprowadzenia ewentualnych zmian, np. w ochronie zdrowia. Doświadczenia wykorzystania środków z UE wskazują jednak, że wpływ ten będzie opóźniony i widoczny najwcześniej pod koniec 2021 r. W latach 2022-23 będzie to jednak silny czynnik pro wzrostowy.

Digitalizacja i robotyzacja – pandemia przyspieszy postęp technologiczny. Niepewność wstrzymuje inwestycje w czasie pandemii, jednak digitalizacja i robotyzacja będzie postępować w kolejnych latach

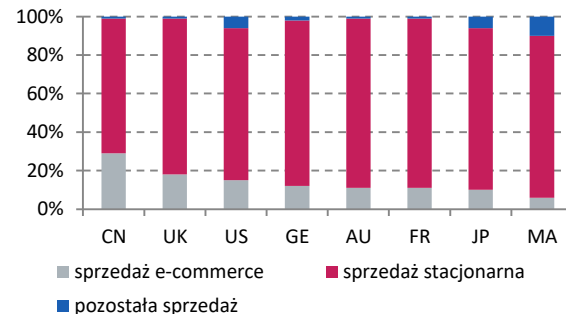
Gęstość robotyzacji w przemyśle w 2019 r. (szt. na 10 tys. pracowników)



Instalacje robotów przemysłowych na świecie (tys., 2019)



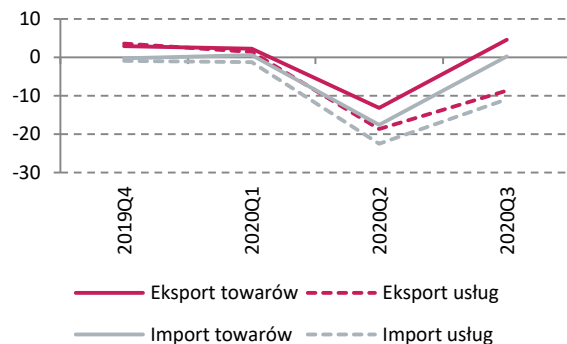
Struktura kanałów sprzedaży detalicznej



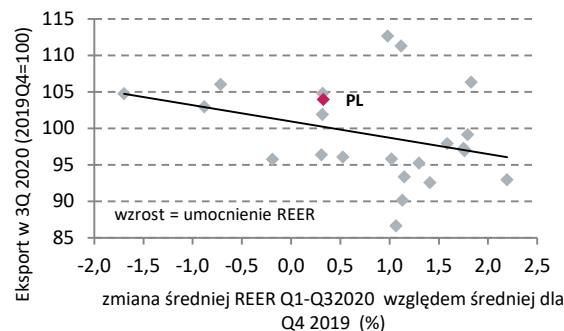
- Ostatnie lata to okres dynamicznego wzrostu zapotrzebowania na roboty przemysłowe. Przed wybuchem pandemii czynnikiem napędzającym zapotrzebowanie na roboty była rekordowo niskie bezrobocie oraz narastające problemy z pozyskaniem pracowników. W czasie pandemii problemy z pozyskaniem pracowników zelały ze względu na wzrost bezrobocia, natomiast pojawił się problem z dostępnością pracowników z powodu kwarantanny. Wydaje się więc, że pandemia jeszcze bardziej uwypukliła konieczność zwiększenia robotyzacji, dając przestrzeń do poprawy efektywności. Co ważne, rośnie nie tylko liczba zainstalowanych robotów (w 2019 r. osiągnęła ona nowy rekord 2,7 mln robotów w przemyśle), ale także zwiększa się zakres branż wykorzystujących roboty. O ile w jeszcze 10 lat temu nośnikiem robotyzacji był sektor motoryzacyjny, to obecnie powszechnie roboty wykorzystywane są w branży chemicznej, elektronicznej, farmaceutycznej, a także w sektorze usług.
- W Polsce, podobnie jak w innych krajach następuje wyraźny wzrost liczby zainstalowanych robotów (w 2019 r. Polska znalazła się wśród 15 krajów o największej liczbie zainstalowanych robotów w przemyśle), to jednak gęstość robotyzacji w przemyśle pozostaje znacznie niższa niż w większości innych krajów UE, nawet z naszej części Europy. To duży dystans, który dzieli Polskie firmy od europejskich rywali. Dalszy wzrost inwestycji w robotyzacji wydaje się nieunikniony,
- Obok automatyzacji, ostatnie lata przyniosły digitalizację działalności gospodarczej. Pandemia pokazała, że ten trend będzie w kolejnych latach jeszcze silniejszy. Obecność w internecie pozwoliła ograniczyć wpływ pandemii na działalność firm, przede wszystkim handlowych. Udział sprzedaży przez internet w Polsce systematycznie rośnie, jednak wciąż pozostaje niższy niż w wielu krajach. Jej najwyższy udział jest w Chinach, co można wiązać z wcześniejszymi pandemią (SARS w roku 2003), które doprowadziły do popularyzacji e-commerce. Dalszy rozwój polskich firm w tym obszarze jest konieczny. Pandemia tylko na chwilę może je wyhamować, jednak długoterminowym skutkiem będzie wzmocnienie inwestycji w digitalizację i automatyzację.

Wymiana handlowa z zagranicą – pandemia Covid-19 wpłynęła na silny spadek eksportu i importu w I poł. 2020 r. W II poł. roku nastąpiło ożywienie, które pozytywnie wyróżniało Polskę na tle innych krajów UE.

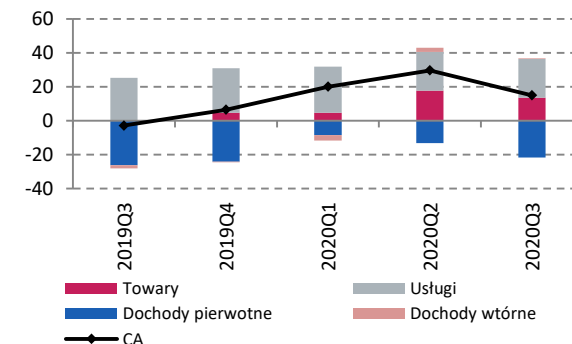
Wymiana handlowa Polski według rachunków narodowych (% r/r)



Ekspert a realny kurs walutowy w wybranych krajach Unii Europejskiej



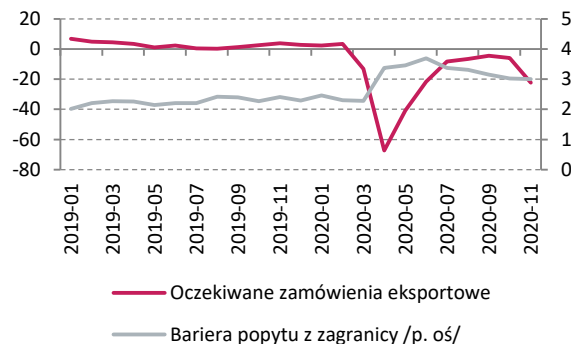
Struktura salda rachunku obrotów bieżących (mld PLN)



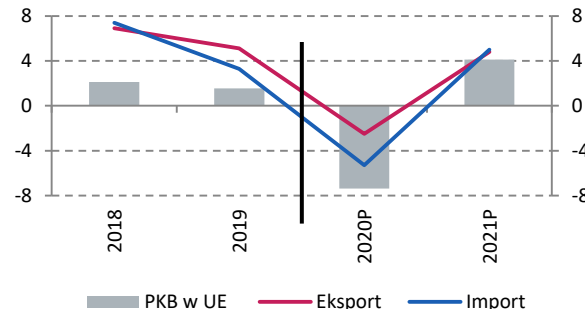
- Wybuch pandemii COVID-19 spowodował w 2Q 2020 r. głębokie obniżenie się wymiany handlowej z zagranicą. Przyczynił się do tego spadek popytu związany z lockdownem w handlu i usługach oraz wstrzymaniem produkcji w części firm przemysłowych. Wymianę handlową ograniczały także trudności z zapewnieniem dostaw towarów i surowców, m.in. z powodu przywrócenia kontroli na granicach. W 2Q 2020 spadek polskiego eksportu według rachunków narodowych wyniósł 14,5% r/r. Dane Eurostat wskazują, że silniejsza zniżka dotknęła eksport usług (-18,7% r/r), co nie stanowi niespodzianki, gdyż ograniczono świadczenie usług transportowych i usług dla biznesu oraz odnotowano silny spadek liczby turystów zagranicznych. Import towarów i usług spadł jeszcze silniej, bo o 18,0% r/r.
- Po najsilniejszym spadku w historii dostępnych danych w 2Q 2020 r. 3Q przyniósł odbicie obrotów handlowych z zagranicą, choć nieco silniej poprawił się eksport niż import. Eksport wzrósł bowiem o 2,0% r/r, a import był o 1,0% niższy niż w analogicznym okresie 2019 r. Na tle innych krajów członkowskich Unii Europejskiej odbicie eksportu było silniejsze, co przypisujemy relatywnie mniejszej skali umocnienia realnego efektywnego kursu walutowego, a przede wszystkim strukturze eksportu. Udział usług turystycznych (turystyka przyjazdowa) jest niższy niż wśród innych krajów, zwłaszcza tych na południu Wspólnoty. Co więcej, znaczący udział dóbr konsumpcyjnych w eksporcie sprzyjał sprzedaży towarów za granicę, ze względu na ich mniejszą elastyczność popytu niż dóbr inwestycyjnych.
- Dane NBP za październik wskazują na utrzymanie pozytywnych trendów w eksporcie także na początku 4Q br. Eksport po wybuchu pandemii radzi sobie lepiej niż import, co zwiększa nadwyżkę w handlu z zagranicą. Dodatkowo saldo obrotów towarowych i usług przełożyło się na wzrost nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, która w 3Q br. wyniosła 3,1% PKB i była najwyższa w historii danych. Zmniejsza to ryzyka dla wystąpienia niekorzystnych nierównowag w transferach z zagranicą.

