

Makro i Rynek

Oczekiwanie na letnie ożywienie

Bank Millennium
Biuro Analiz Makroekonomicznych

Kwiecień 2021

Millennium
bank

Spis treści

<u>Wstęp</u>	3
<u>Pandemia COVID-19</u>	4
<u>Gospodarka globalna</u>	5-7
<u>PKB w Polsce</u>	8-10
<u>Konsumpcja</u>	11
<u>Inwestycje</u>	12
<u>Wymiana handlowa z zagranicą</u>	13-14
<u>Rynek pracy</u>	15
<u>Inflacja</u>	16
<u>Polityka pieniężna</u>	17-18
<u>Polityka fiskalna</u>	19
<u>Rynki finansowe PLN</u>	20-21
<u>Rynki finansowe EUR/USD</u>	22
<u>Rynki finansowe EUR/CHF</u>	23
<u>Rynki finansowe obligacje krajowe</u>	24-25
<u>Rynki finansowe obligacje bazowe</u>	26
<u>Rynek surowców</u>	27
<u>Dane i prognozy</u>	28

Wstęp

Minął rok, od kiedy polska gospodarka i społeczeństwo zmagają się z pandemią COVID-19. Jej skutki ekonomiczne doprowadziły do najgłębszego od czasu transformacji gospodarczej spadku PKB, który wyniósł w ubiegłym roku 2,7%. To najgorszy wynik polskiej gospodarki od 1991 r. Straty gospodarcze uda się zapewne odrobić już w tym roku, natomiast straty społeczne będą bardzo wysokie, a ich charakter będzie trwały. Od początku pandemii liczba nadwyżkowych zgonów wyniosła ok. 80 tys., co zobrazować można wyludnieniem niemal całego Nowego Sącza!

Gospodarki dostosowały się do funkcjonowania w warunkach pandemii i kolejne fale wprowadzanych restrykcji miały mniejsze niż wiosną ub. roku skutki ekonomiczne. Zaskakująco szybko odrodził się przemysł, wsparty odbudową koniunktury w głównych gospodarkach oraz ożywieniem handlu światowego. Globalny charakter poprawy koniunktury w przemyśle prowadzi do nasilenia zaskórnic podażyowych i napięć w łańcuchach dostaw. Ich symbolicznym odwzorowaniem była w marcu blokada Kanału Sueskiego, jednego z głównych szlaków tranzytowych, przez jeden największych na świecie kontenerowców.

Otoczenie globalne będzie wspierać odbudowę polskiej gospodarki. Główne instytucje międzynarodowe podwyższają prognozy światowego wzrostu gospodarczego, w tym głównie w Stanach Zjednoczonych, gdzie gospodarka rozpędzana jest kolejnymi pakietami fiskalnymi. Z kryzysu odradzać się będzie także gospodarka strefy euro, jednak w wyraźnie wolniejszym tempie. Niemcy, nasz główny partner handlowy mają szansę urosnąć w tym roku o 3,6%.

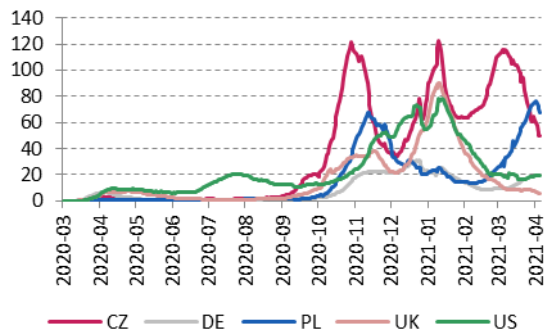
Krótkoterminowe perspektywy gospodarki obciążone są podwyższoną niepewnością. Nasilenie pandemii i wprowadzone w związku z tym obostrzenia sanitarne spowolnią tempo wzrostu PKB w 2Q. Naszym bazowym scenariuszem jest ustabilizowanie sytuacji epidemicznej w obrębie 2Q, co wydaje się realne biorąc pod uwagę zapowiedziane wyraźne przyspieszenie procesu szczepień, a także naturalny wzrost odporności tej części społeczeństwa, która przeszła infekcję koronawirusa. W kontekście szczepień niezwykle budujący jest wzrost odsetka Polaków chcących się zaszczepić - obecnie blisko 60%, podczas gdy pod koniec ub. roku było to niespełna 30%. Przy takim założeniu scenariusz wyraźnego odbicia koniunktury w II poł. roku jest realny, a nasze prognozy makroekonomiczne prezentowane w opublikowanym w grudniu minionego roku raporcie rocznym, pozostają aktualne. Nieznacznie zmienia się trajektoria PKB w poszczególnych kwartałach, natomiast wynik w całym roku jest niezmienny (4,4%). Paliwem dla gospodarki będzie konsumpcja i eksport, choć wraz z ustępowaniem niepewności odradzać się powinny także inwestycje firm. Dynamiczna sytuacja w zakresie pandemii i związanych z nią obostrzeń powoduje, że ryzyka dla wzrostu w 2021 r. wciąż skierowane są w dół.

W tym roku polityka pieniężna ma szansę być nudna, gdyż stopy procentowe utrzymane będą na rekordowo niskim poziomie. Zamiany retoryki Rady w kierunku bardziej neutralnym oczekujemy w drugiej połowie roku, kiedy sytuacja epidemiczna ustabilizuje się, a gospodarka wejdzie w fazę ożywienia. Nastroje na rynkach finansowych powinny poprawić się wraz ze stabilizacją sytuacji pandemicznej, choć w krótkim okresie, podobnie jak w całej gospodarce, zmienność może być podwyższona.

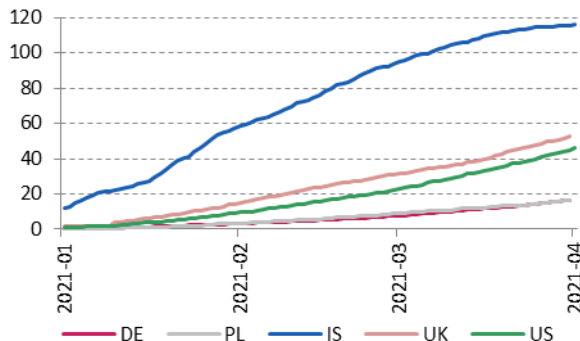
Bezprecedensowa skala wsparcia gospodarki ograniczyła zakres recesji i wzrostu bezrobocia. Stopa bezrobocia według definicji europejskiej utrzymała się na praktycznie niezmiennym poziomie i lutym br. wyniosła 3,1%, najmniej w całej UE. Za tą bardzo dobrą daną ukrywa się zjawisko, będące następstwem kryzysu pandemicznego, które zapewne utrzyma się przez dłuższy czas. Są to narastające nierówności społeczne, ekonomiczne, gospodarcze. Stabilizacji stopy bezrobocia ogółem towarzyszy wzrost stopy bezrobocia ludzi młodych. Odbudowie koniunktury w przemyśle towarzyszy wciąż zła kondycja firm dotkniętych skutkami wprowadzanych obostrzeń. Wzrostowi dochodów właścicieli kapitału i wysokiej inflacji aktywów towarzyszy spadek siły nabywczej dochodów z pracy i realny ubytek wartości aktywów ulokowanych w bezpiecznych aktywach. Pozostanie to dużym wyzwaniem dla polityki gospodarczej. Dynamika PKB ma szansę odbudować się szybko po złagodzeniu obostrzeń epidemicznych, niemniej część skutków pandemii będzie miała długoterminowe konsekwencje.

Pandemia Covid-19 – w Polsce w 1Q br. pandemia COVID-19 drastycznie nabrała na sile. Realizacja szczepień, aczkolwiek wolniejsza niż części krajów, niesie nadzieję na trwałe odmrożenie gospodarki w II poł. 2021 r.

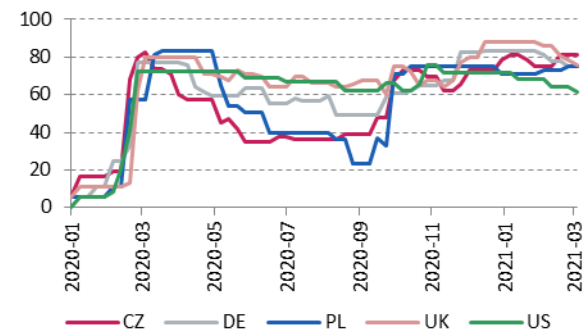
Liczba potwierdzonych infekcji SARS-CoV-2 w przeliczeniu na 100 tys. mieszkańców



Liczba podanych pojedynczych szczepionek w przeliczeniu na 100 mieszkańców



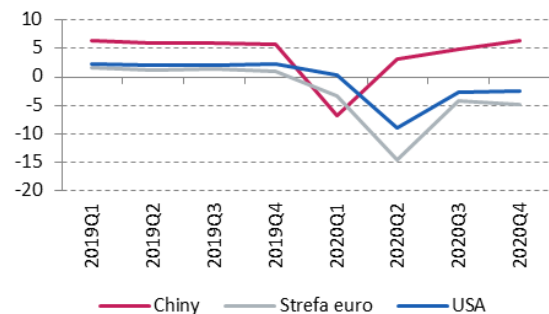
Indeks restrykcyjności obostrzeń Uniwersytetu w Oxfordzie (pkt)



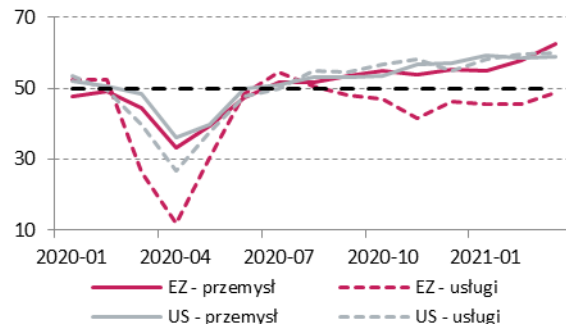
- Wraz z utrzymaniem obostrzeń dla życia społeczno-gospodarczego na początku 2021 r. siła pandemii COVID-19 na świecie nieco osłabła. W związku z tym w trakcie kwartału stopniowo znoszono obostrzenia sanitarne. W marcu pandemia drastycznie nabrała na sile, szczególnie w Europie Środkowo-Wschodniej. W Polsce, po okresie restrykcji w styczniu, w lutym zniesiono część z nich. W konsekwencji nasilającej się pandemii w marcu stopniowo wprowadzono obostrzenia, które pod koniec marca stały się surowsze niż na jesieni 2020 r. i na początku 2021 r. Warto zaznaczyć, że od 5 miesięcy cały czas zamrożona pozostaje część usług np. kluby fitness, lokale rozrywkowe.
- W 1Q br. realizowano program szczepień przeciw COVID-19, przy czym stan jego zaawansowania pozostaje bardzo zróżnicowany pomiędzy krajami. Liderem jest Izrael, gdzie już ok. 50% populacji otrzymało dwie dawki szczepionki. Sprawnie dla tle innych krajów realizowane są szczepienia w Wielkiej Brytanii i USA, gdzie co najmniej jedną dawkę otrzymało ok. 50% populacji. Duże kraje Unii Europejskiej pozostają w tyle, w tym Polska. Do tej pory w kraju co najmniej jeden zastrzyk otrzymało ok. 17% populacji. Pod koniec marca rząd przedstawił aktualizację planu szczepień. Według niego mają zostać rozpoczęte szczepienia według poszczególnych roczników w populacji. Od 12 kwietnia uruchomiona zostanie rejestracja dla osób urodzonych w 1962 r., a w kolejnych dniach dla następnych roczników, aż do 1973 r. W maju mają natomiast rozpocząć się zapisy dla pozostałych chętnych. Rząd planuje także zwiększyć możliwość szczepień do co najmniej 10 mln dawek miesięcznie. Według tego planu do końca 2Q wykonane ma być 20 mln szczepień, a do końca sierpnia preparaty mają być podane wszystkim chętnym.
- Doświadczenia krajów najbardziej zaawansowanych w programie szczepień pokazują, że jest on skuteczny w ograniczeniu zachorowalności na COVID-19 i daje możliwość stopniowego znoszenia restrykcji. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że większość obostrzeń dla działalności gospodarczej zostanie zniesione do końca 2Q br., a realizacja programu szczepień wraz ze wzrostem naturalnej odporności pozwoli na uniknięcie surowych restrykcji na jesieni tego roku. Stąd spodziewamy się znaczącej poprawy aktywności gospodarczej w II poł. 2021 r., co oznacza, że nasz scenariusz makroekonomiczny nie uległ znacznym modyfikacjom.

Gospodarka globalna – Napływ nowych informacji od grudnia ub.r. znacząco poprawił perspektywy dla USA przy braku wyraźnej rewizji oczekiwań dla strefy euro

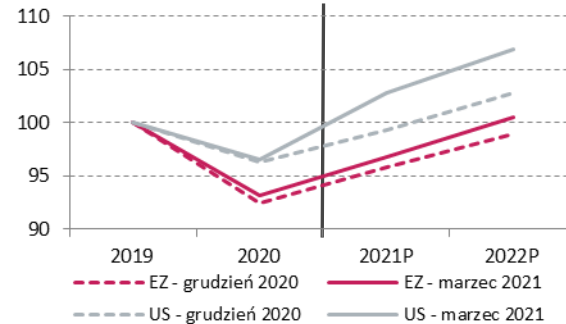
Dynamika PKB w 2020 r. w wybranych gospodarkach (% r/r)



Indeksy PMI (pkt)



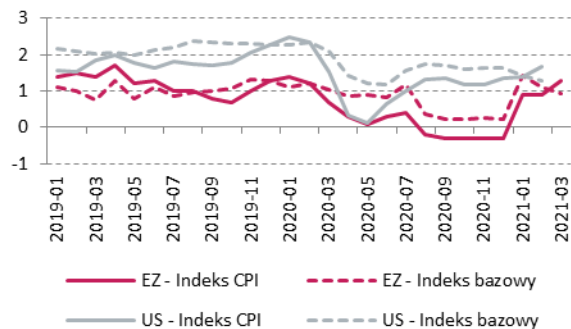
Prognozy PKB wg OECD (%)