Wymiana handlowa z zagranicą – prognozy wymiany handlowej w 2021. są optymistyczne, a eksport netto będzie mieć dodatni wkład do wzrostu

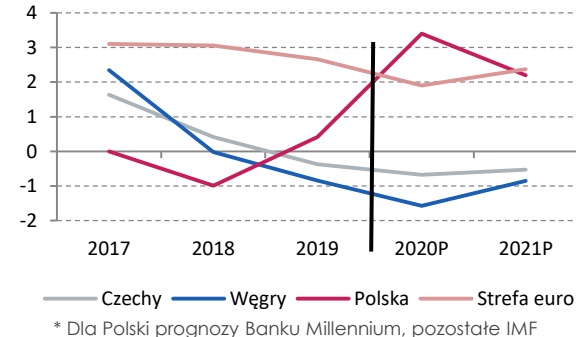
Wskaźniki koniunktury (pkt)



Prognozy PKB w UE wg KE i polska wymiana handlowa (% r/r)



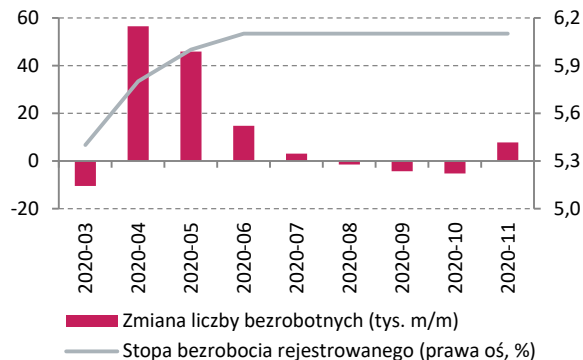
Prognozy salda obrotów bieżący (% PKB)*



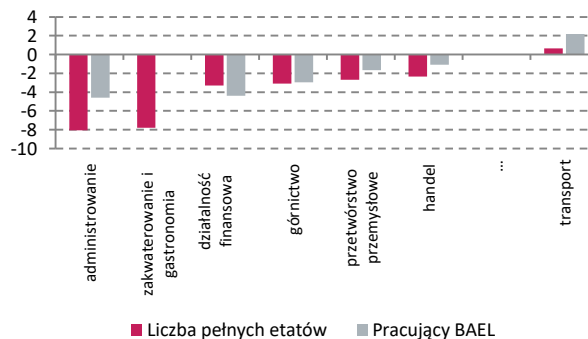
- Według naszych oczekiwań eksport netto będzie w 4Q 2020 wspierał wzrost gospodarczy, tym bardziej, że w listopadzie zamknięto w kraju znaczącą część handlu, co najpewniej będzie skutkowało ograniczeniem popytu importowego. Co prawda, wyhamowanie eksportu może nastąpić w grudniu (także w styczniu 2021 r.), ze względu na wprowadzony twardy lockdown w Niemczech, jeśli jednak nie będzie on długotrwały to nie powinien istotnie zmienić perspektyw polskiej gospodarki.
- Nasze obliczenia wskazują, że pomimo dynamicznego odbicia w II połowie 2020 r. w całym roku sprzedaż towarów i usług za granicę będzie niższa niż w 2019 r. o 2,5%. Popyt importowy zaliczy według nas silniejszy spadek, bo o 5,3%. Eksport netto będzie miał zatem silnie dodatni wkład do dynamiki PKB w 2020 r. Według naszych oczekiwań 2021 r. powinien przynieść odrobienie z nawiązką strat w eksporcie poniesionych w 2020 r., gdyż szacujemy, że po wzroście o 4,8%, eksport przewyższy poziom z 2019 r. Do czynników, które wspierać będą odbudowujący się eksport zaliczamy oczekiwane przyspieszenie globalnej wymiany handlowej, opłacalny kurs walutowy, zakładana lepsza sytuacja epidemiczna, a także drożność łańcuchów dostaw. Spodziewamy się również wzrostu w 2021 r. importu – o 5,0%, który powinien być wspierany przyspieszającym popytem krajowym. Pomimo tego saldo w handlu z zagranicą najprawdopodobniej pozostanie dodatnie, choć będzie mniejsze niż 2020 r. Nadwyżka salda obrotów bieżących powinna utrzymać się także w 2021 r. Nasza prognoza wynosi 2,2% PKB, i przewyższa oczekiwania dla innych krajów regionu.
- Przedstawione oczekiwania są obarczone niepewnością dotyczącą m.in. polityki handlowej na świecie, zwłaszcza umowy między Wielką Brytanią a Unią Europejską. Kraj ten jest trzecim największym odbiorcą polskiego eksportu towarów (5,7% w okresie styczeń-październik 2020 r.), choć jego udział stopniowo malał od referendum w sprawie brexitu w 2016 r. Naszym zdaniem brak porozumienia nie zmieni dobrego obrazu fundamentów handlu zagranicznego Polski. Ewentualne cła i zaburzenia związane z ruchem granicznym na początku 2021 r. ograniczyłyby wymianę towarową, jednak z upływem czasu czynnik ten powinien stawać się mniej dotkliwy.

Rynek pracy – wybuch pandemii silnie płynął na rynek pracy, choć po początkowym wzroście bezrobocia sytuacja ustabilizowała się dzięki szybkiemu odbiciu aktywności gospodarczej i rządowemu wsparciu

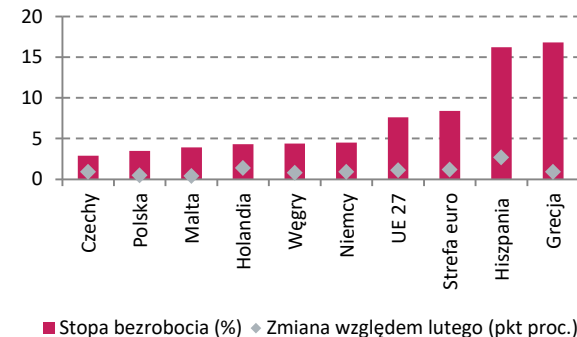
Bezrobocie rejestrowane



Przeciętne zatrudnienie i pracujący wg. BAEL w 3Q 2020 (% r/r)



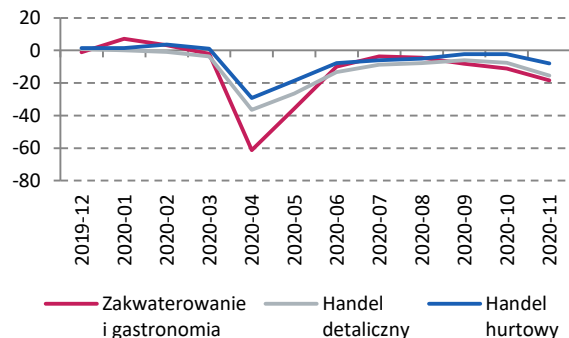
Stopa bezrobocia w październiku 2020 r. wg Eurostat



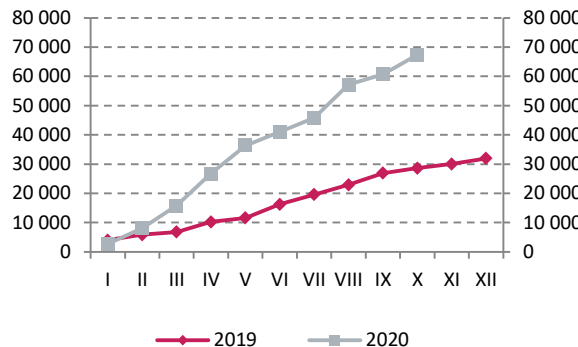
- W 2020 r. bez wątpienia kluczowym czynnikiem wpływającym na sytuację na rynku pracy była pandemia COVID-19 oraz obostrzenia dla życia społeczno-gospodarczego. W czerwcu, gdy stopniowo wygasło wiosenne zamrożenie gospodarki liczba osób zarejestrowanych jako bezrobotne była wyższa niż na koniec marca o 117,1 tys. Nieco inne wnioski płyną z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności, które wskazuje, że w 2Q 2020 liczba osób pracujących spadła o 151 tys., ale niemal wszyscy, zwłaszcza kobiety przepłynęli do biernych zawodowo. Odzwierciedla to spadek stopy aktywności zawodowej do 55,5% z 56,0% w 1Q 2020.
- Według BAEL w 3Q 2020 liczba osób bezrobotnych wzrosła o 53 tys., a liczba osób aktywnych zawodowo o ponad 400 tys. W wyniku tych zmian stopa bezrobocia wzrosła tylko do 3,4% z 3,1% w 2Q. Restrykcje oraz samoizolacja ludności w szczególności dały się we znaki sektorowi usług. W 3Q 2020 r. największe spadki przeciętnego zatrudnienia odnotowano w administrowaniu i działalności wspierającej, obejmującej m.in. biura turystyczne (o 8,1% r/r) oraz zakwaterowaniu i gastronomii (o 7,8%). Obecnie dostępne dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw i stopie bezrobocia rejestrowanego wskazują na względnie stabilną sytuację na rynku pracy w 4Q 2020, pomimo zaostreżenia restrykcji. Naszym zdaniem jednak dane o bezrobociu rejestrowanym nie oddają w pełni spadku popytu na pracę w gospodarce. Dane o przeciętnym zatrudnieniu (tj. liczbie całych etatów) w zestawieniu z danymi o pracujących BAEL wskazują, że dostosowanie popytu na pracę ma miejsce także poprzez ograniczenie czasu pracy. Dostosowanie to dokonano się także poprzez odpływ części tymczasowych pracowników z zagranicy. Niemniej sytuacja na rynku pracy na koniec 2020 r. jest lepsza niż spodziewaliśmy się w marcu, do czego przyczyniło się wsparcie rządu, które obniżyło koszty pracy oraz stanowiło zachętę do utrzymywania liczby pracowników. Sytuacja rynku pracy wyróżnia się pozytywnie na tle innych krajów. Stopa bezrobocia według metodologii Eurostat była w październiku drugą najniższą w Unii Europejskiej.

Rynek pracy - druga fala pandemii wskazała, że dopóki jest ryzyko przeciążenia służby zdrowia część branż nie będzie mogła powrócić do działalności sprzed pandemii, co spowoduje nieznaczny wzrost bezrobocia w 2021 r.