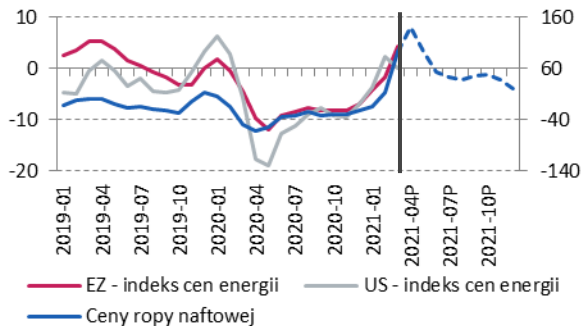
- Nasilenie pandemii w 4Q 2020 spowolniło poprawę aktywności na znacznych obszarach świata. Dotyczyło to zwłaszcza sektora usługowego najsilniej dotkniętego ostrzejszymi restrykcjami i samoizolacją ludności. Wpływ ten nie został zniwelowany przez trwające ożywienie w przemyśle. W konsekwencji dynamika PKB w strefie euro obniżyła się w okresie październik-grudzień do -4,9% r/r z -4,2% r/r w 3Q 2020, a w Stanach Zjednoczonych wzrosła tylko nieznacznie – do -2,4% r/r z -2,8% r/r wraz z wygaśnięciem impulsu fiskalnego w ramach CARES Act. Z kolei Chiny kontynuowały silne ożywienie. Ostatecznie w 2020 r. światowa gospodarka doświadczyła głębokiej recesji, choć Państwo Środka odrobiło straty z 1Q 2020, a PKB w tym kraju wzrósł w przeciągu roku o ponad 2%.
- 1Q 2021 przyniósł dalszą dywergencję aktywności między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi. Bieżące oczekiwania wskazują, że z powodu długotrwałych obostrzeń PKB Eurolandu skurczy się kw/kw, a w USA zostanie odnotowany solidny wzrost wspierany realizacją ogromnych programów luzowania fiskalnego i łagodną polityką monetarną. Motorem aktywności na świecie jest przemysł, który korzysta z trwającego ożywienia globalnej wymiany handlowej – indeks PMI dla tego sektora w strefie euro osiągnął w marcu najwyższą wartość w historii (62,4 pkt), a w USA wskaźnik ISM wzrósł do 64,7 pkt znacząco przewyższając neutralny poziom 50 pkt.
- Wraz ze stopniowym dostosowywaniem się gospodarek do nowych warunków, postępem realizacji szczepień i oczekiwanym odmrożeniem działalności koniunktura globalna powinna się dalej stopniowo poprawiać napędzana odbudową konsumpcji. Tempo szczepień w strefie euro nie jest jednak na tyle szybkie, aby zmienić perspektywy gospodarcze. Odzwierciedlają to tylko kosmetyczne korekty względem grudnia prognoz PKB dla tej gospodarki. Z kolei oczekiwania dla Stanów Zjednoczonych, zwłaszcza dla 2021 r. uległy znaczącej poprawie, gdyż sprawnie postępuje program szczepień zmniejszający ryzyko kolejnych twardych lockdownów oraz uchwalono kolejny pakiet luzowania fiskalnego mający planowaną wartość 1,9 bln USD. Według tych oczekiwań gospodarka USA odrobi straty wywołane pandemią do końca I połowy 2021 r. Perspektywy dla gospodarki Chin nie uległy większym zmianom i pozostają optymistyczne.

Gospodarka globalna – Inflacja na świecie silnie odbita w 1Q 2021, choć jej wzrost w większości gospodarek ma przejściowy charakter

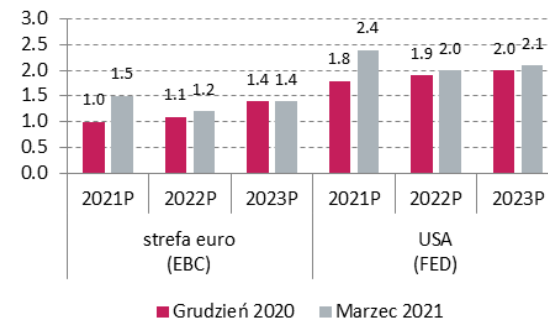
Inflacja CPI i bazowa w strefie euro i w USA (% r/r)



Inflacja konsumencka cen energii, ceny ropy naftowej w USD i ich prognoza (% r/r)



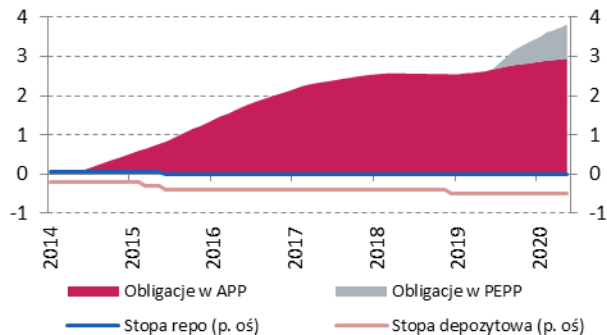
Prognozy inflacji w strefie euro i w USA (% r/r)



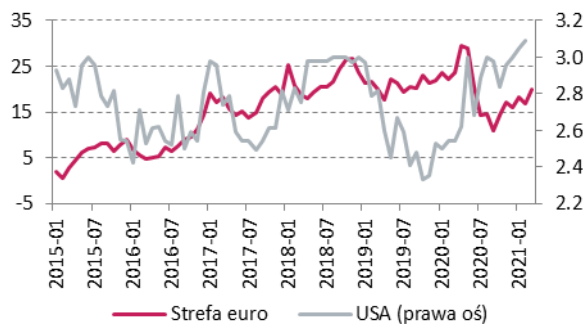
- 1Q 2021 przyniósł wyraźny wzrost inflacji konsumenckiej w strefie euro. Wskaźnik HICP wyniósł w marcu 1,3% r/r, podczas gdy jeszcze w 4Q br. kształtował się na ujemnych poziomach (-0,3% r/r). Za odbicie inflacji odpowiadał wskaźnik bazowy tj. HICP po wyłączeniu cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych, napędzany czynnikami przejściowymi: powrotem do wyższej stawki podatku VAT w Niemczech, przesunięciami sezonowych zmian cen ze względu na lockdown oraz trudności z pozyskaniem półproduktów podnoszące ceny produkcji sprzedanej. Odbicie inflacji wynikało także ze wzrostu cen surowców energetycznych, ze względu na rosnące ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz koszty podatkowe w Niemczech.
- Ceny ropy naftowej będą odpowiedzialne za spodziewany dalszy wzrost inflacji konsumenckiej na świecie. Odradzający się popyt wraz z budzącą się do życia gospodarką globalną podniósł ceny tego surowca i ze względu na efekt niskiej bazy sprzed roku znacząco podbija wskaźniki inflacji. W strefie euro indeks cen konsumenta może przebić w najbliższych miesiącach cel inflacyjny Europejskiego Banku Centralnego (blisko, ale poniżej 2,0% r/r). Wzrost ten jednak będzie naszym zdaniem przejściowy, gdyż uwarunkowania - ujemna luka popytowa oraz wyższe niż przed pandemią bezrobocie - nie będą oddziaływać proinflacyjnie.
- Rosnące ceny surowców energetycznych napędzają inflację również w Stanach Zjednoczonych, gdzie od drugiej połowy ub. roku wskaźnik cen konsumenta stopniowo rośnie. Możliwe, że jeszcze w tym roku inflacja CPI w USA przekroczy poziom 3,5% r/r, po czym się obniży, choć nie w takiej skali jak w strefie euro, gdyż jak zaznaczyliśmy perspektywy aktywności w obu gospodarkach pozostają zróżnicowane. Wraz z szybszym wzrostem PKB i odmrażaniem gospodarki amerykański rynek pracy powinien ulec znaczącej poprawie, na co wskazuje wzrost w lutym i marcu liczby etatów w sektorze rozrywki, najsilniej dotkniętym przez pandemię, o 664 tys. Sądzymy zatem, że ożywienie będzie trwale oddziaływało proinflacyjnie, co naszym zdaniem zmienia w stosunku do grudniowego raportu uwarunkowania dla działań Fed.

Gospodarka globalna – Polityka pieniężna na świecie rychło nie będzie zacieśniana, choć zmienią się względem grudnia długookresowe perspektywy dla USA

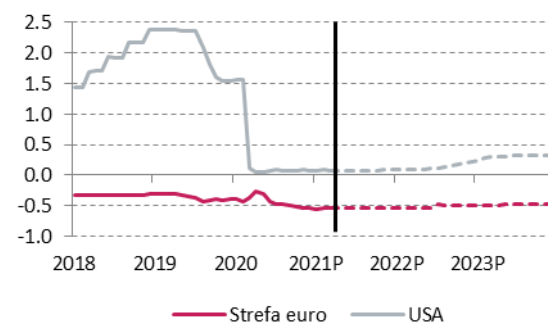
EBC: skup aktywów (bln EUR) i stopy procentowe (%)



Oczekiwania inflacyjne (pkt)



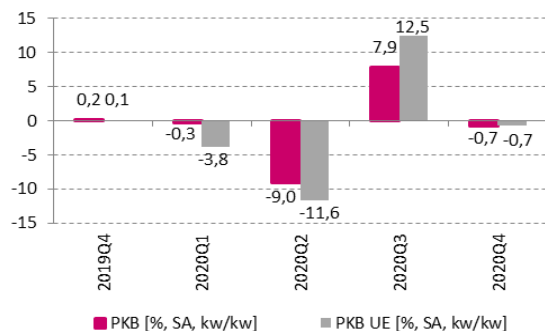
Oczekiwania rynkowe dotyczące stóp procentowych (%)



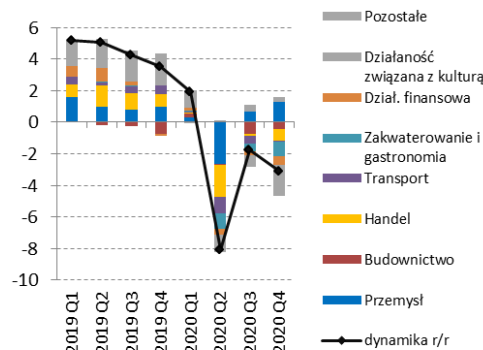
- Wzrost inflacji na świecie wpłynął na oczekiwania szybszego zacieśnienia polityki pieniężnej przez władze monetarne na świecie, co skutkowało wzrostem rentowności obligacji. Zwyżka dochodowości długu krajów strefy euro znalazła swoje echo podczas marcowego posiedzenia Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, gdy zdecydowano o przyspieszeniu od 2Q 2021 r. zakupów netto aktywów w ramach prowadzonego przez ten bank luzowania ilościowego. Pozostałe elementy polityki monetarnej w Eurolandzie pozostają niezmienione względem grudnia 2020 r., tj. stopy procentowe, skala programów odkupu aktywów oraz forward-guidance.
- W przeciwieństwie do EBC amerykańska Rezerwa Federalna nie zareagowała na wzrost rentowności Treasuries. Skala luzowania ilościowego, a także stopy procentowe nie uległy modyfikacjom. Pomimo wzrostu inflacji w USA retoryka Fed pozostała ultra-łagodna, a większość bankierów centralnych wyraziła swoje oczekiwania, zgodnie z którymi stopy procentowe w USA wzrosną najwcześniej w 2024 r. Niemniej, w przeciwieństwie do grudniowego posiedzenia pojawiły się po raz pierwszy od początku pandemii prognozy wyższego poziomu głównej stopy procentowej Fed niż obecnie (0,00%-0,25%) już w 2022 r.
- Obecny wzrost inflacji w Eurolandzie ma najpewniej przejściowy charakter, a wolniejsza niż w USA odbudowa gospodarki będzie przemawiała za utrzymywaniem ultra-łagodnej polityki monetarnej EBC przez najbliższe lata. Biorąc pod uwagę bardzo dużą skalę luzowania fiskalnego także w USA nie ulegną zmianie w najbliższych kwartałach w USA obecne parametry kosztu pieniądza i odkupu netto aktywów. Jednak w dłuższym okresie postęp szczepień, wynikała spodziewana znacząca poprawa na rynku pracy oraz szybciej rosnące oczekiwania inflacyjne będą naszym zdaniem skutkować wzrostem płac i utrwalenia inflacji na poziomie powyżej celu Fed (średnio 2,0% r/r). Z tego względu widzimy jednak pierwszą podwyżkę stóp w USA jeszcze w 2023 r., co oznacza wcześniejszy początek zacieśnienia polityki pieniężnej, niż obecny scenariusz większości amerykańskich bankierów centralnych.

PKB w Polsce – Nasilenie pandemii wpłynęło na pogłębienie spadku PKB w 4Q 2020 r., jednak wrażliwość gospodarki na wprowadzane zaostrożenia zmniejsza się

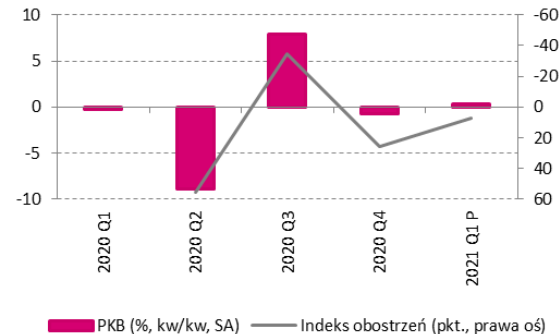
Dynamika PKB w Polsce i UE



Dynamika wartości dodanej w Polsce (% r/r) i jej struktura



Dynamika PKB w Polsce i indeks restrykcyjności obostrzeń



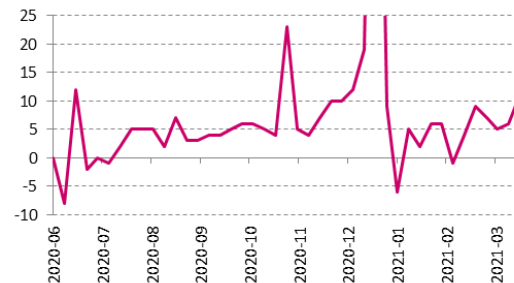
- Nasilenie pandemii w ostatnich miesiącach minionego roku ograniczyło aktywność gospodarczą i spowodowało skurczenie się gospodarki w 4Q 2020 o 0,7% kw/kw (dane odsezonowane). Spadek PKB w całym roku wyniósł 2,7% i była to jedna z najpłytszych recesji w Unii Europejskiej. Nasilenie restrykcji i spadek mobilności ograniczyły konsumpcję prywatną, natomiast utrzymująca się niepewność zmniejszyła aktywność inwestycyjną firm. Od strony popytu głównym filarem wspierającym gospodarkę był eksport, a także konsumpcja publiczna.
- Od strony podażowej gospodarkę wspiera przemysł, który szybko odrodził się po pandemicznym szoku. Wskaźniki koniunktury dla przemysłu wskazują na ekspansję tego sektora nie tylko w Polsce, ale też globalnie. Wartość dodana w przemyśle wzrosła w 4Q o 4,8% r/r i w II poł roku odrobiła straty wywołane wiosennym lockdownem. Odrodzeniu przemysłu pomaga poprawa nastrojów w gospodarkach naszych głównych partnerów handlowych, głównie konsumpcji, a także odbudowa handlu globalnego, wspieranego dynamicznym wzrostem chińskiej gospodarki. Odbicie koniunktury w przemyśle jest tak silne, nie tylko w Polsce, ale i globalnie, że firmy coraz częściej napotykają bariery podażowe i zakłócenia w łańcuchach dostaw. Negatywny wpływ pandemii odczuwają natomiast branże usługowe, bezpośrednio dotknięte skutkami restrykcji – zakwaterowanie i gastronomia oraz działalność kulturalna, których kontrybucja do rocznej dynamiki wartości dodanej wyniosła w 4Q ub. roku odpowiednio -0,9 i -2,0 pkt proc. Niemniej także w tych branżach nastroje są wyraźnie lepsze niż na wiosnę ubiegłego roku.
- Kolejne fale pandemii prowadzą do przywrócenia obostrzeń sanitarnych, jednak ich wpływ na gospodarkę jest coraz mniejszy. Zarówno przemysł, ale też handel w mniejszym stopniu odczuły drugą falę pandemii. Wskazuje to na adaptację części sektorów gospodarki, ale też konsumentów do funkcjonowania w warunkach pandemii. Pandemia zapewne na trwałe zmieni część nawyków i zwyczajów konsumpcyjnych i biznesowych - popularyzacja pracy zdalnej oraz handlu internetowego.

PKB w Polsce – Dane wysokiej częstotliwości wskazują na utrzymanie dobrej koniunktury w gospodarce na przełomie 1Q i 2Q br., choć roczne dynamiki wskaźników są pod wpływem niskiej bazy statystycznej

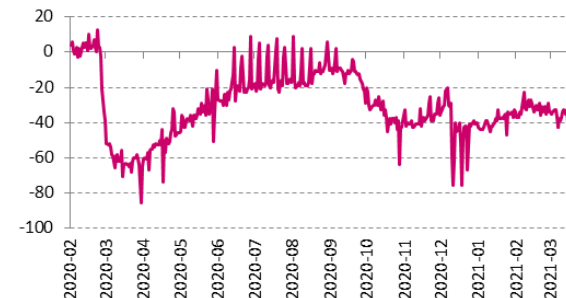
Żużycie prądu w Polsce (% r/r)



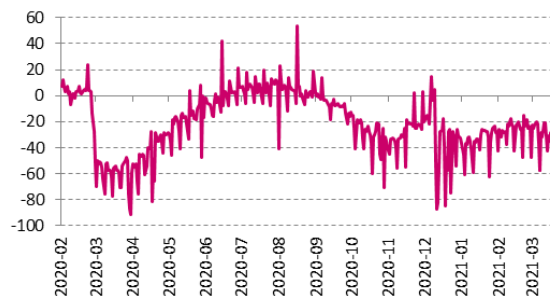
Ruch samochodów ciężarowych w Polsce (% r/r)



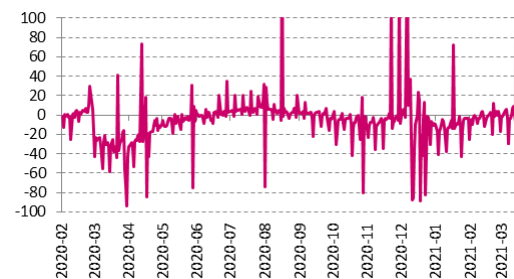
Indeks mobilności w Polsce – transport publiczny



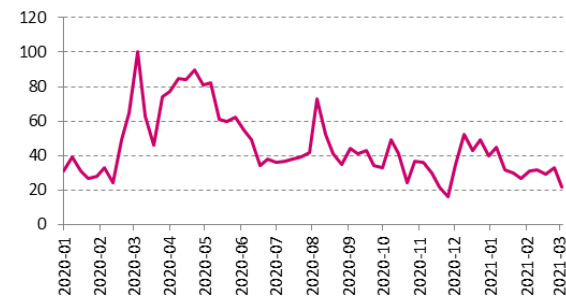
Indeks mobilności w Polsce – handel i rozrywka



Indeks mobilności w Polsce – sklepy spożywcze i apteki

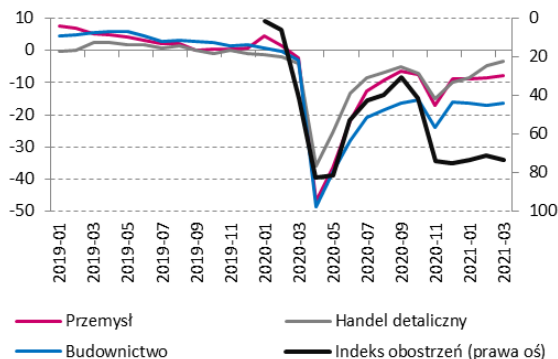


Wyszukiwanie zwrotu „zasłtek dla bezrobotnych” w wyszukiwarce Google

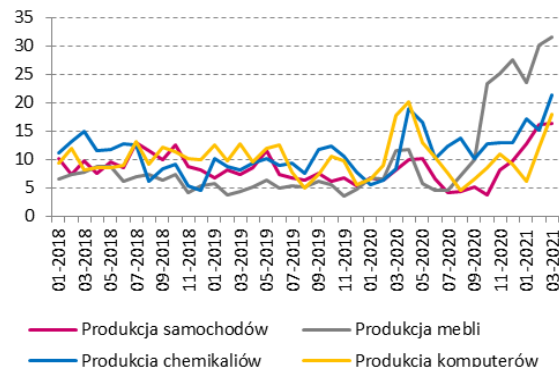


PKB w Polsce – Kolejna fala pandemii spowolni tempo odbicia gospodarki w I połowie roku, niemniej wciąż widzimy szanse na wyraźną odbudowę aktywności ekonomicznej w II połowie roku

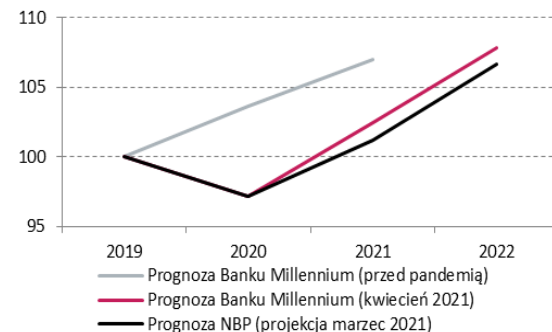
Wskaźniki koniunktury oraz indeks obostrzeń (pkt)



Bariera działalności gospodarczej – niedobór materiałów i surowców (pkt)



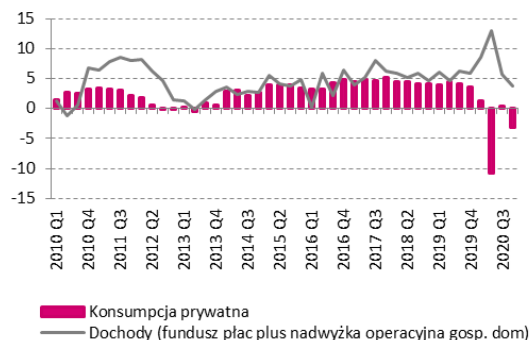
Prognozy wzrostu gospodarczego w Polsce (2019=100)



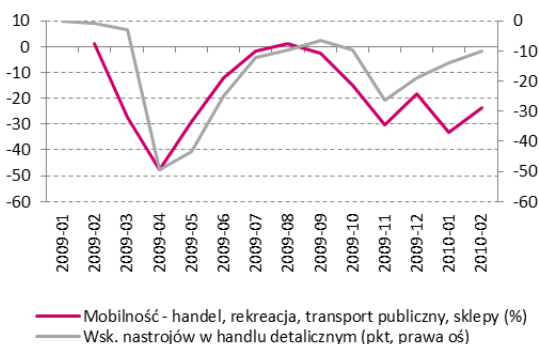
- Podtrzymujemy naszą ocenę, iż rok 2021 będzie okresem odbudowy wzrostu gospodarczego. Utrzymujemy naszą prognozę dynamiki PKB w 2021 roku na poziomie 4,4%, choć zmienia się nieco jej trajektoria. Wiosenna fala pandemii spowolni tempo odbudowy gospodarki i obniży aktywność ekonomiczną w 2Q br., szczególnie konsumpcji prywatnej. Ze względu na ekstremalnie niską bazę statystyczną wzrost PKB w 2Q będzie jednak dodatni. Adaptacja konsumentów do funkcjonowania w warunkach pandemii, korzystne otoczenie globalne oraz bardzo dobra sytuacja przemysłu powinny ograniczyć wpływ obecnie wprowadzonych obostrzeń na gospodarkę. Głównym założeniem tego scenariusza jest ustabilizowanie sytuacji epidemicznej i rozpoczęcie procesu odmrażania gospodarki w 2Q, czemu sprzyjać będą wprowadzone obostrzenia sanitarne oraz planowane przyspieszenie procesu szczepień. Realizacja tego scenariusza pozwoli uruchomić potencjał wzrostowy gospodarki w II poł. roku, szczególnie konsumpcji prywatnej. Niemniej jednak ryzyka dla wzrostu gospodarczego w 2021 wciąż skierowane są, w naszej ocenie, w dół.
- Wskaźniki koniunktury, a także inne dane wysokiej częstotliwości wskazują na utrzymanie korzystnych nastrojów w gospodarce, szczególnie w przemyśle. Globalny charakter ożywienia w tym sektorze powoduje narastanie napięć po stronie podaży i zakłóceń w łańcuchach dostaw, m.in. półprzewodników i procesorów. Może to stanowić czynnik ryzyka dla utrzymania stabilnych wzrostów części sektorów gospodarki. Coraz więcej firm przemysłowych wskazuje niedobór surowców i materiałów jako barierę działalności gospodarczej, co szczególnie widoczne jest wśród producentów mebli, chemikaliów. Tempo wzrostu przemysłu powinno więc stabilizować się.
- Krótkoterminowe perspektywy gospodarki obciążone są podwyższoną niepewnością ze względu na występowanie pandemii, niemniej średniookresowe perspektywy pozostają korzystne i w roku 2023 polska gospodarka ma szansę powrócić na ścieżkę sprężyny kryzysu.

Konsumpcja – Kolejne fale pandemii miały mniejszy wpływ na konsumpcję, niemniej przedłużające się ograniczenia będą opóźniały odbicie koniunktury

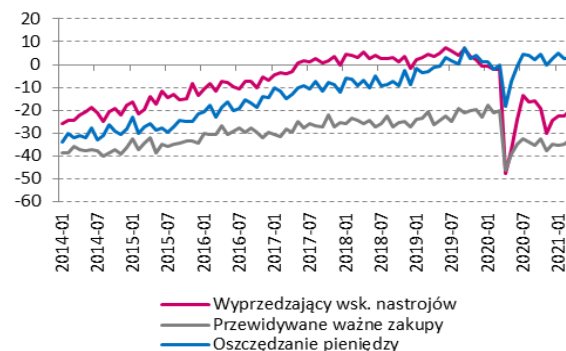
Konsumpcja prywatna i dochody gospodarstw domowych (% r/r)



Mobilność społeczeństwa a wskaźnik koniunktury w handlu detalicznym



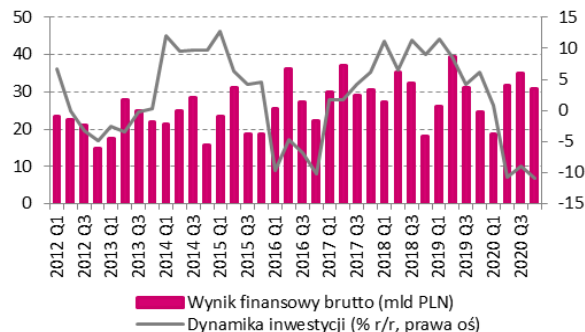
Wskaźniki nastrojów gospodarstw domowych (pkt)



- Konsumpcja prywatna pozostaje pod wpływem obostrzeń i ograniczeń sanitarnych. Zaostrzenie restrykcji w 4Q 2020 spowodowało ograniczenie wydatków konsumpcyjnych, choć w znacznie mniejszej skali niż na wiosnę ubiegłego roku - spadek konsumpcji o 2,7% kw/kw (dane odsezonowane) wobec o 10,5% w 2Q 2020, podczas pierwszej fali pandemii. Mniejsze niż na wiosnę ub. roku było też pogorszenie nastrojów konsumenckich, choć pozostają one bardziej pesymistyczne niż latem ubiegłego roku, kiedy gospodarka odmrażała się po pierwszej fali pandemii. Wydaje się jednak, że pandemia i wprowadzane obostrzenia mają mniejszy wpływ na konsumpcję i nastroje w handlu detalicznym, co potwierdza adaptację gospodarki do nowych warunków. Na pandemii cierpi najsilniej sprzedaż usług, ze względu na wprowadzone obostrzenia epidemiczne, podczas gdy konsumpcja dóbr trwałego użytku rośnie, wspierana dobrą sytuacją dochodową gospodarstw domowych (fundusz płac w gospodarce wzrósł o 5,9% r/r w 4Q 2020) oraz mniejszymi obawami o utratę zatrudnienia.
- W 2021 roku konsumpcja prywatna będzie jednym z głównych filarów gospodarki. Obecne nasilenie pandemii wpłynie na osłabienie odbicia konsumpcji w 2Q i spowolni tempo odrabiania pandemicznych strat. Ustabilizowanie sytuacji epidemicznej w 2Q da szansę na wyraźne odbicie wydatków konsumpcyjnych w drugiej połowie roku. Korzystna sytuacja dochodowa, ograniczone ryzyko silnego wzrostu bezrobocia, a także zakumulowane w czasie pandemii oszczędności (komponent oszczędzania pieniędzy we wskaźniku nastrojów konsumenckich utrzymuje się w okolicach historycznych maksimów) tworzą przestrzeń do wzrostu konsumpcji po odmrożeniu gospodarki. Ograniczeniem konsumpcji może być szybszy od naszych pierwotnych oczekiwań wzrost inflacji, choć dynamika realna płac będzie dodatnia i przyspieszy w 2021 roku. Bardziej dynamiczny przebieg pandemii i spowolnienie skali odbicia w 2Q skłoniły nas do nieznacznej rewizji w dół prognozy konsumpcji w całym 2021 roku.

Inwestycje – Aktywność inwestycyjna firm utrzymuje się na niskim poziomie pomimo poprawiającej się sytuacji finansowej, niemniej Średniookresowe perspektywy inwestycji rysują się w znacznie jaśniejszych barwach.