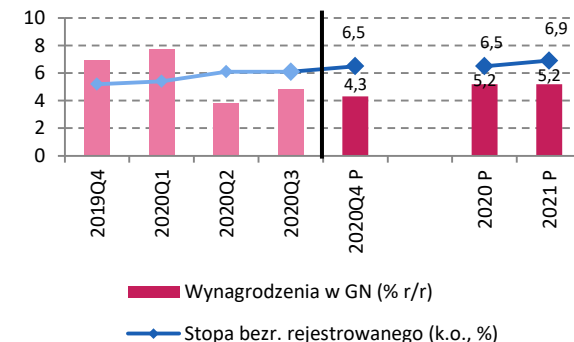
Wskaźniki oczekiwanego zatrudnienia (pkt)



Liczba zgłoszonych miejsc pracy w zwolnieniach grupowych



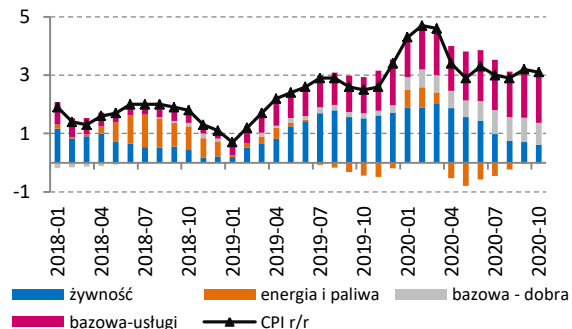
Prognozy wynagrodzeń i stopy bezrobocia



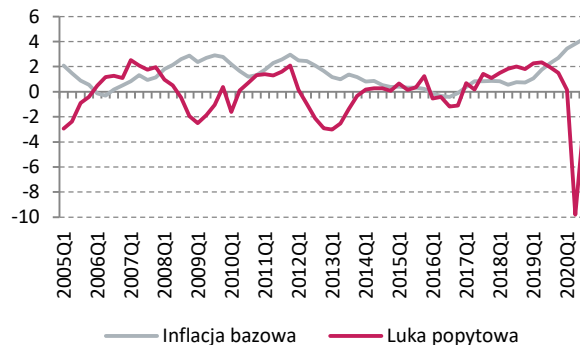
- Pomimo pozytywnej niespodzianki dotyczącej zatrudnienia w 2020 r. spodziewamy się niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2021 r. – do 6,9% z 6,5% szacowanego na grudzień 2020 r. Za oczekiwaniami tymi przemawia silny wzrost w 2020 r. liczby miejsc pracy do zlikwidowania w ramach zwolnień grupowych. Od początku 2020 r. do października zgłoszono ich niespełna 70 tys. podczas gdy w analogicznym okresie ub. roku liczba ta wynosiła 28,6 tys. Naszym zdaniem spadający popyt na pracę będzie dotyczył niektórych branż w gospodarce, zwłaszcza usług, pomimo pozytywnych doniesień o programie szczepień, gdyż perspektywa jego realizacji wydaje się odległa. Dlatego część firm z tego sektora najprawdopodobniej zmuszona będzie do trwalszego dostosowania się do sytuacji epidemicznej. Niemniej wskaźniki przewidywanej koniunktury wskazują, że popyt na pracę w całej gospodarce znacząco nie obniży się, a braki kadrowe w przemyśle nadal stanowią jeden z ważnych czynników ograniczających ekspansję sektora.
- Spadek popytu na pracę przełożył się na wolniejszy wzrost płac w gospodarce. Wedle naszych szacunków dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia spadła w 2020 r. do 5,2% z 7,3% przed rokiem. W ujęciu realnym, biorąc pod uwagę wzrost inflacji w 2020 r., wyhamowanie to było jeszcze silniejsze. Spodziewamy się, że w warunkach odbicia gospodarczego i tylko niewielkiego wzrostu bezrobocia ograniczającego się do niektórych branż wzrost płac nominalnych pozostanie stabilny w 2021 r. i wyniesie 5,2%. Natomiast wzrost płacy realnej powinien przyspieszyć sprzyjając konsumpcji i poprawie nastrojów gospodarstw domowych.
- Przedstawione oczekiwania obarczone są dużą niepewnością. Z jednej strony bowiem lepsza sytuacja epidemiczna i wsparcie rządowe mogą sprzyjać spadkowi w 2021 r. bezrobocia. Z drugiej strony jednak ryzyko utrzymania obostrzeń i ewentualnie lockdownów (choć mniejsze niż w 2020 r., ze względu na program szczepień) pozostaje znaczące, co wraz z słabymi perspektywami inwestycji i wygasaniem rządowego wsparcia mogą napędzać wzrost bezrobocia silniej od naszych oczekiwań.

Inflacja — tylko powolny spadek inflacji w warunkach silnej recesji ze względu na „pandemiczny” wzrost cen części usług

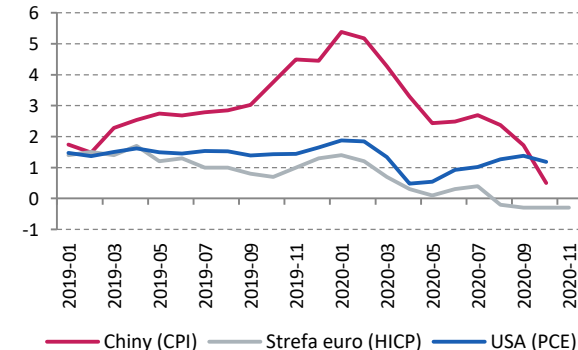
Inflacja CPI w Polsce (% r/r) oraz jej struktura



Inflacja bazowa (% r/r) i luka popytowa (% PKB)



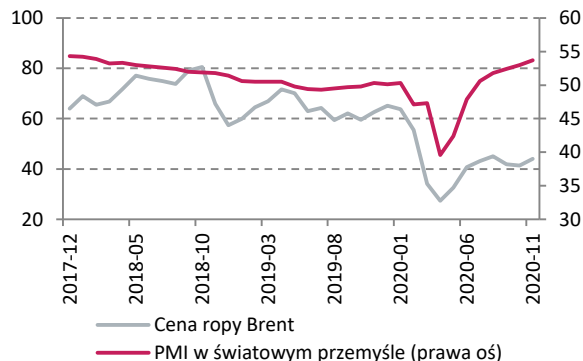
Inflacja za granicą (% r/r)



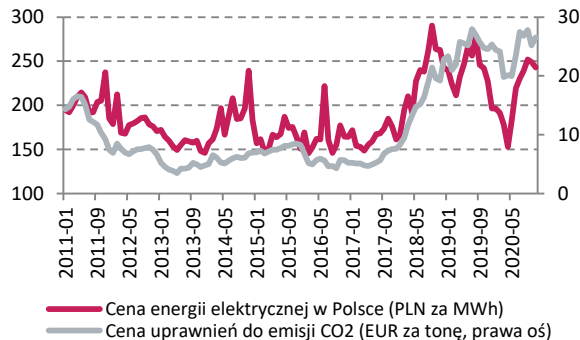
- Po osiągnięciu lokalnego szczytu w lutym 2020 r. na poziomie 4,7% r/r, inflacja mierzona wskaźnikiem CPI zaczęła się obniżać, choć biorąc pod uwagę skalę recesji oraz rozmiar ujemnej luki popytowej tempo wyhamowania inflacji jest powolne. Pandemia wywołała nieoczywisty wpływ na dynamikę procesów cenowych, ponieważ nasiliła widoczny jeszcze przed kryzysem wzrostowy trend cen usług. Rosnące ceny usług neutralizowały w dużej mierze dezinflacyjny wpływ wygasającej inflacji cen żywności, a także silnego spadku cen paliw w następstwie zniżek cen ropy naftowej na rynkach globalnych.
- W rezultacie inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, wzrosła w warunkach pandemii do 4,3% r/r, poziomu najwyższego od 2001r., przy czym ceny usług rosły w listopadzie o 7,8% r/r. Wyższe koszty zabezpieczenia sanitarnego, w połączeniu z odpływem z polskiego rynku pracy części pracowników z zagranicy oraz silnym impulsem monetarnym i fiskalnym, chroniącym rynek pracy przed masowym wzrostem bezrobocia i głębokim spadkiem dochodów, zostały przerzucone na konsumentów, co szczególnie widoczne było w zwrocie cen usług medycznych, fryzjerskich, czy też utrzymania domu. Od lipca widoczne jest nieznaczne przyspieszenie także cen towarów, co może wiązać się z osłabieniem złotego oraz skracaniem łańcuchów dostaw i wyższymi kosztami zaopatrzenia.
- Na uwagę zasługuje powolne tempo spadku inflacji pomimo dezinflacyjnego otoczenia u naszych głównych partnerów handlowych. W strefie euro roczny wskaźnik inflacji konsumenckiej spadł poniżej zera, natomiast w USA i w Chinach utrzymują się one na poziomie nieznacznie dodatnim. Wskazuje to, iż powodem podwyższonej inflacji w Polsce są czynniki krajowe.

Inflacja – ceny administrowane będą ograniczały przestrzeń spadku inflacji w 2021 roku

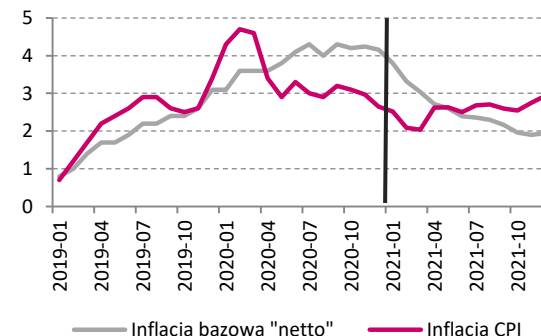
Ceny ropy naftowej (USD) i indeks PMI dla światowego przemysłu



Ceny energii elektrycznej i praw do emisji CO2



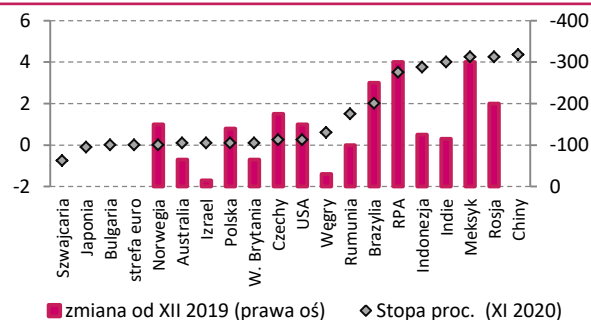
Prognoza inflacji w Polsce (% r/r)



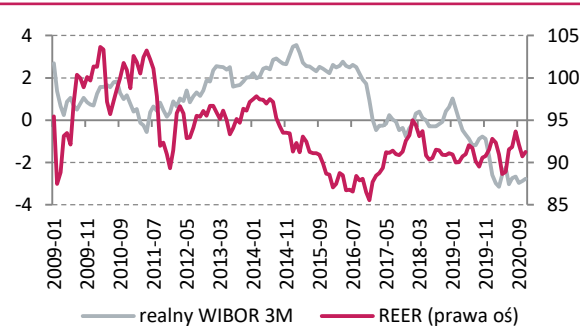
- Początek roku 2021 przyniesie nieznaczny spadek inflacji mierzonej wskaźnikiem CPI do ok. 2% r/r, głównie ze względu na efekt bazy statystycznej. Przestrzeń do spadku inflacji ograniczać będą podwyżki cen regulowanych. Planowana podwyżka cen energii dla gospodarstw domowych, w połączeniu z wprowadzeniem opłaty mocyowej przełoży się na wzrost inflacji o 0,5 pkt. proc. już na początku przyszłego roku. Planowane podwyżki cen wywozu śmieci i usług komunalnych dodadzą do inflacji co najmniej kolejne 0,3 pkt. proc. W kierunku wyższej inflacji oddziaływać będzie także wprowadzenie podatku „cukrowego” oraz od sieci detalicznych, które w warunkach mocnego popytu konsumpcyjnego będą mogły przynajmniej częściowo zostać przerzucone na konsumentów. W rezultacie oczekujemy, iż średnio w roku inflacja CPI wyniesie w roku 2021 2,6% wobec 3,4% średnio w roku 2020.
- W roku 2021 silnie proinflacyjny wpływ będą miały ceny surowców energetycznych. Odbudowa wzrostu gospodarczego i wychodzenie światowej gospodarki z kryzysu będą zwiększały popyt na surowce przemysłowe, w tym także ropę naftową. W rezultacie, po załamaniu jej cen w 2020 r, oczekujemy jej wzrostu stabilizacji na poziomie 50-55 USD za baryłkę wobec ok. 40 USD średnio w roku 2020. Biorąc powyższe pod uwagę bilans ryzyk dla inflacji oceniamy jako asymetryczny w kierunku wyższych odczytów.
- Ryzykiem dla wskaźnika inflacji w przyszłym roku, ale przede wszystkim w kolejnych latach jest zmiana struktury konsumpcji, która nastąpiła w wyniku szoku pandemicznego, a w rezultacie zmiana systemu wag w koszyku inflacyjnym. Dotychczasowe szacunki EBC wskazują, iż rzeczywisty poziom inflacji, skorygowany o zmiany nawyków konsumpcyjnych, jest nieznacznie wyższy niż publikowane odczyty HICP.