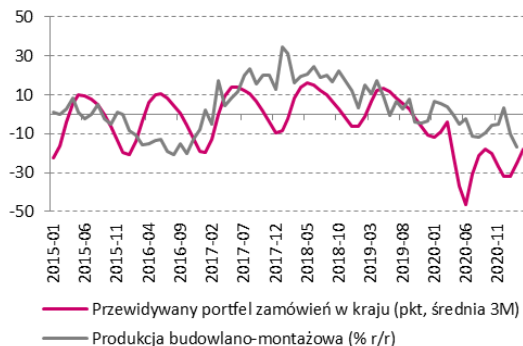
Inwestycje w gospodarce i wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych *



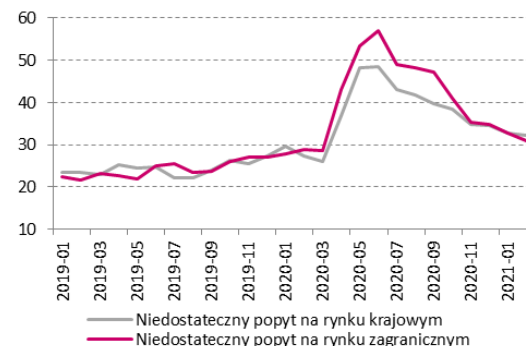
* Firmy zatrudniające co najmniej 50 osób

- Aktywność inwestycyjna firm utrzymuje się na niskim poziomie. W 4Q ub. r. spadek nakładów na środki trwałe pogłębił się do 10,9% r/r z -9,0% r/r w 3Q 2020, a ujemna kontrybucja inwestycji do PKB wyniosła aż -2,8 pkt proc. Spośród klas aktywów najsilniej obniżyły się inwestycje w środki transportu oraz maszyny i urządzenia. Nieco zaskakujące były dane według struktury podmiotowej, które wskazywały na wzrost inwestycji krajowych firm prywatnych w 4Q ub. r. o 3,9% r/r nominalnie. Spadek wykorzystania mocy wytwórczych, a przede wszystkim niepewność co do perspektyw gospodarki były głównymi przesłankami ograniczającymi aktywność inwestycyjną. Barierek inwestycji nie jest natomiast sytuacja finansowa firm, która w grupie przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób wyraźnie poprawiła się w II poł. ub. roku, a odsetek firm zyskowych zbliżył się do poziomów sprzed pandemii, a w przetwórstwie przemysłowym wręcz przekroczył poziom z 2019 roku. Po przyzwoitym pierwszym półroczu 2020, pogorszyła się sytuacja w zakresie inwestycji budowlanych, co niewątpliwie wiąże się z wygasaniem projektów współfinansowanych ze środków UE.
- Perspektywy inwestycji w krótkim okresie pozostają niekorzystne, gdyż niepewność otoczenia gospodarczego ogranicza skłonność firm do inwestycji w rozbudowę majątku produkcyjnego. Odsetek firm panujących rozpoczęcie inwestycji pozostaje na niskim poziomie. Dodatkowo przejściowy okres pomiędzy starą i nową perspektywą finansową UE zmniejsza inwestycje infrastrukturalne. Relatywnie korzystniejsze tendencje mogą mieć miejsce w przemyśle, którego kondycja wyraźnie się poprawiła i w części branż wykorzystanie mocy wytwórczych zbliżyło się do poziomów sprzed kryzysu. Podtrzymujemy ocenę wyraźnego odbicia inwestycji w 2022 r., które wesprze nie tylko odbudowa gospodarki po pandemii, przyspieszenie automatyzacji i digitalizacji, ale także napływ środków europejskich. Wyraźny spadek bariery popytu wśród producentów dóbr kapitałowych sugeruje wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych, choć w większym stopniu mogą być one eksportowane, sugerując odbudowę popytu inwestycyjnego u naszych partnerów handlowych. Po ustabilizowaniu sytuacji epidemicznej poprawy w tym zakresie można będzie oczekiwać także w Polsce.

Koniunktura w budownictwie i produkcja budowlano-montażowa

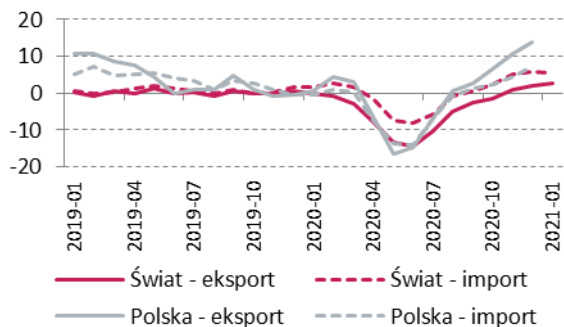


Bariera popytu w działalności gospodarczej – producenci dóbr kapitałowych (%)

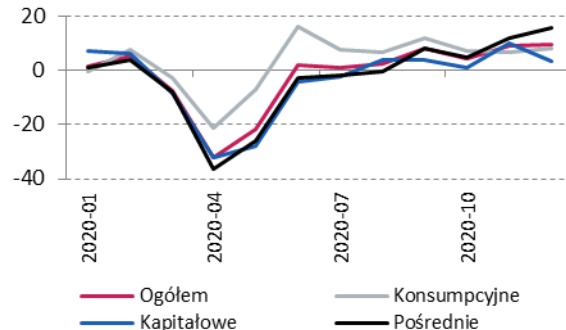


Wymiana handlowa z zagranicą – Pomimo wybuchu pandemii COVID-19 saldo obrotów handlowych z zagranicą wspierało dynamikę PKB w 2020 r.

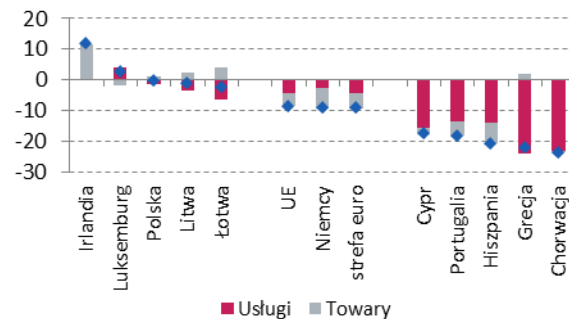
Handel towarami na świecie i w Polsce (% r/r, ceny stałe, dane odsezonowane)



Dynamika polskiego eksportu towarów do krajów Unii Europejskiej (% r/r) w 2020 r.



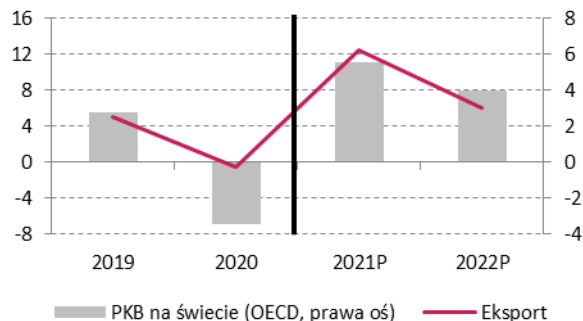
Eksport dóbr i usług w 2020 r. według metodologii rachunków narodowych w UE (%)



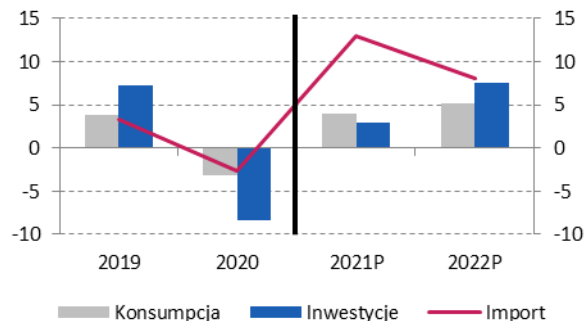
- Po rekordowo silnym spadku w 2Q ub. roku wywołanym szokiem pandemicznym wymiana handlowa z zagranicą dynamicznie przyspieszyła. Polski eksport, zwłaszcza towarów, wykazał się dużą odpornością na spadek globalnej aktywności gospodarczej obniżając się w 2020 r. tylko o 0,5%. Początkowo największym wsparciem odbicia eksportu okazała się sprzedaż towarów konsumpcyjnych, co wynikało ze wzmożonego popytu za granicą na tę grupę dóbr (pakiety fiskalne). W drugiej połowie roku całość eksportu towarów (włączając także dobra kapitałowe oraz pośrednie) rosta już w ujęciu r/r. W efekcie eksport towarów według metodologii rachunków narodowych wzrósł w 2020 r. w cenach stałych o 1,3%. Działalności polskich eksportów sprzyjał optymalny kurs złotego, duża dywersyfikacja oferowanych produktów oraz bliskość największej gospodarki Unii Europejskiej – Niemiec. Udział tego kraju w eksporcie towarów wzrósł w 2020 r. do 28,9% z 27,7% w 2019 r., tj. do najwyższej wartości co najmniej od początku członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Nieco mniej korzystny obraz rysował się w 2020 r. w eksporcie usług, który obniżył się o 7,3%. Najsilniejsze spadki odnotowano w przypadku usług związanych z turystyką i rekreacją (przyjazd turystów z zagranicy to eksport) i budowlanych. Warto zauważyć jednak, że spadek ten był słabszy niż w innych krajach UE zwłaszcza tych na południu kontynentu, gdzie turystyka zagraniczna ma wielokrotnie większą wagę niż w Polsce.
- Obniżenie się popytu krajowego oraz obostrzenia m.in. w przemieszczaniu się wpłynęły na spadek importu w 2020 r., który wyniósł 2,6% r/r, z czego znacznie silniej obniżył się import usług (turystyka, budownictwo). Spadek importu towarów był słabszy niż usług i wyniósł według metodologii rachunków narodowych 1,5%, choć nie dotyczyło to wszystkich partnerów handlowych Polski. Dynamicznie przyspieszył bowiem import z Chin (o 15,7% w ujęciu nominalnym) i Korei Południowej (o 11,1%). Udział Państwa Środka w imporcie wzrósł do 14,6% z 12,3%, czemu sprzyjał popyt na elektronikę, tworzywa sztuczne oraz produkty przemysłu włókienniczego. Wyższa aktywność eksportowa niż importowa doprowadziła do wzrostu nadwyżki salda obrotów handlowych (towarów i usług) z zagranicą, które miało silnie dodatni wkład do dynamiki PKB w 2020 r. (1,0 pkt proc.).

Wymiana handlowa z zagranicą – Spodziewane odbicie popytu krajowego napędzi wzrost importu, a wkład eksportu netto do dynamiki PKB znacząco się obniży

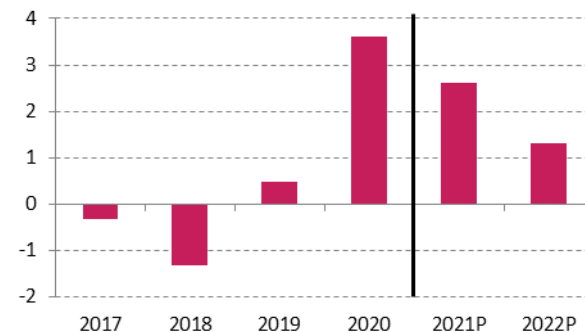
Polski eksport i wzrost światowego PKB (%)



Import do Polski a krajowa konsumpcja i inwestycje (% r/r)



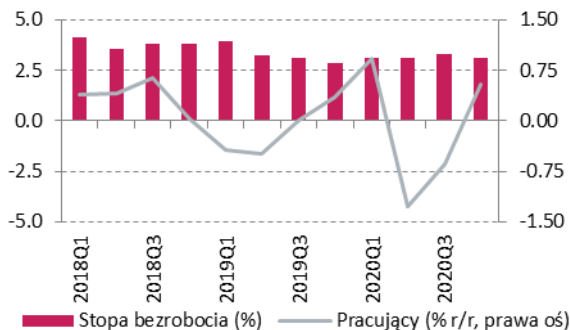
Saldo obrotów bieżących Polski (% PKB)



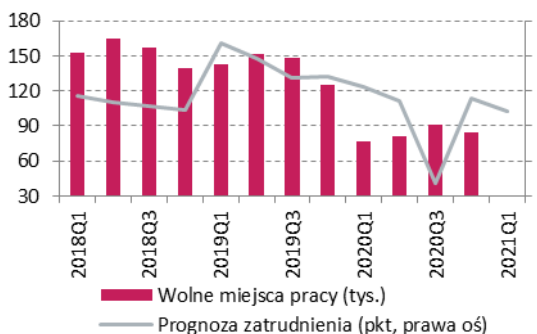
- W styczniu br. polski eksport towarów licząc w EUR spadł o 2,8% r/r, po wzroście o 14,8% r/r w grudniu, co jednak wynika w części z niekorzystnego układu kalendarza. Dynamika importu towarów również obniżyła się w styczniu – do -5,3% r/r z +13,6% r/r. Pomimo tych spadków spodziewamy się, że w 1Q 2021 eksport według rachunków narodowych (tj. łącznie dóbr i usług), jak i import wzrosną w ujęciu r/r, słabiej jednak niż odpowiednio 8,0% r/r i 7,9% r/r w 4Q 2020 r. Za oczekiwaniami dotyczącymi eksportu przemawia stabilizacja wskaźników oczekiwanych zamówień eksportowych, a obostrzenia w handlu detalicznym powstrzymywały silniejsze odbicie importu.
- W 2Q br. powinniśmy być świadkami znaczącego przyspieszenia wzrostu r/r wymiany handlowej z zagranicą, czemu sprzyjać będzie niska baza odniesienia. W II poł. roku wraz z realizacją szczepień i odmrażaniem handlu w kraju i w UE wsparciem wymiany handlowej, eksportu i importu powinny być ponadto czynniki popytowe wynikające ze znaczącej poprawy koniunktury. Sądzymy, że nadrobienie zaległości w popycie gospodarstw domowych oraz ożywienie (choć powolne) w inwestycjach firm znacząco wesprze import i w całym 2021 r. eksport netto będzie miał zbliżony do neutralnego wpływ na dynamikę PKB. W 2022 r. spodziewane mocne odbicie inwestycji przedsiębiorstw, które są najbardziej importochłonne spowodują, że wkład salda obrotów z zagranicą będzie wyraźnie ujemny. Nie zmienia to jednak opinii, że polscy eksporterzy będą nadal konkurencyjni na rynkach światowych zwiększając swój udział w globalnej wymianie handlowej.
- Saldo obrotów bieżących wyniosło na koniec 2020 r. 3,5% PKB osiągając najwyższą wartość w historii danych. Naszym zdaniem pozytywny obraz sytuacji płatniczej Polski będzie utrzymywał się także w latach 2021-2022, choć ze względu na pogorszenie salda handlu towarami i usługami nadwyżka na rachunku bieżącym obniży się. Pomimo oczekiwanego spadku powinna ona pozytywnie wyróżniać się na tle UE, w tym zwłaszcza na tle krajów regionu. Będzie to zatem przemawiać za siłą złotego w okresie ożywienia stanowiąc jednocześnie solidny fundament stabilnych perspektyw gospodarczych.

Rynek pracy – Informacje, które napłynęły w ciągu 1Q wskazują na stabilny rynek pracy. Spodziewamy się niewielkiego wzrostu bezrobocia w 2021 r., choć słabszego niż prognoza sprzed 3 miesięcy

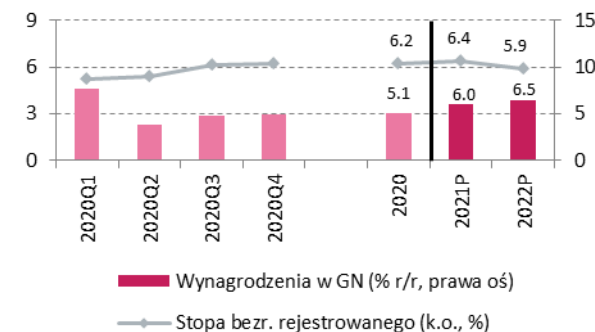
Rynek pracy według BAEL



Wolne miejsca pracy i prognoza zatrudnienia według Szybkiego Monitoringu NBP



Prognozy wynagrodzeń i stopy bezrobocia rejestrowanego

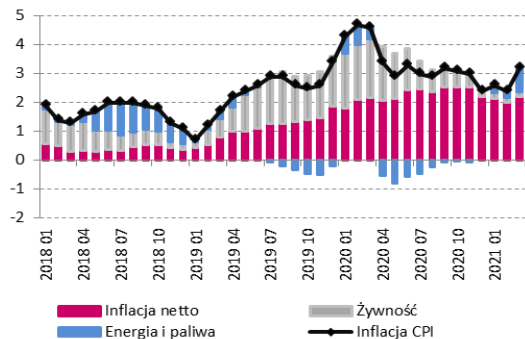


- Informacje, które napłynęły w 1Q br. wskazują na dobrą sytuację na rynku pracy. W 4Q 2020 r. pomimo znacznego nasilenia pandemii i bardziej surowych obostrzeń, które w przypadku niektórych usług trwały niemal cały kwartał liczba osób pracujących w gospodarce według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności wzrosła o 0,3% kw/kw, czyli 0,6% r/r. Liczba osób klasyfikowanych w BAEL jako bezrobotne obniżyła się natomiast względem 3Q 2020, jednak była o ok. 9,0% wyższa niż przed rokiem. W efekcie stopa bezrobocia w 4Q 2020 wzrosła do 3,1% z 2,9% w 4Q 2020 r., choć nadal była jedną z najniższych w UE. Spadek popytu na pracę koncentrował się w grupie ludzi młodych - stopa bezrobocia w Polsce wśród osób poniżej 25 lat wzrosła do 14,8% w lutym tego roku i była o aż 5,2 pkt proc. wyższa niż przed rokiem.
- W 1Q 2021 sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna. Zarówno w styczniu, jak i w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego kształtowała się na poziomie 6,5% i była ze względu na czynniki sezonowe wyższa niż w grudniu 2020 r. o 0,3 pkt proc. Naszym zdaniem statystyki stopy bezrobocia nie oddają jednak w pełni spadku zapotrzebowania na pracę w okresie pandemii, gdyż nie odzwierciedlają mniejszej liczby pracowników z zagranicy, głównie z Ukrainy. Ponadto pracodawcy skracali czas pracy zatrudnionych, powstrzymując się od zwolnień, co dotyczy zwłaszcza branż dotkniętych obostrzeniami - zakwaterowanie, gastronomia, sektor rozrywkowy.
- W obecnych warunkach restrykcji i tempa szczepień sytuacja na rynku pracy w Polsce powinna pozostawać względnie stabilna. Zakładając spadek ryzyka obostrzeń i nasilenia pandemii w II połowie br. popyt na pracę najpewniej nieznacznie się poprawi napędzając wzrost płac w gospodarce. Niektóre obostrzenia sanitarne najprawdopodobniej utrzymają się jednak także w II połowie 2021 r. i część pracowników z tych sektorów będzie zmuszona do zmiany zatrudnienia. Wolne zasoby pracy zostaną przynajmniej częściowo wchłonięte przez firmy z innych sektorów usługowych, stąd spodziewamy się niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia na koniec 2021 r. względem 2020 r. Prognozowany jej wzrost jest jednak słabszy niż wydawało nam się pod koniec 2020 r., a za rewizją w dół oczekiwań co do stopy bezrobocia przemawiają lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy za 4Q 2020 r. oraz 1Q 2021 r., a także spodziewane przyspieszenie realizacji szczepień.

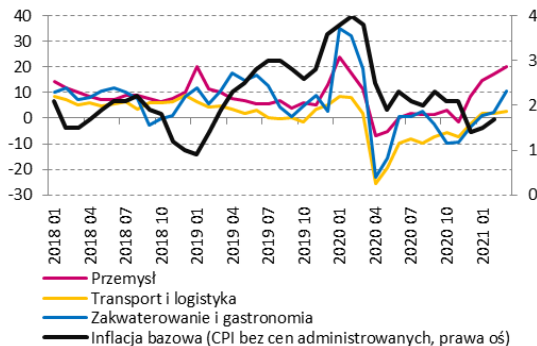
Źródło: Macrobond, Bank Millennium, P – prognoza, k.o. – koniec okresu

Inflacja — Po wyhamowaniu w 1Q 2021, kolejne kwartały przyniosą nasilenie presji inflacyjnej i wzrost wskaźnika CPI powyżej górnej granicy odchyień inflacji od celu NBP

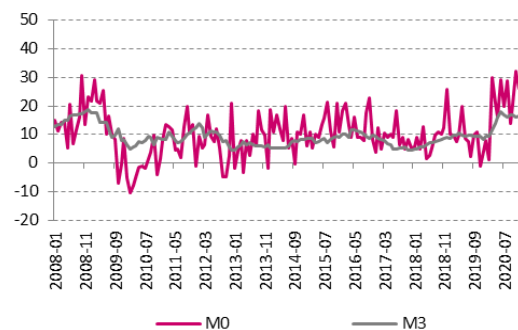
Inflacja CPI w Polsce (% r/r) oraz jej struktura



Inflacja bazowa (% r/r) i wskaźnik spodziewanych cen w gospodarce (pkt)



Podaż pieniądza M0 oraz M3 w Polsce (% r/r)

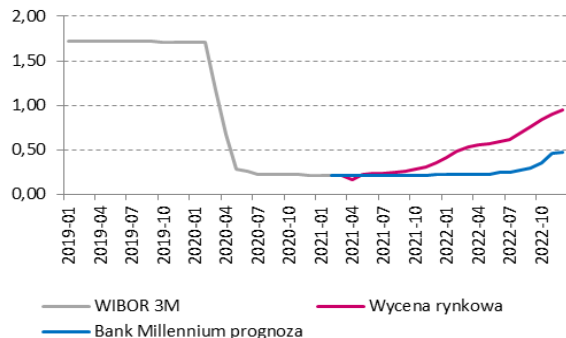


- Inflacja w 1Q 2021 r. (2,7% r/r) utrzymała się na poziomie zbliżonym do wyniku z 4Q 2020 (2,8% r/r), wyraźnie powyżej pierwotnych oczekiwań. To w głównej mierze efekt rosnących na rynkach międzynarodowych cen ropy naftowej, a także wzrostu innych cen regulowanych, głównie energii. W kierunku nieco niższej inflacji na początku roku zadziałała natomiast zmiana koszyka inflacyjnego, bowiem spadła waga usług, których ceny w ubiegłym roku dynamicznie rosły. W lutym wskaźnik CPI wyniósł 2,4% r/r, spadając poniżej celu banku centralnego i poziom ten uznajemy za tegoroczne minimum inflacji. W stosunku do połowy 2020 r. obniżyły się wszystkie liczone przez NBP miary inflacji bazowej. Na najniższym poziomie jest wskaźnik CPI po wyeliminowaniu cen administrowanych (w lutym wyniósł 1,7% r/r, tj. 0,8 pkt proc. mniej niż ogólny wskaźnik inflacji) wskazując, iż podwyższona inflacja jest w głównej mierze efektem rosnących cen regulowanych.
- W najbliższych kwartałach inflacja będzie utrzymywała się na podwyższonym poziomie. W kwietniu wskaźnik CPI przekroczy 3,5% r/r, a w maju, ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej może przekroczyć 4,0% r/r. Ceny energii i paliw pozostaną dominującymi czynnikami wpływającymi na procesy cenowe w tym roku. Ceny paliw na krajowych stacjach są obecnie o ponad 1/3 wyższe niż w czasie pandemicznego dołka. Podażowy charakter inflacji oznacza, że wpływ rosnących cen paliw i innych surowców wygasać będzie w roku 2022. Bardziej trwały może być wzrost cen energii. Rosnące koszty produkcji przynajmniej częściowo zostaną przerzucone na konsumenta. Na przestrzeń do wzrostu cen wskazują badania koniunktury, w których komponent spodziewanych cen systematycznie rośnie. Inflacja bazowa ze względu na ujemną lukę popytową i efekt bazy powinna stopniowo obniżać się w tym roku, choć w wolniejszym tempie niż zakładaliśmy w poprzednim raporcie, m.in. ze względu na słabszego złotego. Utrzymują się także ryzyka, iż bardzo akomodacyjna polityka pieniężna, której towarzyszy wzrost depozytów konsumentów i firm przełoży się na wzrost inflacji w momencie odmrożenia gospodarki. Bardziej dynamiczny przebieg procesów cenowych na rynku surowców energetycznych oraz żywności skłonił nas do rewizji prognozy inflacji na ten rok w górę do 3,3%. W dalszym ciągu bilans ryzyk dla inflacji oceniamy jako asymetryczny w kierunku wyższych odczytów.

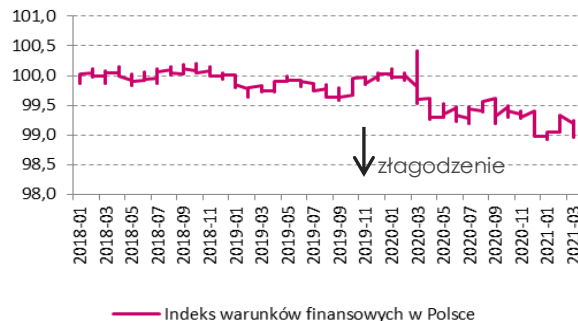
Źródło: Macrobond, NBP, Bank Millennium

Polityka pieniężna – RPP utrzymuje bardzo łagodną politykę pieniężną, pomimo spodziewanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz inflacji przekraczającej cel inflacyjny

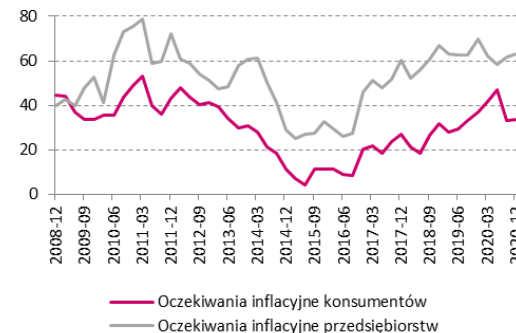
Oczekiwane stopy procentowe w Polsce (%)



Indeks warunków finansowych w Polsce (pkt)



Oczekiwania inflacyjne w Polsce (pkt)

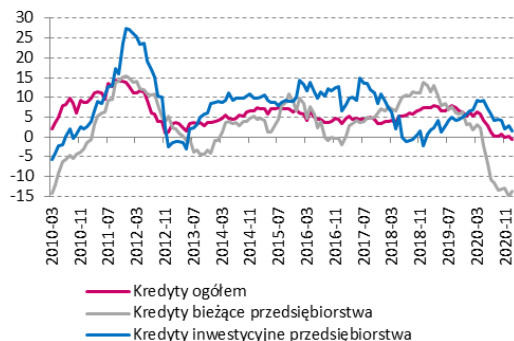


- Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Retoryka bankierów centralnych pozostaje bardzo łagodna. Na przełomie roku 2020 i 2021 bank centralny wykorzystał interwencje walutowe w celu osłabienia złotego, które są substytutem obniżek stóp proc., choć złoty jest wyraźnie słabszy niż progowy kurs opłacalności eksportu. W odpowiedzi na wzrost rentowności na rynkach długu bank centralny zapowiedział możliwość modyfikacji programu skupu aktywów poprzez zwiększenie elastyczności i częstotliwości przetargów. Warto zwrócić uwagę, że pomimo wzrostu rentowności długu warunki finansowania w Polsce pozostają bardzo łagodne, a biorąc pod uwagę strukturę zadłużenia, wyższe rentowności obligacji wpływają głównie na warunki emisji długu Skarbu Państwa. Tak łagodna retoryka krajowej RPP czyni politykę pieniężną w Polsce wyjątkowo łagodną na tle krajów regionu.
- Naszym bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych do końca kadencji obecnej RPP, która będzie akceptowała podwyższoną inflację, aby zapewnić łagodne warunki finansowe dla emisji długu przez resort finansów oraz zwiększyć nominalny PKB, co wesprze budżet i obniży wskaźniki fiskalne. Przy obecnych poziomach rynkowych jako mało prawdopodobne oceniamy szanse na wykorzystanie interwencji walutowych. NBP będzie kontynuował program skupu aktywów, czego skutkiem ubocznym jest spadek płynności na krajowym rynku długu. RPP utrzymuje obecnie silnie łagodną retorykę, pomimo nasilenia inflacji, która już w kwietniu przekroczy górną granicę odchyłek od celu inflacyjnego. Zamiany retoryki Rady w kierunku bardziej neutralnym oczekujemy w drugiej połowie roku, kiedy sytuacja epidemiczna ustabilizuje się, a gospodarka wejdzie w fazę odrabiania strat wywołanych pandemią. Szanse na podwyżki stóp procentowych wzrosną w połowie 2022 roku, kiedy zmieni się skład RPP. Co prawda układ sił w Radzie nowej kadencji prawdopodobnie nie ulegnie zasadniczym zmianom, to wejście gospodarki na ścieżkę wzrostu, inflacja powyżej celu NBP oraz podwyższone oczekiwania inflacyjne w warunkach wzrostu płac mogą skłonić Radę nowej kadencji do rozważenia normalizacji polityki pieniężnej w II poł. 2022 r. W naszej ocenie ścieżka normalizacji polityki pieniężnej przebiegać będzie jednak wolniej niż aktualna wycena rynków finansowych.