Polityka pieniężna – skala ekspansji monetarnej wyróżniała Polskę spośród krajów naszego regionu. Polska dołączyła do krajów z zerowymi stopami procentowymi.

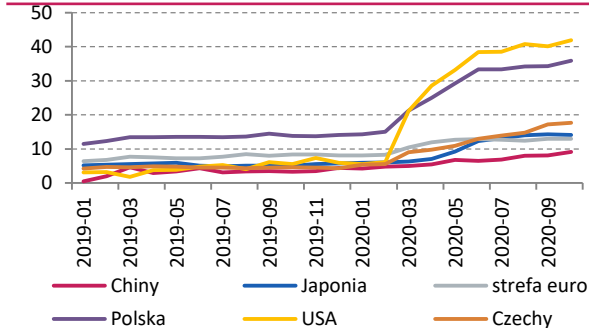
Stopy procentowe banków centralnych (%) i ich zmiana (pkt baz.)



Realny Wibor 3M (%) oraz realny efektywny kurs walutowy



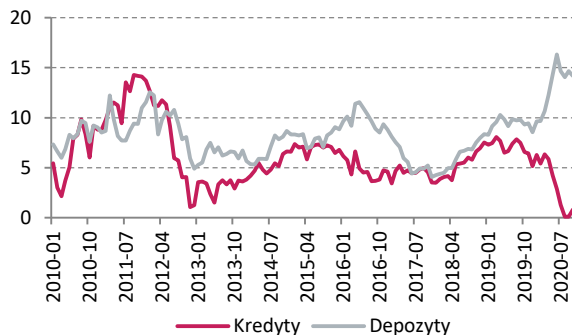
Dynamika podaży pieniądza – agregat M1 (% r/r)



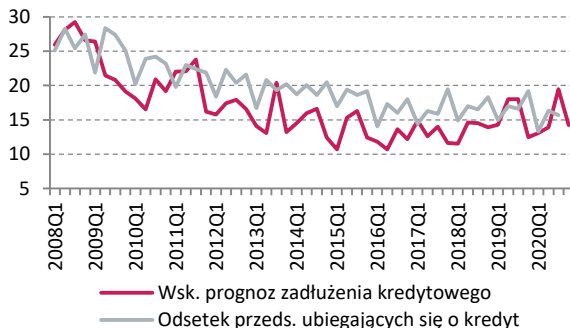
- Rada Polityki Pieniężnej w reakcji na kryzys wywołany pandemią obcięła stopy procentowe o 140 pkt baz., spychając stopę referencyjną do rekordowo niskiego poziomu 0,10%. Skala luzowania monetarnego w Polsce była bardzo agresywna na tle krajów naszego regionu, a nominalne stopy procentowe sprowadzone zostały do poziomów obserwowanych najczęściej w krajach rozwiniętych, gdzie stopa procentowa równowagi jest z reguły niższa. Uwzględniając bieżącą inflację, realne stopy procentowe w Polsce są jednymi z najniższych na świecie. Niemal zerowe stopy procentowe i skup aktywów wsparły gospodarkę, choć wyraźnie pogorszyły kondycję sektora finansowego.
- Poza cięciem stóp procentowych NBP, śladem innych banków centralnych świata, rozpoczął program skupu aktywów, którego przedmiotem były głównie obligacje emitowane przez PFR oraz BKG, finansujące rządowe programy wsparcia gospodarki. Pomiędzy kwietniem a listopadem NBP skupił papiery dłużne wartości 105,7 mld PLN (4,6% PKB), z czego aż 54,4 mld PLN to dług nieskarbowy. Program luzowania ilościowego doprowadził do wzrostu bazy monetarnej i podaży pieniądza. Nie znalazło to jednak odzwierciedlenia we wzroście akcji kredytowej, która utrzymuje się na niższym poziomie niż przed wybuchem kryzysu.
- W otoczeniu niemal zerowych stóp procentowych ważnym narzędziem wpływu na koniunkturę jest kurs walutowy. W reakcji na pierwszą falę pandemii złoty osłabił się o ok. 5% względem koszyka walut i do grudnia br. zdołał odrobić część strat. W warunkach kryzysu RPP większą niż zwyczajowo rolę zwraca uwagę na ten kanał oddziaływania polityki monetarnej. W ocenie RPP zbyt szybkie umocnienie polskiej waluty mogłoby doprowadzić do pogorszenia perspektyw odbudowy gospodarki po pandemii, negatywnie wpływając na konkurencyjność polskiego eksportu. Dlatego też w sytuacji jego silniejszego umocnienia nie wykluczamy możliwości interwencji bankierów centralnych mającej na celu uniknięcie przewartościowania złotego.

Polityka pieniężna – zerowe stopy nie zwiększyły dostępności kredytów, natomiast zachęciły do zmiany nawyków oszczędnościowych

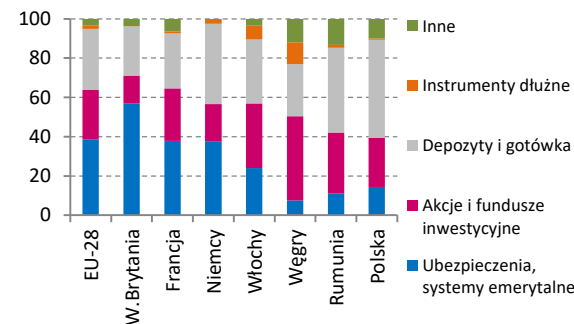
Dynamika depozytów i kredytów w systemie bankowym (% r/r)



Prognozy zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw – badanie NBP



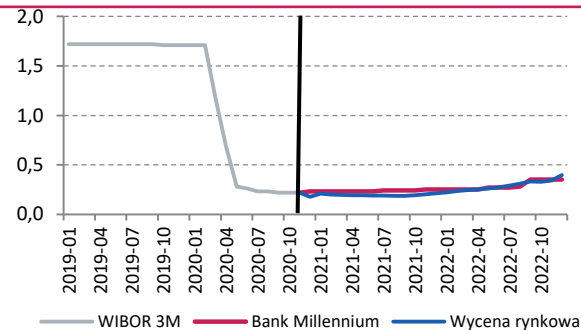
Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (2018)



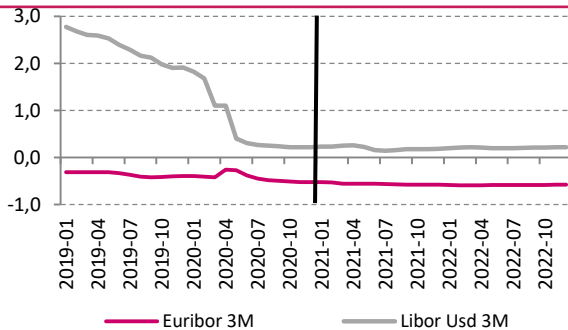
- Ograniczenie konsumpcji wymuszone lockdownem oraz rządowe programy wsparcia gospodarki skutkowały wyraźnym wzrostem depozytów bankowych, które od grudnia 2019r. zwiększyły się o 148,2 mld PLN. W sektorze gospodarstw domowych depozyty wzrosły o blisko 61 mld PLN, pomimo silnego spadku oprocentowania lokat bankowych w następstwie decyzji NBP. Po stronie kreacji pieniądza widoczny jest spadek popytu na kredyt, w wyniku czego rośnie płynność sektora bankowego. Jedyne kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych powróciły do wzrostów, czemu sprzyjają silnie ujemne realne stopy procentowe i dążenie do ochrony wartości majątku. Wartość nowych kredytów na cele konsumpcyjne w sektorze gosp. domowych, a także kredytów dla przedsiębiorstw jest w obecnie znacznie mniejsza niż przed wybuchem kryzysu. Ultra łagodna polityka pieniężna nie doprowadziła zatem, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, do wzrostu akcji kredytowej.
- Niska akcja kredytowa odzwierciedla spadek popytu na finansowanie zewnętrzne. Zmniejszenie konsumpcji wymuszone samoizolacją, przy wzroście stopy oszczędności, ogranicza zapotrzebowanie na kredyty konsumpcyjne. Ograniczenie inwestycji firm przekłada się natomiast na mniejsze zapotrzebowanie finansowania przedsiębiorstw. Wyniki badań ankietowych NBP wskazują na spadek wskaźnika prognoz zadłużenia i niższy odsetek firm ubiegających się o kredyt. Ożywienie akcji kredytowej możliwe jest w drugiej połowie roku, kiedy w ślad za poprawą nastrojów w gospodarce, zakładając stopniowe wygaszanie pandemii, nastąpi przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw. Wysokie ankiety NBP wskazują, że dostępność finansowania, mierzona odsetkiem odrzuconych wniosków kredytowych, utrzymuje się na wysokim poziomie.
- W warunkach zerowych stóp proc. oczekiwać można realokacji oszczędności w kierunku aktywów dających dodatnią realnie stopę zwrotu. Wymagać to będzie jednak akceptacji większego ryzyka, ponieważ najbezpieczniejsze aktywa generują ujemne realne stopy zwrotu. Z tego też powodu oczekujemy dalszego wzrostu zainteresowania alternatywnymi formami oszczędzania, głównie funduszami inwestycyjnymi, do których pomiędzy majem a październikiem napłynęło niemal 16 mld PLN.