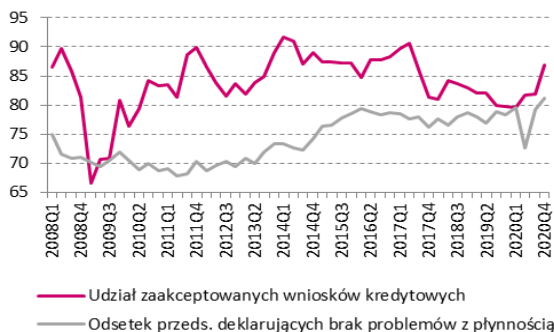
Źródło: GUS, Bloomberg, Refinitiv

Polityka pieniężna – Dynamika kredytu pozostaje niska, podczas gdy korzystana sytuacja dochodowa firm i gospodarstw domowych wsparta programami rządowymi przekłada się na wzrost depozytów

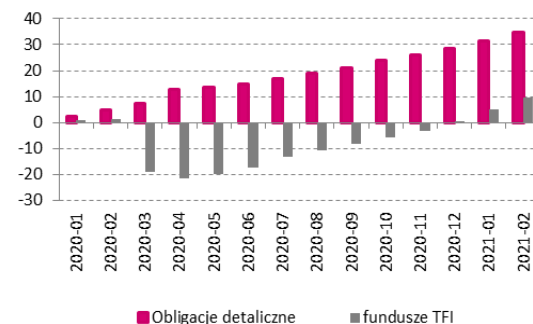
Dynamika kredytów w systemie bankowym (% r/r)



Dostępność kredytu oraz sytuacja płynnościowa firm (%)



Zakupy obligacji detalicznych oraz napływ środków do TFI (narastająco od XII 2019, mld PLN)

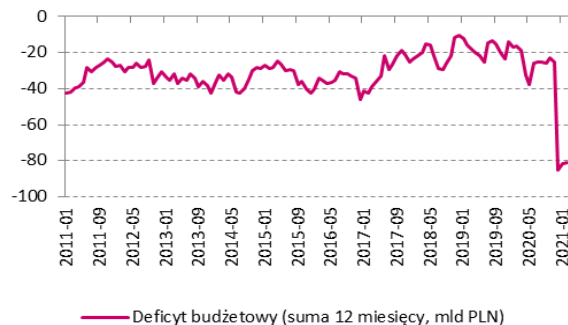


- Dynamika kredytów w polskim systemie bankowym spadła do wartości ujemnych (-0,8% r/r w lutym). Zapotrzebowanie na kredyt ze strony przedsiębiorstw obniżyło się ze względu na ograniczenie aktywności inwestycyjnej, a także wsparcie programami rządowymi, z których wypłacone środki wyraźnie poprawiły sytuację płynnościową firm, zmniejszając zapotrzebowanie na finansowanie krótkoterminowe. Według danych z Szybkiego Monitoringu NBP 81,2% przedsiębiorstw deklaruje brak problemów z płynnością i jest to najwyższy odsetek w historii badania NBP (od 2004 r.). Odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt utrzymuje się na poziomie niższym niż przed wybuchem pandemii, choć nieznacznie wzrósł wskaźnik prognozowanego zadłużenia z tytułu kredytu bankowego. Wspomniane powyżej czynniki sprzyjają wzrostowi bazy depozytowej. W lutym br. depozyty gospodarstw domowych były o 10,3% wyższe niż przed rokiem, natomiast depozyty firm o 21,1%. Złożenie tych tendencji doprowadziło do spadku wskaźnika kredyty/depozyty do rekordowo niskiego poziomu.
- Niska dynamika kredytu to w głównej mierze efekt ograniczonego zapotrzebowania na finansowanie. Dostępność kredytu pozostaje wysoka, a według danych NBP odsetek zaakceptowanych wniosków kredytowych wzrósł do 89%, poziomu najwyższego od połowy 2017r. Popyt na kredyt wzrośnie wraz z odbudową inwestycji, co może nastąpić nie wcześniej niż na przełomie tego i przyszłego roku. Ryzykiem dla akcji kredytowej jest sposób rozwiązania kwestii kredytów mieszkaniowych we franku szwajcarskim ponieważ realizacja wysokich kosztów dla sektora bankowego może ograniczyć przestrzeń do kreacji kredytów., szczególnie dla przedsiębiorstw.
- W warunkach silnie ujemnych realnych stóp procentowych widoczna jest dalsza realokacja oszczędności gospodarstw domowych. Systematycznie zwiększa się wartość zakupionych przez gospodarstwa domowe obligacji detalicznych (ok. 3 mld PLN miesięcznie), kontynuowane są napływy do funduszy inwestycyjnych. Wciąż dużym zainteresowaniem cieszą się inwestycje w nieruchomości. Złożenie powyższych uwarunkowań prowadzi do nasilenia inflacji aktywów znajdującej odzwierciedlenie we wzroście cen nieruchomości, indeksów giełdowych itp.

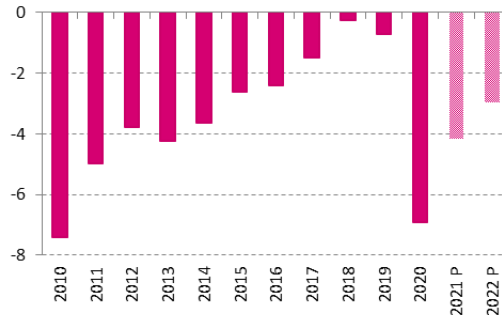
Źródło: Macrobond, NBP, IZFIA

Polityka fiskalna – Po silnym wzroście w 2020, deficyt sektora finansów publicznych zacznie się obniżać wspierany odbudową konsumpcji, podwyższoną inflacją oraz zyskiem NBP. Polityka fiskalna pozostanie akomodacyjna.

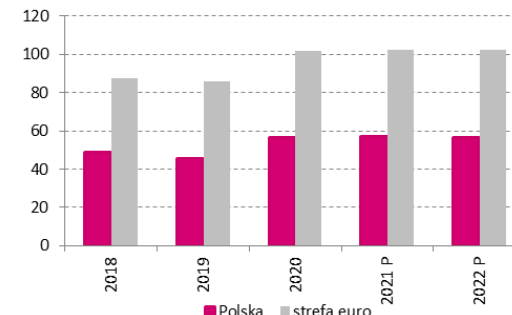
Deficyt budżetu państwa (mld PLN)



Deficyt sektora general government w Polsce (% PKB)



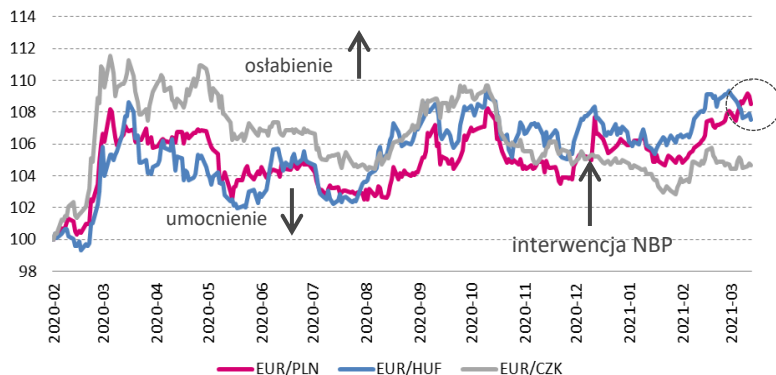
Dług sektora general government (% PKB)



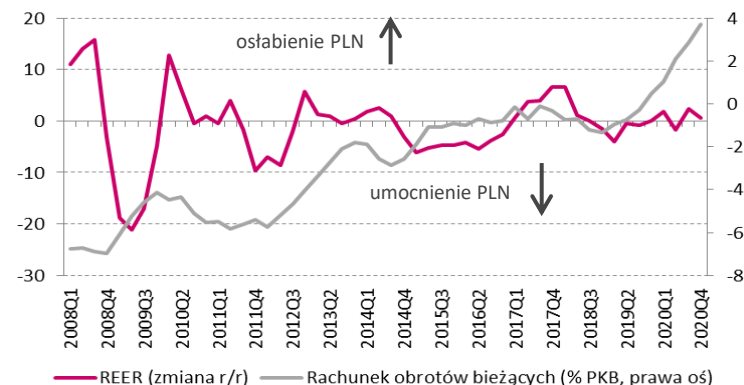
- Sytuacja sektora finansów publicznych pogorszyła się w ubiegłym roku, choć skala wzrostu deficytu była mniejsza niż początkowe szacunki. Deficyt budżetu państwa wyniósł 85,01 mld PLN (3,7% PKB) czyli znacznie więcej niż deficyt 13,7 mld PLN w roku 2019, ale mniej niż 109,3 mld PLN zaplanowane w nowelizacji budżetu. Silniej, bo do 6,9% PKB wzrósł deficyt sektora finansów publicznych, ponieważ ciężar realizacji pakietów pomocowych spoczął na jednostkach pozabudżetowych. To nieco zaskakujący wynik, ponieważ wcześniejsze szacunki oparte na skali programów pomocowych wskazywały na deficyt wartości ok. 9% PKB. Po dwóch pierwszych miesiącach tego roku budżet centralny zanotował nadwyżkę wartości niemal 0,9 mld PLN wobec deficytu 3,3 mld PLN w analogicznym okresie roku poprzedniego. Ta poprawa budżetu jest pozorna, ponieważ część wydatków budżetu została przesunięta poza budżet centralny, a dodatkowo finansowanie części tegorocznych wydatków zostało przesunięte na grudzień ubiegłego roku. Dlatego też bardziej miarodajną ocenę kondycji budżetu państwa dają dane skumulowane za ostatnie 12 miesięcy, według których deficyt budżetu wynosi blisko 81 mld PLN wobec 16,3 mld PLN przed rokiem. Jego wzrost jest więc znaczny, choć podobne tendencje miały miejsce w innych krajach, gdyż programy fiskalne były dominującym narzędziem walki z kryzysem wywołanym pandemią.
- Na ten rok rząd założył deficyt budżetu na poziomie 82,3 mld PLN, jednak w naszej ocenie realizacja może być o ok. 20 mld PLN niższa. Spadkowi deficytu sprzyjać będzie spodziewane przyspieszenie wzrostu gospodarczego, szczególnie konsumpcji prywatnej, a także wyższa od oczekiwań inflacja, która pozwoli na realizację wyższych wpływów podatkowych, głównie z VAT. Wsparciem dla budżetu w roku 2021 będzie także pokaźna wpłata z zysku NBP za ubiegły rok, który został wsparty osłabieniem złotego w ostatnich dniach minionego roku w wyniku interwencji walutowych NBP. Z powyższych powodów oczekujemy także wyraźnego obniżenia deficytu sektora finansów publicznych, tym bardziej, że skala kolejnych pakietów wsparcia gospodarki będzie znacznie mniejsza niż przed rokiem. W najbliższej aktualizacji Raportu o Konwergencji rząd powinien przedstawić ścieżkę konsolidacji fiskalnej w najbliższych latach, co może mieć istotną rolę w ocenie stabilności sektora finansów publicznych.

Rynki finansowe PLN – Złoty najgorzej radzącą sobie walutą regionu w okresie pandemii

Relatywna zmiana walut Europy Środkowo-Wschodniej do euro (01.02.2020r. = 100)



Realny efektywny kurs walutowy a rachunek obrotów bieżących

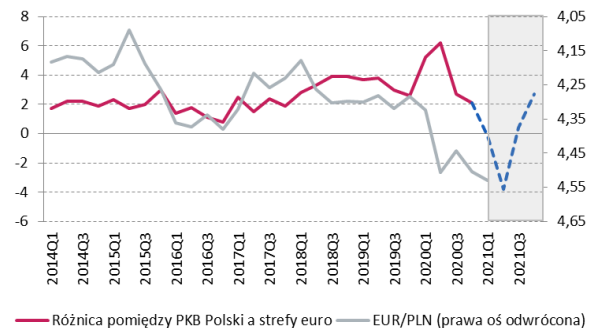


- Okres pandemii jest czasem podwyższonej zmienności walut *emerging markets* motywowanej z jednej strony wzrostem awersji do ryzyka i złagodzeniem polityki pieniężnej w odpowiedzi na silne pogorszenie aktywności gospodarczej, a z drugiej stopniowymi symptomami poprawy nastrojów. Złoty, który momentami w drugiej połowie ubiegłego roku był najlepiej radzącą sobie walutą Europy Środkowo-Wschodniej obecnie jest liderem przeceny w relacji do euro. Losy notowań polskiej waluty odmieniła ostatnia sesja 2020 roku, gdy Narodowy Bank Polski zdecydował o pierwszej od ponad 10 lat interwencji walutowej. W ocenie banku centralnego interwencja była "nieporównywalna z żadną poprzednią" i miała na celu ograniczenie presji aprecjacyjnej złotego. Decyzja o użyciu interwencji walutowej wpisywała się w łagodną retorykę NBP coraz bardziej wyróżniającą się na tle innych banków centralnych regionu. Efektem było wyznaczenie przez kurs EUR/PLN pod koniec marca tego roku najwyższego poziomu od 2009 roku tj. kryzysu wywołanego upadkiem banku Lehman Brothers. W tym czasie czeska korona i węgierski forint zyskiwały na wartości.
- Mimo silnego osłabienia w 1Q br. oczekujemy, iż kolejne kwartały 2021 roku przyniosą stopniowy wzrost wartości złotego. Co prawda kwiecień prawdopodobnie będzie trudnym miesiącem 2021 roku dla złotego (epicentrum pandemii w Polsce, prawdopodobnie najdłuższy horyzont stabilnych stóp procentowych wśród państw regionu, kwestia walutowych kredytów hipotecznych), to w drugiej połowie roku liczymy na uruchomienie potencjału aprecjacyjnego polskiej waluty. Źródłem oczekiwanego umocnienia złotego będą przede wszystkim solidne fundamenty polskiej gospodarki, na które – w warunkach poprawy nastrojów globalnych pod wpływem wygaszenia pandemii – silniejszą uwagę będą zwracali inwestorzy. W tym względzie liczymy między innymi na powrót korelacji umocnienia złotego z postępującą nadwyżką na rachunku obrotów bieżących.

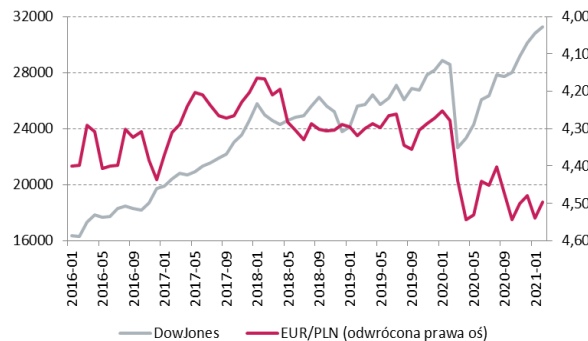
Źródło: Macrobond

Rynki finansowe PLN – Fundamenty polskiej gospodarki będą głównym czynnikiem sprzyjającym umocnieniu złotego w 2021 roku, choć utrzymanie łagodnej retoryki RPP może spowolnić jego tempo

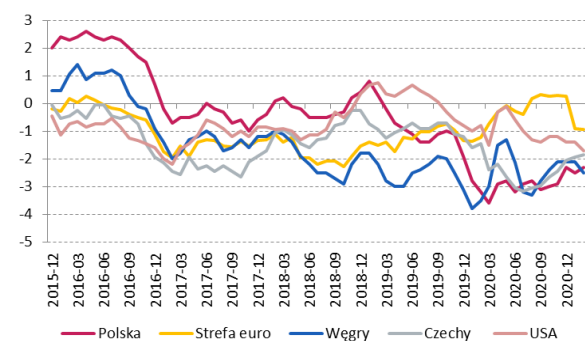
Różnice w dynamice PKB pomiędzy Polską a strefą euro (% r/r) i kurs EUR/PLN



Indeks giełdowy Dow Jones i kurs EUR/PLN



Realne stopy procentowe w wybranych krajach (%)

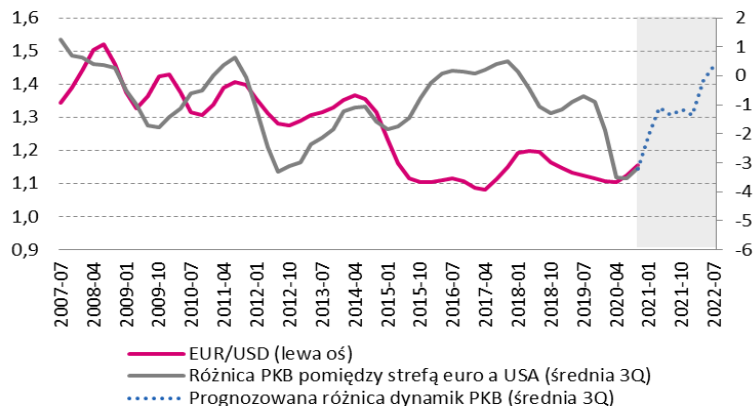


- Argumentem przemawiającym za umocnieniem złotego w relacji do euro w dalszej części roku będzie rosnąca różnica w tempie wzrostu gospodarczego pomiędzy Polską a strefą euro. Tempo odbicia PKB w kraju – począwszy od drugiej połowy 2021 roku – będzie wyższe aniżeli w unii monetarnej, co powinno – podobnie jak w poprzednich latach – wspierać wartość złotego. Argumentem przemawiającym za umocnieniem polskiej waluty będzie również napływ środków z funduszy europejskich. W ramach programu NextGeneration Polska otrzyma najwyższą – w relacji do PKB – wysokość środków z Unii Europejskiej.
- W miarę wygasania pandemii - a w obliczu postępującego na świecie programu szczepień przeciw COVID-19 powinien być to scenariusz bazowy – liczymy ponadto na aprecjację złotego wynikającą z globalnego wzrostu apetytu na ryzyko. Historycznie złoty był beneficjentem strategii *risk-on* polegającej na angażowaniu się inwestorów w bardziej ryzykowne aktywa. Globalne nastroje mierzone za pomocą amerykańskich indeksów giełdowych, czy indeksu VIX sugerują niedowartościowanie złotego.
- Mimo solidnych fundamentów gospodarczych niektóre czynniki krajowe - obok globalnych momentów wzrostu awersji do ryzyka – mogą hamować tempo umacniania polskiej waluty. Za najistotniejszy krajowy czynnik mogący ograniczać skalę umocnienia złotego należy uznać przede wszystkim rekordowo niskie stopy procentowe, w szczególności w ujęciu realnym, które obniżą atrakcyjność strategii *carry trade* wśród inwestorów zagranicznych. Pod tym względem Polska wypada szczególnie niekorzystnie zarówno na tle walut Europy Środkowo-Wschodniej, jak i rozwiniętych rynków. Nie bez znaczenia będzie także stanowisko NBP w kwestii wartości złotego. Kwietniowa modyfikacja narracji Rady Polityki Pieniężnej nie przekreśla bowiem możliwości kolejnych interwencji walutowych.
- Niezmienne wierzymy w wzrost wartości polskiej waluty w 2021 roku, choć wyższy punkt wejścia w drugi kwartał skłonił nas do nieznacznej rewizji w górę kursu EUR/PLN na koniec tego roku do poziomu 4,40. W stosunku do naszego poprzedniego raportu oznacza to. Siła złotego powinna być także widoczna w 2021 roku w relacji do pozostałych głównych walut tj. dolara i franka szwajcarskiego.

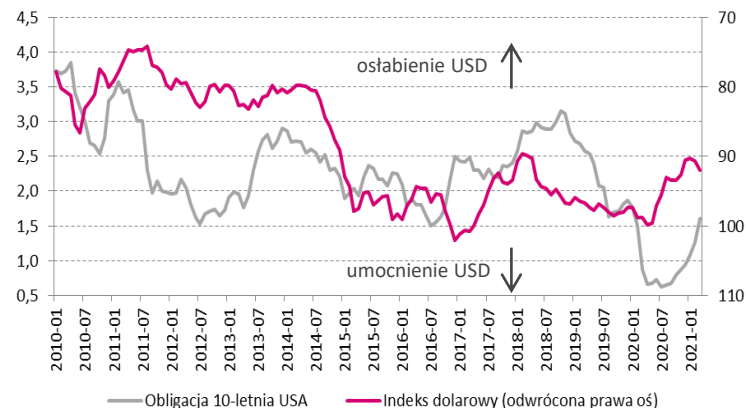
Źródło: Macrobond, Bloomberg

Rynki finansowe EUR/USD – Euro powróci do wzrostów w miarę wygaszenia pandemii

Kurs EUR/USD a różnice w dynamikach PKB pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi



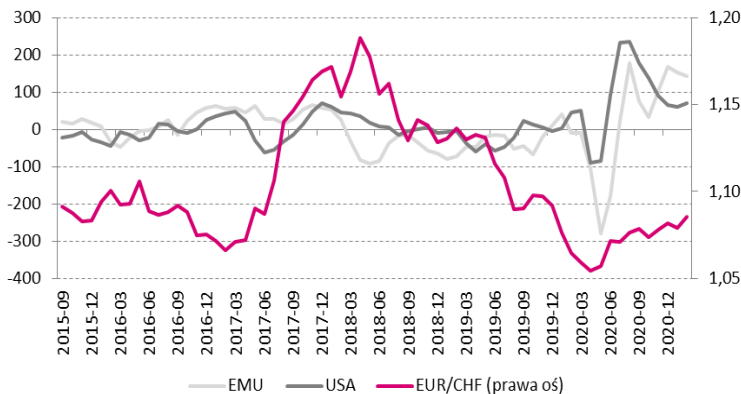
Indeks dolarowy i rentowność 10-letniej obligacji USA (%)



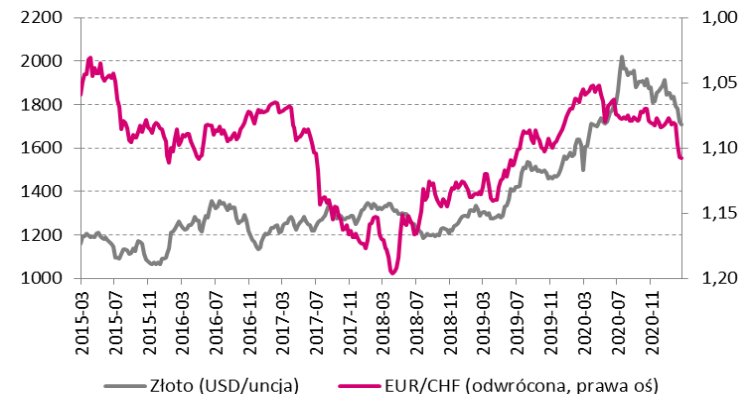
- Z nastaniem 2021 roku zakończył się trend wzrostowy eurdolara, a kurs EUR/USD zaczął kierować się na coraz to niższe poziomy. Poprawa sytuacji epidemicznej w USA w połączeniu z szybkim tempem szczepień przeciwko COVID-19 i rozbudowanym pakietem fiskalnym sprawiły, że dolar zaczął zyskiwać na wartości. Istotną rolę odegrały ponadto trendy inflacyjne (przyspieszony wzrost inflacji w warunkach odbudowy koniunktury). Uruchomiły one oczekiwania na zaostreżenie polityki pieniężnej wspierając przy tym wyższą rentowność obligacji. W efekcie z końcem kwartału indeks dolarowy osiągnął 5-miesięczny szczyt.
- W kolejnych miesiącach liczymy na powrót eurdolara do wzrostu i umocnienie euro. W naszej ocenie zadecyduje o tym przede wszystkim wygaszenie – głównie dzięki szczepieniom – pandemii. Konsekwencją takiego scenariusza byłoby zmniejszenie restrykcji i uruchomienie potencjału gospodarczego, co z kolei kanałem wzrostu apetytu na ryzyko przekładać się powinno na umocnienie euro względem dolara, ale i franka szwajcarskiego. Zakładamy przy tym, iż dojdzie do odwrócenia bieżących tendencji tj. preferowania przez inwestorów walut bardziej ryzykownych. O ile nie zakładamy w 2021 roku żadnych zmian w poziomie stóp procentowych w USA i strefie euro to ryzykiem dla naszych oczekiwań walutowych pozostaje możliwość niewielkiego zaostreżenia retoryki – przede wszystkim po stronie amerykańskiej Rezerwy Federalnej – jako konsekwencja poprawiających się perspektyw gospodarczych i odreagowania po silnym cięciu stóp procentowych w 2020 roku. Uważamy jednak, iż nie zmaterializuje się ono wcześniej niż pod koniec roku. Ryzykami pozostaną również epizody napięć geopolitycznych.
- Podtrzymujemy oczekiwanie wzrostu EUR/USD, a potencjał zwyżki ograniczony jest poziomem 1,24, co jest bliskie oczekiwaniom z poprzedniego raportu.

Rynki finansowe EUR/CHF – Sytuacja globalna oraz czynniki lokalne argumentami za dalszą przeceną franka szwajcarskiego w 2021 roku

Indeks zaskoczeń makroekonomicznych (pkt) w strefie euro i USA a kurs EUR/CHF



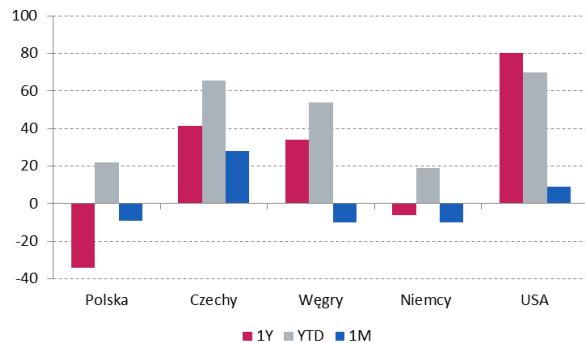
Notowania złota oraz kursu EUR/CHF



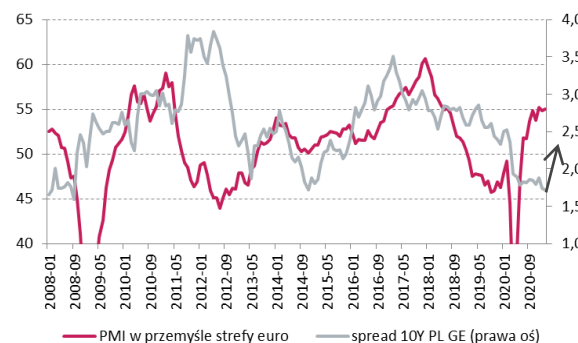
- W pierwszym kwartale 2021 roku, po blisko półrocznym okresie względnej stabilizacji kursu EUR/CHF wokół 1,08, notowania ustanowiły niemal 2-letnie maksimum na poziomie 1,1150. Zadecydowały o tym przede wszystkim globalne oczekiwania poprawy sytuacji gospodarczej w miarę postępu szczepień przeciwko COVID-19, które ograniczyły zainteresowanie tzw. bezpiecznymi przystaniami, czyli między innymi frankiem szwajcarskim i złotem.
- Nadal za najbardziej prawdopodobny scenariusz dla franka szwajcarskiego w 2021 roku uznajemy jego stopniową przecenę w relacji do euro. Podobnie jak w poprzednim raporcie utożsamiamy ją przede wszystkim z oczekiwanym dalszym wzrostem apetytu na ryzyko w miarę wygasania pandemii, a w konsekwencji poprawą globalnej koniunktury. Warto podkreślić, iż kurs EUR/CHF - będący do pewnego stopnia proxy ryzyka - nie zwykował dotąd tak dynamicznie jak stan światowej koniunktury mierzonej indeksem zaskoczeń ekonomicznych (*surprise index*). Nadal widzimy zatem potencjał do przeceny franka szwajcarskiego z powodu jego „renty opóźnienia” w stosunku do napływających optymistycznych odczytów z globalnej gospodarki.
- Istotne dla wyceny franka szwajcarskiego będą ponadto czynniki lokalne. O ile – wbrew sytuacji z ubiegłego roku – nie liczymy na wzmożoną aktywność banku centralnego Szwajcarii na rynku walutowym, to źródłem przeceny franka mogą być między innymi perspektywy inflacji w tym kraju. Zgodnie z najnowszymi marcowymi prognozami SNB ścieżka inflacji w Szwajcarii – ściśle skorelowana z kształtowaniem się kursu EUR/CHF – została na ten rok istotnie podwyższona. Powinno to sprzyjać osłabieniu szwajcarskiej waluty w 2021 roku.

Rynki finansowe obligacje krajowe – Trendy reflacyjne źródłem wzrostu rentowności obligacji na świecie, lecz w Polsce – z uwagi na czynniki lokalne - na nieco mniejszą skalę

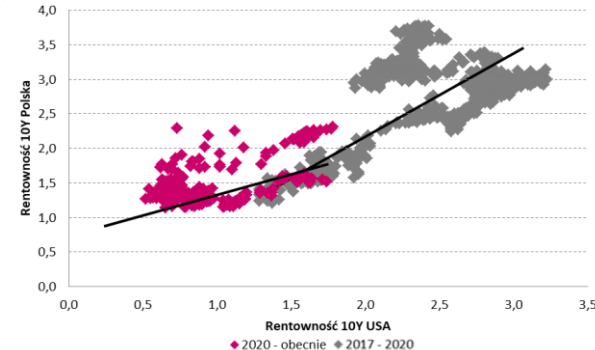
Zmiana rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw (bps)



Koniunktura w przemyśle strefy euro (pkt) a spread polskich i niemieckich 10-latek (%)



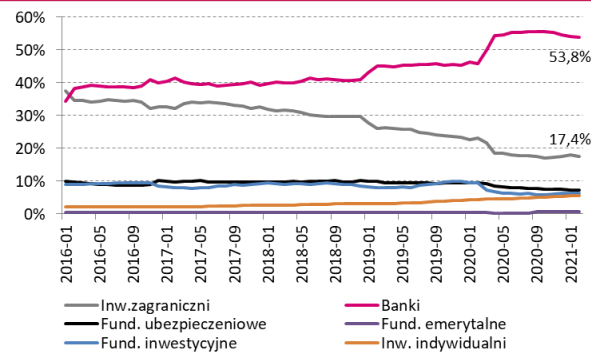
Rentowności 10-letniej obligacji USA i Polski (%)