Polityka pieniężna – Otoczenie niemal zerowych stóp procentowych utrzyma się w najbliższych kwartałach

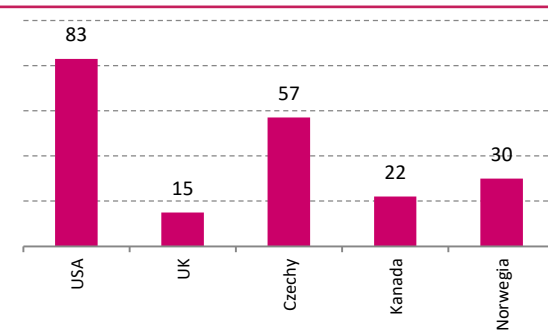
Oczekiwane stopy procentowe w Polsce (%)



Oczekiwania rynkowe co do stóp procentowych w USA i w strefie euro (%)



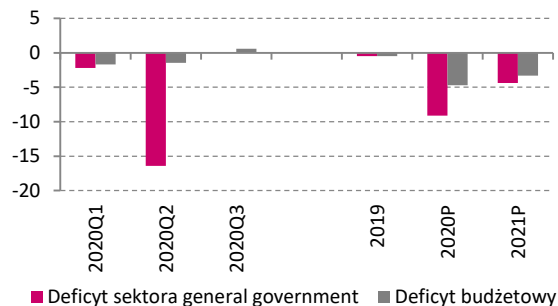
Okres od obniżki stóp do rekordowo niskiego poziomu do podwyżki stóp (miesiące)



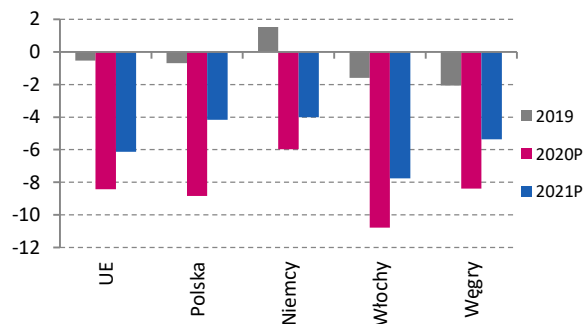
- Sprowadzenie nominalnych stóp procentowych w Polsce do niemal zera wyczerpało, w naszej ocenie, przestrzeń do dalszych ich obniżek. Niższe stopy procentowe nie przyniosą pożądanego skutku w postaci pobudzenia akcji kredytowej i pogorszą stabilność systemu finansowego. Naszym bazowym scenariuszem jest stabilizacja stóp proc., być może nawet do końca kadencji obecnej RPP. Podwyższona inflacja, a także bardziej pozytywna w naszej ocenie ścieżka PKB w 2021 w stosunku do projekcji NBP może nasilić w trakcie 2021 roku dyskusję o ewentualnych podwyżkach stóp proc., jednak w obecnym składzie Rady przegłosowanie decyzji o ewentualnej podwyżce oprocentowania będzie trudne. Rynek finansowy może z jednak zacząć wycenę normalizacji polityki pieniężnej w średniookresowej perspektywie.
- Większa uwaga RPP na kurs walutowy może powodować, że w sytuacji gwałtowniejszego umocnienia złotego bankierzy centralni będą chcieli powstrzymać wzrost polskiej waluty, aby nie doprowadzić do pogorszenia konkurencyjności polskiego eksportu.
- Scenariusz stabilizacji stóp proc. w Polsce wspierać będzie utrzymywanie niskich stóp procentowych przez główne banki centralne. Amerykański Fed, Europejski Bank Centralny, a także Narodowy Bank Szwajcarii kontynuować będą ultra-łagodną politykę pieniężną, wspierając odbudowę gospodarek dotkniętych skutkami kryzysu. Ewentualne ruchy na poziomie stóp będą poprzedzone wycofaniem programów wsparcia ilościowego, na co w perspektywie najbliższych kwartałów się nie zanoszą.
- Reakcją RPP na kryzys było zaprzestanie organizowania konferencji prasowych po posiedzeniach oraz ograniczenie komunikacji z analitykami. To, w połączeniu z niespodziewanymi zmianami terminów posiedzeń, zmniejsza jej przejrzystość i zwiększa niepewność co do kształtu polityki pieniężnej, gdyż utrudnia poznanie funkcji reakcji RPP w warunkach kryzysu. Nie zmienia to zasadniczo naszej oceny perspektyw polityki pieniężnej, jednak zwiększa zmienność na rynkach finansowych.

Polityka fiskalna – silny impuls fiskalny pomógł ograniczyć negatywny wpływ pandemii na gospodarkę. W 2021 roku oczekujemy spadku deficytu, choć polityka fiskalna pozostanie ekspansywna.

Deficyt sektora general government a deficyt budżetowy w Polsce (% PKB)



Deficyt sektora general government w wybranych krajach UE (% PKB)



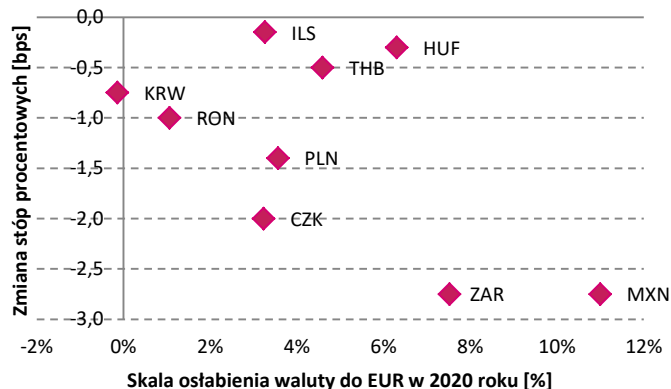
Prognoza długu sektora general government (% PKB)



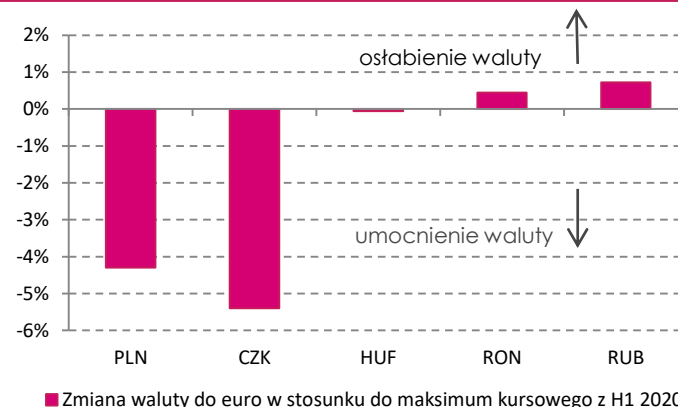
- Recesja w gospodarce i wywołany nią ubytek dochodów, a także programy wsparcia gospodarki uruchomione przez rząd miały istotny wpływ na sytuację sektora finansów publicznych w 2020r. Saldo budżetu państwa zamiast planowanego pierwotnie zrównoważenia zamknęło się deficytem 109,3 mld PLN, według założeń z nowelizacji ustawy budżetowej. Znaczną część obciążeń związanych z programami pomocowymi poniosły podmioty pozabudżetowe, w szczególności PFR, który realizował wypłaty w ramach tarczy finansowej. W rezultacie, znacznie silniejszy wzrost nastąpił w przypadku deficytu sektora general government (w 2Q wyniósł 16,4% PKB) niż deficytu budżetu państwa, który w 2Q wyniósł 1,5% PKB, a w 3Q miał nadwyżkę. Na 2021 r. Ministerstwo Finansów planuje deficyt wartości 82,3 mld PLN. W naszej ocenie wartości deficytów w latach 2020-21 oparte są na konserwatywnych założeniach i jest przestrzeń do pozytywnej niespodzianki. Oznacza to również przestrzeń do dodatkowych pakietów stymulacji, w sytuacji kolejnych fal pandemii. Polityka fiskalna pozostanie zatem akomodacyjna. Wzrost deficytów fiskalnych był powszechnym narzędziem wykorzystywanym w walce z kryzysem także w innych krajach, co pozwoliło zmniejszyć skalę wpływu pandemii na gospodarkę, choć skala poluzowania fiskalnego wyróżnia także Polskę na tle regionu.
- Ekspansja fiskalna doprowadziła do silnego wzrostu długu publicznego, który w relacji do PKB osiągnie poziom najwyższy od 2013r. Jego nieznacznej wyższości (do ok. 58% PKB) spodziewamy się także w 2021 r. Wzrost nierównowagi fiskalnej nie musi przełożyć się na pogorszenie oceny perspektyw wiarygodności kredytowej Polski, o ile zostanie zahamowany jego przyrost, a rząd przedstawi program ograniczenia deficytu w dalszych latach. Nie oczekujemy jednak głębokiego zacieśnienia fiskalnego, ponieważ polityka fiskalna pozostanie narzędziem wsparcia gospodarki i trudno będzie o polityczne poparcie programu konsolidacji fiskalnej. Silny przyrost długu nie destabilizuje rynków finansowych ze względu na uruchomienie przez NBP programu skupu aktywów.

Rynki finansowe PLN – złoty wykazał się relatywną odpornością na „pandemiczne” zawirowania

Polityka pieniężna a wartość waluty (stan 30.11.2020r.)



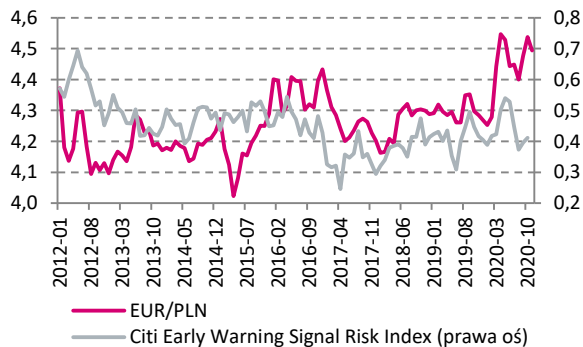
Zmiana waluty do EUR w stosunku do maksimum kursowego z H1 2020



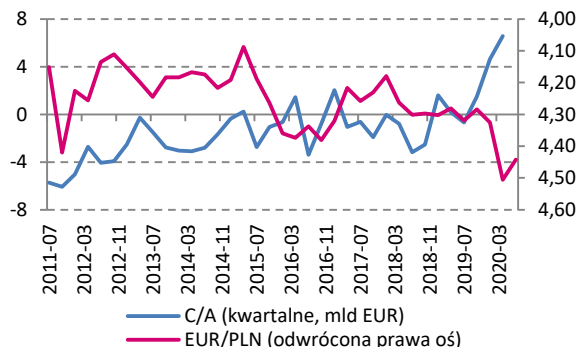
- Rok 2020 był okresem podwyższonej zmienności cen wielu aktywów, w tym walut *emerging markets*. Źródłem przeceny był wzrost awersji do ryzyka motywowany „szokiem pandemicznym” oraz niejednokrotnie silnym złagodzeniem polityki pieniężnej przez lokalne banki centralne. Przyznać jednak należy, iż złoty – mimo, że nie uniknął osłabienia do euro – pozostał relatywnie odporny na globalne zawirowania. W szczególności na tle poprzednich kryzysów (2008, 2011, 2015), gdy zanotował między innymi spektakularne osłabienie po upadku banku *Lehman Brothers*. W 2020 roku względem koszyka walut - mierząc kursem NEER - złoty osłabił się o około 2,5%. Relatywną odporność na zawirowania utożsamiamy z systematyczną poprawą fundamentów krajowej gospodarki, szczególnie widoczną w dwóch latach poprzedzających pandemię. W okresie 2018 – 2019 zmienność notowań EUR/PLN wynosiła zaledwie około 2%, choć waluty *emerging markets* niejednokrotnie mierzyły się w tym czasie z epizodami podwyższonej awersji do ryzyka towarzyszącej zaostrzeniu polityki pieniężnej w USA, której były beneficjentem, konfliktami geopolitycznymi, czy przeciągającymi się negocjacjami dotyczącymi wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.
- W 2020 roku imponujące było także tempo odrabiania strat polskiej waluty do euro w stosunku do wyznaczonego w drugim kwartale 2020 roku maksimum kursowego. Spośród koszyka walut regionu złoty zanotował drugie najwyższe tempo umocnienia, choć nadal traci około 3,5% w stosunku do poziomów sprzed wybuchu pandemii. Mimo to, warta podkreślenia jest tu między innymi lepsza postawa złotego aniżeli węgierskiego forinta. Na Węgrzech skala łagodzenia polityki pieniężnej nie była tak silna jak w Polsce, a tamtejszy bank centralny podejmował działania mające na celu ochronę rodzimej waluty.

Rynki finansowe PLN – fundamenty głównym czynnikiem oczekiwanego umocnienia złotego w 2021 roku

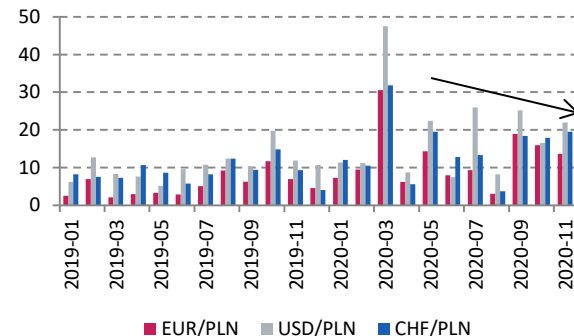
Kurs EUR/PLN i indeks Citi Early Warning



Rachunek obrotów bieżących i kurs EUR/PLN



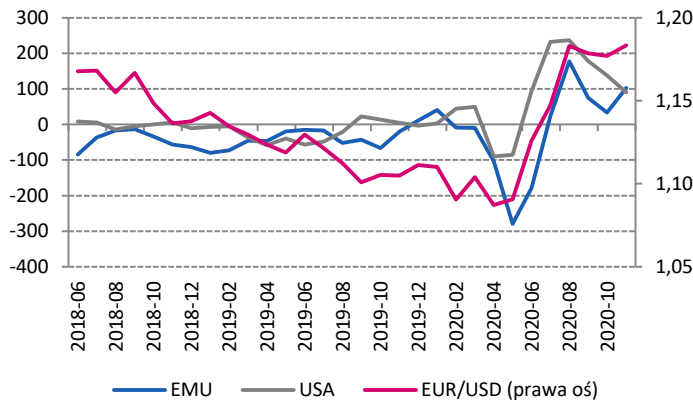
Zmienność par złotych (w groszach)



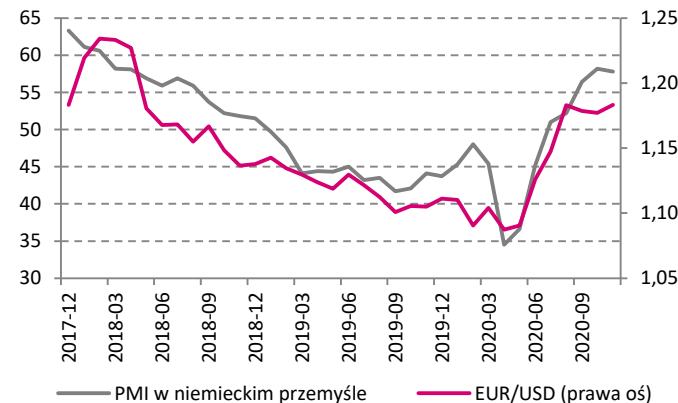
- Źródłem oczekiwanego umocnienia złotego w 2021 roku będą w naszej ocenie przede wszystkim solidne fundamenty polskiej gospodarki, na które – w warunkach poprawy nastrojów globalnych pod wpływem wygaszenia pandemii – silniejszą uwagę będą zwracali inwestorzy. Fakt ścisłej korelacji wartości złotego ze stanem krajowej koniunktury ukazuje powiązanie kursu EUR/PLN z Citi Early Warning Signal Risk Index. Indeks skonstruowany jest w oparciu o kilkanaście wskaźników gospodarczych i pozwala między innymi mierzyć kondycję gospodarki. Szczególną uwagę zwracamy na dane dotyczące rachunku obrotów bieżących. Odnotowana w tym roku rekordowa nadwyżka powinna sprzyjać umocnieniu złotego w warunkach poprawy sentymentu inwestycyjnego. Nadwyżka będzie ponadto pozytywnie wyróżniać polską walutę na tle chociażby węgierskiego forinta, który pozostaje pod presją właśnie w związku z systematycznie pogarszającym się rachunkiem obrotów bieżących.
- Czynniki krajowe także – obok globalnych momentów wzrostu awersji do ryzyka - będą hamować tempo umacniania polskiej waluty. Warte podkreślenia będą przede wszystkim rekordowo niskie stopy procentowe, w tym w ujęciu realnym, które obniżą atrakcyjność strategii *carry trade* wśród inwestorów zagranicznych. Nie bez znaczenia będą także sygnały płynące z Rady Polityki Pieniężnej w kwestii wartości złotego. Dysponująca instrumentami wpływania na wycenę polskiej waluty obecnie jest zdania, iż złoty - poprzez „brak wyraźnego i trwalszego dostosowania (...) do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP” stanowi zagrożenie dla ożywienia gospodarczego. Niewykluczone, iż w miarę oczekiwanego przez nas umocnienia polskiej waluty w 2021 roku RPP będzie gotowa zaostriżyć swoją narrację w kwestii złotego.

Rynki finansowe EUR/USD – rok 2020 był okresem podwyższonej zmienności eurodolara, która powinna jednak ustąpić w najbliższych miesiącach

Indeks ekonomicznych zaskoczeń (pkt) i kurs EUR/USD



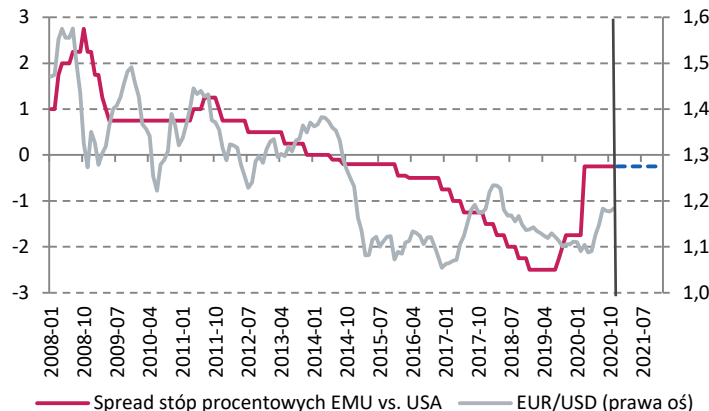
Koniunktura w niemieckim przemyśle indykatorem dla eurodolara



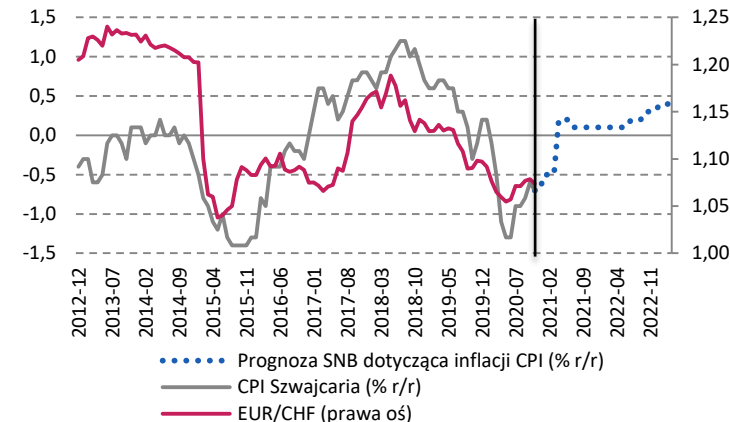
- Rok 2020 był czasem podwyższonej zmienności notowań eurodolara. Na początku pandemii wraz z narastającą awersją do ryzyka inwestorzy kierowali się w stronę walutowej bezpiecznej przystani, czyli dolara. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się w marcu do 4-letniego minimum na poziomie 1,0650. Od tego momentu eurodolar zaczął jednak w szybkim tempie zwyżkować wykorzystując poprawę sentymentu inwestycyjnego związaną z zakończeniem pierwszej fali zachorowań na COVID-19, pozytywnymi niespodziankami w publikowanych danych makroekonomicznych oraz zmniejszeniem dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro. Nie bez znaczenia dla podtrzymania rynkowego optymizmu w drugiej połowie roku były doniesienia dotyczące szczepionki na COVID-19, czy kolejne pakiety luzowania fiskalnego w największych gospodarkach świata. W konsekwencji kurs EUR/USD wzrósł w grudniu do poziomu 1,2160, czyli 2,5-letniego maksimum. Warto podkreślić, iż na gruncie technicznym oznaczało to zakończenie blisko 2-letniego trendu spadkowego w notowaniach eurodolara.
- Nasze oczekiwania dotyczące kursu EUR/USD w 2021 roku zakładają utrzymanie presji na mocne euro, choć już nie tak silnej, jak w II półroczu 2020r. i poprzedzoną płytką korektą spadkową w pierwszych miesiącach przyszłego roku. Czynnikiem odpowiadającym za wzrost wartości euro w relacji do dolara w średnim terminie będą oczekiwania poprawy koniunktury światowej wynikające z prawdopodobnego ograniczenia pandemii, możliwe załagodzenie wojen handlowych przez prezydenta J.Bidena, czy powiększenie globalnej nadpłynności historycznie skutkujące wzrostem apetytu na ryzyko premiującym m.in. euro. Ryzykiem pozostaje natomiast kwestia nieuregulowanego brexitu, czy epizody wzrostu ryzyka geopolitycznego.

Rynki finansowe EUR/USD i EUR/CHF – w 2021 roku liczymy na dalszą, choć ograniczoną,wyżkę kursu EUR/USD motywowaną przede wszystkim czynnikami fundamentalnymi

Polityka pieniężna nie powinna istotnie wpływać na kurs EUR/USD w 2021 roku



Czynniki fundamentalne mogą przeceniać franka szwajcarskiego

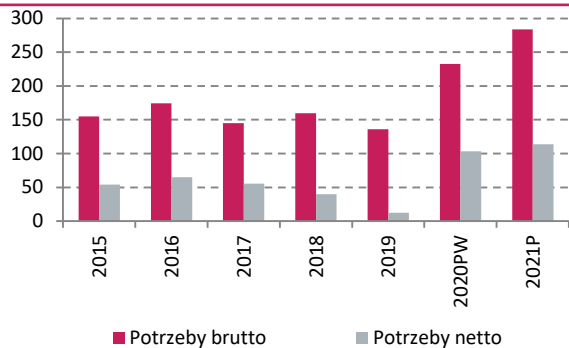


- W 2021 roku nie oczekujemy, by polityka pieniężna miała istotny wpływ na notowania eurodolara. Zakładamy bowiem stabilizację stóp procentowych zarówno w USA, jak i strefie euro. Z tego powodu uważamy, iż posiedzenia Fed i Europejskiego Banku Centralnego – wbrew sytuacji w tym roku - nie będą źródłem istotnych zmian eurodolara. Ciężar działań wynikający z chęci walki z ekonomicznymi skutkami COVID-19 będzie natomiast przeniesiony na politykę fiskalną, gdzie większe możliwości przypisujemy administracji amerykańskiej.
- Szwajcarski frank przez większość bieżącego roku zyskiwał na wartości w relacji do euro wykorzystując wzrost awersji do ryzyka towarzyszący pandemii. W szczycie rynkowych zawirowań kurs EUR/CHF przejściowo obniżył się do 5-letniego minimum na poziomie 1,05. Przyznać jednak należy, iż dużą rolę w przeciwdziałaniu nadmiernemu umocnieniu franka odegrał w tym okresie lokalny bank centralny dokonujący interwencji walutowych na wzmrożoną skalę. W drugiej połowie roku – wraz z poprawą nastrojów globalnych – presja na mocniejszego franka nieco zelżała, a kurs EUR/CHF wzrósł do 1,08 wokół którego fluktuuje do chwili obecnej.
- Za najbardziej prawdopodobny scenariusz dla szwajcarskiego franka w 2021 roku uznajemy jego stopniowy i niewielką przecenę w relacji do euro. Utożsamiamy ją przede wszystkim z oczekiwanym wzrostem apetytu na ryzyko w miarę wygasania pandemii, a w konsekwencji poprawą globalnej koniunktury. Istotne dla wyceny franka szwajcarskiego będą ponadto czynniki lokalne. Poza spodziewanym utrzymaniem aktywności banku centralnego Szwajcarii źródłem przeceny franka będą także między innymi perspektywy inflacji w tym kraju. Jak wynika z prognoz SNB w połowie 2021 roku powinna ona powrócić do dodatnich poziomów.

Źródło: Macrobond, Swiss National Bank

Rynki finansowe obligacje krajowe – wyższa podaż długu skarbowego w 2021 roku możliwym źródłem przeceny skarbowych papierów wartościowych

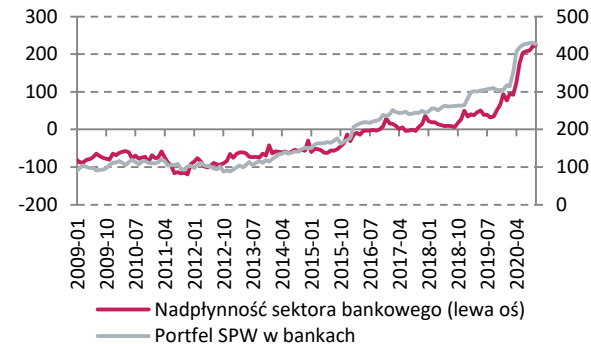
Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa (mld PLN)



Prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na koniec roku (%)



Nadpłynność sektora bankowego - różnica depozytów i kredytów (mld PLN)

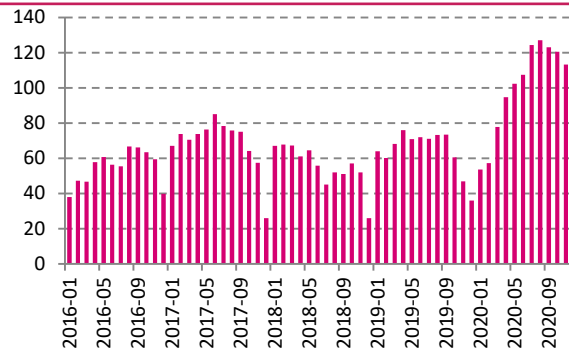


PW – planowane wykonanie P - prognoza

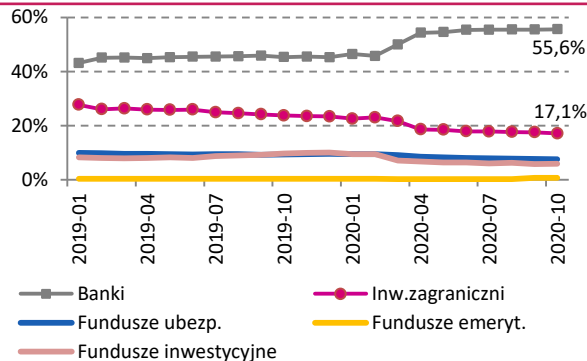
- W 2020 roku doszło do agresywnych cięć stóp procentowych oraz bezprecedensowego użycia przez Narodowy Bank Polski niestandardowych narzędzi złagodzenia polityki pieniężnej. Po raz pierwszy w historii bank centralny rozpoczął operacje zakupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku, co miało bezpośrednie przełożenie na notowania długu skarbowego. Rentowność skarbowych papierów wartościowych obniżyła się do historycznego minimum wzdłuż całej krzywej. W przypadku 2-letniego długu oznaczano to nawet przejściową zniżką poniżej 0%. Zmianie uległo ponadto nachylenie krzywej, które uległo wystromieniu do 1,5-rocznego maksimum na poziomie około 130 pkt. baz.
- W przyszłym roku liczymy na wyższą dochodowość obligacji skarbowych. W naszej ocenie zadecyduje o tym przede wszystkim ciężar długu związany ze zwiększoną emisją obligacji w 2021 roku przy jednoczesnym niskim prefinansowaniu potrzeb pożyczkowych. Przestrzegamy jednak przed oczekiwaniami silnego spadku wyceny obligacji długoterminowych. Uważamy bowiem, iż co najmniej trzy krajowe czynniki będą studiły potencjał do wzrostu dochodowości płynący z faktu istotnego zwiększenia podaży długu. Pierwszym będzie nadpłynność sektora bankowego. Prawdopodobnie ulegnie ona obniżeniu w 2021 roku w związku z oczekiwaną poprawą w zakresie polityki kredytowej, jednak nie na tyle, by zniechęcić banki do powiększenia portfela obligacji. Drugim czynnikiem będzie znacząca poduszka płynnościowa Ministerstwa Finansów. Pozwoli ona resortowi finansów zachować komfort w budowaniu kalendarza emisji tak, by móc wykorzystywać sprzyjające MinFin okresy względnie wysokiej wyceny obligacji. Trzecim będzie aktywność Narodowego Banku Polskiego na rynku wtórnym. Oczekujemy jej zwiększenia – także na rynku skarbowych papierów wartościowych – w pierwszych miesiącach tego roku, w ślad za możliwych uaktywnieniem kolejnych programów wsparcia gospodarki.

Rynki finansowe obligacje krajowe – nadpłynność sektora bankowego, poduszka płynnościowa MinFin i działania NBP będą ograniczać potencjał do wzrostu rentowności obligacji skarbowych

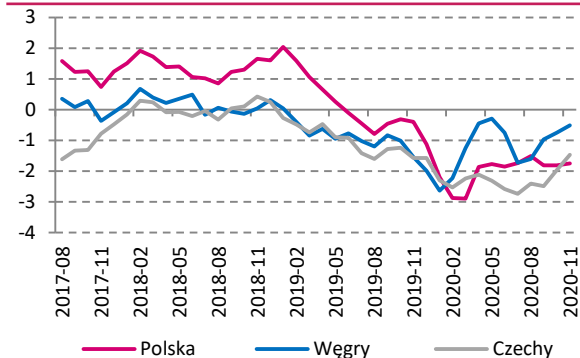
Stan środków na rachunkach Ministerstwa Finansów (mld PLN)



Struktura posiadaczy skarbowych papierów wartościowych według typu inwestora



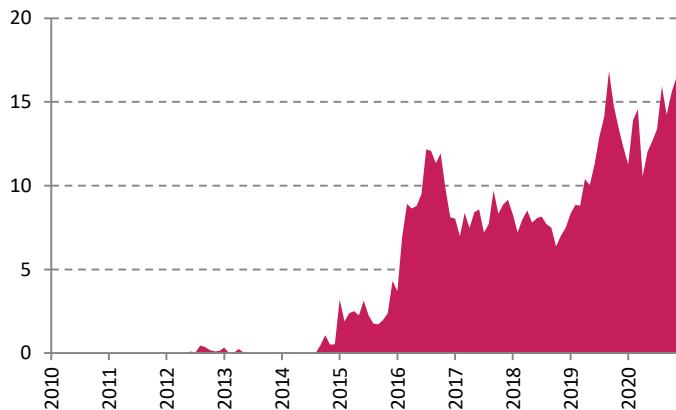
Realna rentowność 10-letniego długu skarbowego wybranych państw (%)



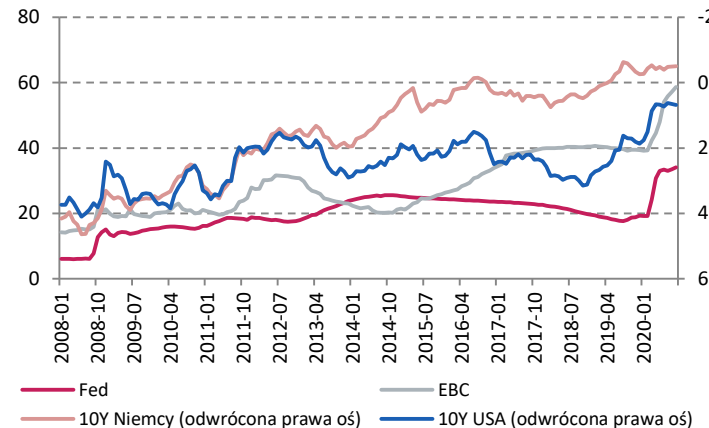
- Nie bez znaczenia dla wzrostu dochodowości 10-latk w 2021 roku będą ponadto trendy rynków globalnych, w tym oczekiwana poprawa sentymentu skutkująca poszukiwaniem przez inwestorów bardziej ryzykownych aktywów aniżeli dług skarbowy. Wpływ czynników zewnętrznych na wycenę polskiego długu uważamy jednak za ograniczony. Mimo, iż SPW pozostaną podatne na wpływ otoczenia zewnętrznego, to fakt dominacji lokalnych inwestorów na rynku długu zapewni odporność rynku w okresach zawirowań. W przyszłym roku spodziewamy się ponadto dalszego obniżenia udziału inwestorów zagranicznych w portfelu posiadaczy obligacji skarbowych (efekt wypierania z rynku przez krajowy sektor bankowy).
- Zwracamy ponadto uwagę na niskie poziomy realnej rentowności polskiego długu w porównaniu z innymi krajami regionu, ale i gospodarkami rozwiniętymi (USA). Spośród państw Europy Środkowo-Wschodniej – będących do pewnego stopnia substytutem polskich obligacji – jest ona najniższa. Powinna się także utrzymywać na relatywnie niskim poziomie także w 2021 roku w związku z prawdopodobnie jedynie niewielkim obniżeniem inflacji CPI w Polsce.
- Oczekiwany wzrost dochodowości długoterminowego długu do 1,50% w połączeniu z prawdopodobną stabilizacją wyceny 2-latkę zadecyduje naszym zdaniem o wystromieniu krzywej w przyszłym roku. Szczególnie widoczne powinno być ono w drugim kwartale 2021 roku, gdy Ministerstwo Finansów będzie – wzorem poprzednich lat – kończyło wzmożone finansowanie potrzeb pożyczkowych, a rynek stopy procentowej wciąż będzie dyskontował scenariusz stabilnej polityki pieniężnej. W naszej ocenie pierwsze rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp procentowych mogą się pojawić pod koniec roku. Mimo prawdopodobnie braku zmian w dotychczasowej retoryce Rady Polityki Pieniężnej rynek może zechcieć dyskontować decyzje Rady przyszłej kadencji.

Rynki finansowe obligacje bazowe – oczekiwania wzrostu rentowności w 2021 roku stądzone będą przez utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej największych banków centralnych świata

Wartość obligacji z ujemną rentownością i inwestycyjnym ratingiem (bln USD)



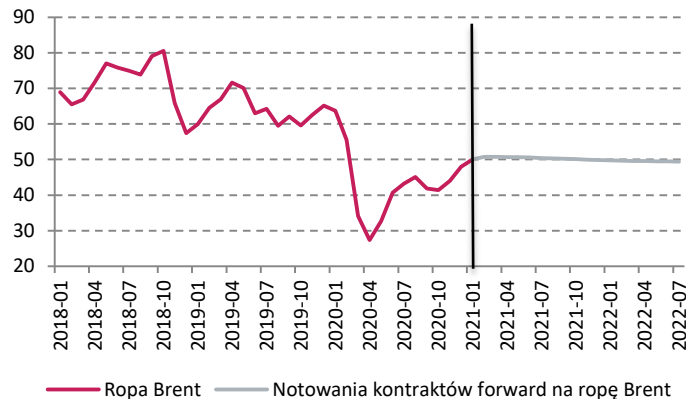
Bilanse banków centralnych (% PKB) i rentowności 10-letniego długu (%)



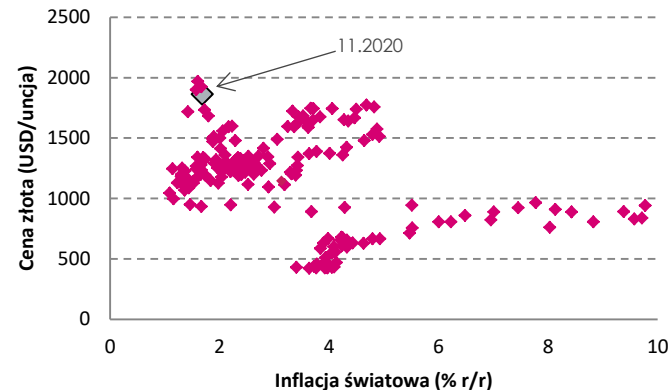
- Reakcją na kryzys pandemiczny było silne złagodzenie polityki pieniężnej największych banków centralnych z użyciem nowych niestandardowych narzędzi. Efektem było pogłębienie długoterminowego trendu spadków dochodowości skutkujące wyznaczeniem nowych maksimów cenowych długu Niemiec, czy USA. Fakt, iż rentowność między innymi obligacji długoterminowych wielu państw strefy euro obniżyła się poniżej 0% sprawił, że znacząco zwiększyła się globalna wartość długu o ujemnej rentowności. Obecnie już około 27% światowego długu o inwestycyjnym ratingu ma ujemną dochodowość. Jest to wartość najwyższa w historii.
- W 2021 roku oczekujemy niewielkiej wzrostu dochodowości 10-letniego długu USA i Niemiec. Podstawą naszych oczekiwań będą poprawiające się perspektywy globalnej gospodarki, które obok nadziei na pokonanie pandemii będą budowały rynkowy optymizm zniechęcający inwestorów do zwiększania zaangażowania w bezpieczny dług skarbowy. Nie liczymy jednak na silną wyżkę. Nie pozwoli na nią wciąż ultra łagodna polityka pieniężna największych banków centralnych świata. Przeciwwagą dla spadku cen obligacji bazowych będą ponadto epizody rynkowego stresu (brexit, napięcia geopolityczne).
- Więcej niż w przypadku Bunda potencjał do wzrostu dochodowości dostrzegamy w przypadku długu amerykańskiego. Utożsamiamy go z oczekiwaniami na kolejne programy luzowania fiskalnego, których zwolennikiem jest prezydent elekt J.Biden. Oznaczać one będą konieczność zwiększonych emisji długu, które z kolei wygenerują dodatkową presję na wzrost dochodowości Treasuries niż ta wynikająca wyłącznie z oczekiwanego wzrostu apetytu na ryzyko.

Rynek surowców – rok 2021 czasem wzrostu znaczenia czynników fundamentalnych dla wyceny surowców

Notowania ropy naftowej i kontraktów forward



Cena uncji złota a wysokość globalnej inflacji



- Ostatnie miesiące były okresem podwyższonej zmienności cen surowców. W przypadku ropy naftowej załamanie się popytu w związku ograniczeniami np. w przemyśle, przy jednoczesnych niewielkich dostosowaniach po stronie podaży skutkowało gwałtowną przeceną surowca. W skrajnym momencie – na skutek braku przestrzeni magazynowej – cena ropy spadła nawet poniżej 0 USD za baryłkę. W przeciwną stronę poruszały się natomiast notowania złota, które w obliczu gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka, ustanowiło historyczne maksimum cenowe (2070 USD za uncję).
- W 2021 roku w przypadku ropy naftowej liczymy przede wszystkim na uspokojenie wyceny. Fakt poprawy koniunktury w światowym przemyśle niezaprzeczalnie wesprze zapotrzebowanie na ropę. Nierozwiązany problemem rynku z lat poprzednich pozostanie jednak strukturalne niedopasowanie popytu do podaży. Ograniczenia wydobycia przez kartel OPEC nie są bowiem wystarczające w obliczu rosnącej produkcji w USA. Efektem będzie prawdopodobna stabilizacja ceny baryłki Brent w okolicy poziomu 50 USD.
- W przypadku złota liczymy na wygaśnięcie podstawowego czynnika, który zaprowadził ceny kruszcu do rekordowych poziomów tj. awersji do ryzyka motywowanej pandemią. Nie oznacza to jednak automatyzmu w oczekiwaniu przeceny złota. Łagodna polityka pieniężna na świecie, brak alternatyw inwestycyjnych dla bezpiecznych aktywów w sytuacji ujemnych rentowności obligacji, czy odbudowa popytu konsumpcyjnego będą naszym zdaniem wspierać wycenę złota w okolicy 1800 USD za uncję w 2021 roku.

Dane i prognozy

		2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	% r/r	4,5	-3,4	4,4	1,9	-8,4	-1,5	-4,6	-2,4	9,2	2,8	7,2
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	-3,4	4,2	1,2	-10,8	0,4	-4,2	-1,9	12,6	0,8	5,4
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	7,2	-8,0	3,1	0,9	-10,7	-9,0	-9,6	-7,7	4,8	2,3	6,4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%	5,2	6,5	6,9	5,4	6,1	6,1	6,5	6,9	6,6	6,8	6,9
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	5,1	5,3	7,7	3,8	4,8	4,3	3,7	6,5	5,3	5,5
Saldo C/A	% PKB	0,5	3,4	2,2	1,0	2,3	3,1	3,4	3,4	2,7	2,4	2,2
Saldo sektora general government	% PKB	-0,7	-9,5	-5,1	-2,2	-16,4	-	-	-	-	-	-
Inflacja CPI *	% r/r	2,3	3,4	2,6	4,5	3,2	3,0	2,9	2,2	2,6	2,7	2,8
Inflacja bazowa *	% r/r	2,0	3,8	2,7	3,4	3,8	4,2	4,2	3,5	2,7	2,4	2,1
Ropa naftowa Brent *	USD	64,6	42,6	50,7	50,5	33,6	41	45,3	50,1	50,6	50,9	51,0
Stopa referencyjna	%	1,50	0,10	0,10	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Stopa depozytowa	%	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 1M	%	1,63	0,20	0,20	1,14	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
WIBOR 3M	%	1,71	0,21	0,22	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
WIBOR 6M	%	1,79	0,25	0,27	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,27
Obligacja 2-letnia	%	1,50	0,02	0,10	1,55	0,15	0,09	0,02	0,04	0,05	0,08	0,10
Obligacja 10-letnia	%	2,07	1,30	1,50	2,10	1,35	1,35	1,30	1,30	1,35	1,40	1,50
EUR/PLN		4,26	4,45	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,40	4,38	4,35	4,30
USD/PLN		3,80	3,65	3,45	4,15	3,98	3,85	3,65	3,65	3,55	3,50	3,45
GBP/PLN		5,00	4,95	5,00	5,11	4,89	4,94	4,95	4,90	4,95	5,00	5,00
EUR/USD		1,12	1,22	1,25	1,10	1,12	1,17	1,22	1,21	1,23	1,24	1,25
EURIBOR 3M	%	-0,41	-0,53	-0,55	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
LIBOR 3M USD	%	1,91	0,25	0,30	1,35	0,30	0,23	0,25	0,25	0,25	0,26	0,30

* prognozy średnio w okresie

BIURO ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

Bank Millennium SA

www.bankmillennium.pl

ul. Stanisława Żaryna 2A
02-593 Warszawa
+48 22 598 40 40

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

andrzej.kaminski@bankmillennium.pl

Mateusz Sułowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

mateusz.sulowicz@bankmillennium.pl

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.