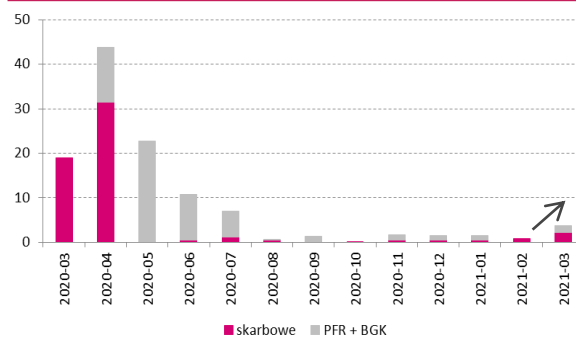
- Mimo upływu ponad roku od pierwszej z serii „pandemicznych” obniżek stóp procentowych krajowy rynek długu wciąż pozostawał pod presją tamtych wydarzeń. Agresywna skala cięć – obok zintensyfikowanego pod koniec marca tego roku programu NBP skupu aktywów i konsekwentnie łagodnej narracji banku centralnego także w 2021 roku – zdecydowała o tym, iż rentowność polskiej obligacji 10-letniej zmniejszała się w minionym roku. Co prawda początek 2021 roku przyniósł wzrost rentowności – związany przede wszystkim z globalnym trendem inflacyjnym – to była ona zdecydowanie skromniejsza aniżeli w przypadku rynków bazowych, czy obligacji Czech, Węgier - gdzie równocześnie doszło do zaostrzenia narracji tamtejszych banków centralnych. Miało to swoje konsekwencje między innymi dla spreadu pomiędzy polską a niemiecką, czy amerykańską obligacją, który wyraźnie się zmniejszył. Najbardziej spektakularny jest fakt, iż dochodowość 10-letniego długu USA jest aktualnie wyższa aniżeli w przypadku analogicznej obligacji skarbowej Polski. Premia za ryzyko jest zatem ujemna. Mimo, iż w 2018 i 2019 roku taka sytuacja miała miejsce, to jednak były to epizody krótkotrwałe i nie na taką skalę jak obecnie. Pewnym wytłumaczeniem może być fakt, iż obecnie wpływ zmian Treasuries na polski rynek długu nie jest tak silny jak np. w latach 2017 – 2020 (efekt wypychania inwestorów zagranicznych przez krajowe banki komercyjne).
- W kolejnych kwartałach 2021 roku liczymy na kontynuację wzrostu dochodowości obligacji skarbowych w efekcie postępującej poprawy światowej koniunktury, która zdecyduje o zmianie rynkowej strategii z modelu *risk-off* (unikania ryzyka) na *risk-on* (brania ryzyka), a tym samym zmniejszy zainteresowanie bardziej bezpiecznymi obligacjami. Wpływ czynników globalnych - kanałem rynków bazowych - powinien skutkować wzrostem dochodowości także polskich skarbowych papierów wartościowych. Podobnie jak w poprzednim raporcie tak i obecnie uważamy jednak, że przełożenie się trendów globalnych na krajowy rynek długu będzie słabsze aniżeli wśród innych państw regionu o czym zdecydują czynniki lokalne.

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

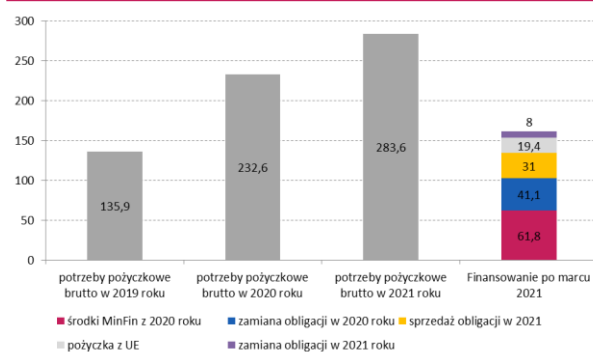
Struktura inwestorów skarbowych papierów wartościowych (%)



Skup obligacji przez Narodowy Bank Polski (mld PLN)



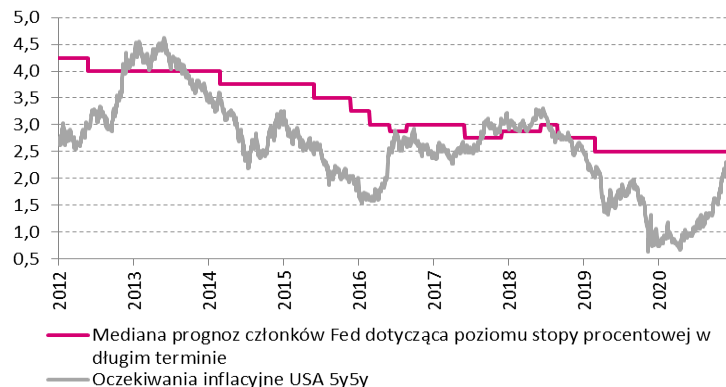
Potrzeby pożyczkowe i sposoby ich finansowania w 2021 roku (mld PLN)



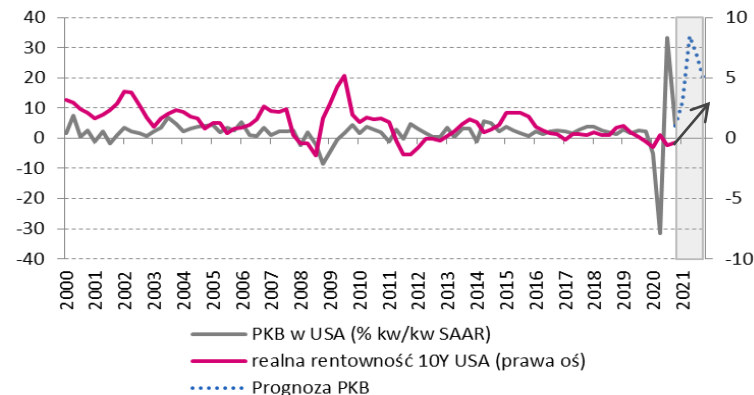
- Wpływ czynników zewnętrznych na wycenę polskiego długu uważamy za ograniczony, gdyż systematycznie malejący udział inwestorów zagranicznych w portfelu posiadaczy polskich obligacji skarbowych zapewni odporność wyceny skarbowych papierów wartościowych na trendy globalne. W tym roku spodziewamy się co prawda stabilizacji udziału inwestorów zagranicznych w portfelu posiadaczy obligacji skarbowych jednak w okolicach najniższego poziomu od 2009 roku tj. około 17%.
- Argumentem studzącym oczekiwania silnego wzrostu rentowności długu skarbowego w tym roku będzie ponadto nasiloną z drugim kwartałem aktywność Narodowego Banku Polskiego na przetargach odkupu. Począwszy od kwietnia bank zwiększył ilość operacji strukturalnych zastrzegając sobie prawo do zorganizowania dodatkowych. Utrzymanie tego trendu w drugim i trzecim kwartale jest o tyle prawdopodobne, iż liczymy na stopniowe zwiększenie emisji - skupowanego przez NBP - długu BGK i PFR.
- Wbrew oczekiwaniom z poprzedniego raportu nie uważamy natomiast, by konieczność zwiększonej podaży obligacji w 2021 roku miała skutkować zwykłą dochodowością długu. Ministerstwo Finansów zdecydowało bowiem o silniejszym niż w przeszłości stopniu wykorzystaniu poduszki płynnościowej do finansowania potrzeb. Warto również podkreślić wprowadzenie przez resort finansów nowych metod finansowania potrzeb pożyczkowych tj. pożyczek z Unii Europejskiej. Źródłem stabilizacji wyceny w 2021 roku będzie ponadto łagodna retoryka Rady Polityki Pieniężnej z zastrzeżeniem, iż pod koniec roku rynek może dyskontować decyzje Rady przyszłej kadencji.
- Uważamy, że w kolejnych kwartałach kontynuowany będzie trend wystromienia krzywej, przede wszystkim z uwagi na wzrost rentowności 10-letniego długu do 1,75% na koniec roku. Nie widzimy obecnie podstaw do silniejszej zwykłej dochodowości. Wymienione wcześniej czynniki krajowe oraz bieżący silnie ujemny poziom krajowych asset swapów będą przeciwwagą w globalnym trendzie przeceny obligacji skarbowych na świecie.

Rynki finansowe obligacje bazowe – Oczekiwania wyższej rentowności w 2021 roku studzone będą przez utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej największych banków centralnych świata

Oczekiwana przez Fed stopa procentowa w długim terminie oraz oczekiwania inflacyjne w USA (%)



Realna rentowność 10-letniego długu USA a wzrost gospodarczy w USA

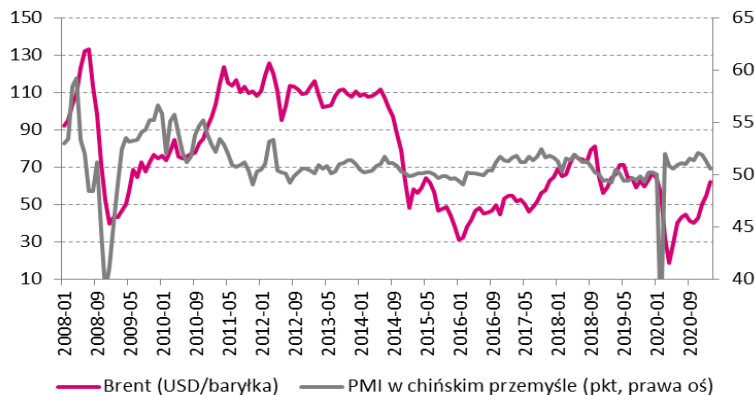


- Początek 2021 roku przyniósł dynamiczne przyspieszenie wzrostowego trendu rentowności obligacji rynków bazowych – w szczególności długu USA. Argumentami było ożywienie koniunktury globalnej wsparte - w przypadku USA - pakietami fiskalnymi, które generowały konieczność dodatkowych emisji obligacji, co od strony podażowej determinowało wyższą rentowności, a jednocześnie nasilało oczekiwania inflacyjne. W rezultacie dochodowość 10-latk USA wzrosła w 1Q br. o 70 bps do 1,75% tj. rocznego maksimum, a więc okresu sprzed agresywnych cięć stóp procentowych przez Fed. Wyższa rentowności Bunda w tym czasie była znacznie skromniejsza i wyniosła 20 bps (do -0,3%).
- W drugim kwartale 2021 roku oczekujemy dalszej wyższej 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 wyższą. Nie pozwoli na nią wciąż wyjątkowo łagodna polityka pieniężna największych banków centralnych świata motywowana między innymi wciąż łagodnymi – mimo wyższej dochodowości Treasuries i Bunda - warunkami finansowymi.
- Większy niż w przypadku Bunda potencjał do wzrostu dochodowości dostrzegamy w przypadku długu amerykańskiego. Utożsamiamy go z oczekiwaniami na kolejny program luzowania fiskalnego w USA, który w miarę upływu roku nasilać może oczekiwania na szybsze niż wynikający z obecnego konsensusu Fed termin podwyżki stóp procentowych. Przeciwwagą dla silnego wzrostu rentowności Bunda będzie natomiast deklaracja Europejskiego Banku Centralnego „znaczącego” zwiększenia skupu obligacji począwszy od drugiego kwartału. Rezultatem będzie dalsze zwiększenie spreadu pomiędzy 10-letnim długiem USA i Niemiec.

Źródło: Macrobond, Conference Board, Fed st.Louis

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

Notowania ropy naftowej i indeksu PMI w chińskim przemyśle



Zmiana cen wybranych surowców w Q1 2021 (%)



- W pierwszych trzech miesiącach tego roku drożały niemal wszystkie rodzaje surowców – z pominięciem złota. Było to odzwierciedlenie systematycznej poprawy nastrojów (przecena złota), a przede wszystkim rozbudzenia oczekiwań poprawy sytuacji gospodarczej w sytuacji, gdy Chiny – największy konsument surowców – jako pierwszy na świecie kraj systematycznie odbudowywał się gospodarczo po pandemii. Podobnie jak przed rokiem tak i obecnie najbardziej spektakularne zmiany cen surowców dotyczyły ropy naftowej, gdzie poza zwiększonym popytem pozytywnie na notowania oddziaływała polityka wydobycia kartelu OPEC.
- W drugim kwartale 2021 roku w przypadku ropy naftowej liczymy na uspokojenie wyceny po ostatnich burzliwych miesiącach. Fakt poprawy koniunktury w światowym przemyśle niezaprzeczalnie wspiera zapotrzebowanie na ropę, jednak pole do dalszej poprawy koniunktury w sektorze wytwórczym jest już ograniczone. Czynnikiem stabilizującym wycenę będzie ponadto równoważenie wydobycia poprzez jego zwiększanie przez państwa zrzeszone w OPEC oraz zmniejszanie w USA będące częściowo wynikiem odmiennego podejścia do polityki klimatycznej przez nowego prezydenta Stanów Zjednoczonych.
- Argumentem za wzrostem cen ropy może być natomiast poprawa mobilności społeczeństw wynikająca z oczekiwanego zdjęcia pandemicznych restrykcji. Należy mieć jednak na uwadze, iż transport odpowiadający za większość konsumpcji surowca to między innymi transport morski, który analizując ceny frachtu z Chin jest obecnie silnie eksploatowany. Pod wpływem szybszego od oczekiwań procesu odbudowy globalnej koniunktury zdecydowaliśmy się jednak podnieść prognozę ceny baryłki ropy Brent do 60 USD średnio w 2021 roku.

Dane i prognozy

		2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	% r/r	4.5	-2.7	4.4	5.3	1.9	-8.4	-1.5	-2.8	-1.5	8.5	3.7	6.2	6.3	6.4	4.9	4.6
Popyt krajowy	% r/r	3.5	-3.9	4.5	6.5	1.0	-9.9	-3.2	-3.4	-2.5	8.0	4.1	6.7	8.0	7.4	6.1	5.7
Spżycie w sektorze gosp. domowych	% r/r	3.9	-3.1	3.9	5.2	1.2	-10.8	0.4	-3.2	-1.7	10.2	1.3	5.9	7.5	7.9	5.0	4.1
Inwestycje w środki trwałe	% r/r	7.2	-8.4	3.0	7.5	0.9	-10.7	-9.0	-10.9	-7.3	4.4	2.8	7.5	7.4	7.8	7.3	7.7
Wkład eksportu netto	pkt proc.	1.1	1.0	0.1	-1.2	0.9	1.1	1.7	0.4	1.0	0.3	-0.4	-0.5	-1.6	-1.0	-1.2	-1.1
Inflacja CPI *	% r/r	2.3	3.4	3.3	3.0	4.5	3.2	3.0	2.8	2.7	3.6	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9
Inflacja bazowa *	% r/r	2.0	3.9	3.2	2.7	3.4	3.8	4.2	4.1	3.8	3.4	3.1	2.7	2.5	2.6	2.7	2.9
Ropa naftowa Brent *	USD	64.6	42.6	63.2	61.0	50.5	33.6	41.0	45.3	61.1	64.5	64.1	62.9	61.8	60.9	60.5	60.8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	6.2	6.4	5.9	5.4	6.1	6.1	6.2	6.4	6.3	6.3	6.4	6.4	6.0	5.9	5.9
Place w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.0	6.0	6.5	7.7	3.8	4.8	5.0	4.5	7.4	6.3	6.0	6.2	6.3	6.6	7.0
Saldo C/A	% PKB	0.5	3.6	2.6	1.3	1.1	2.2	2.9	3.6	3.6	3.2	3.1	2.6	2.1	1.7	1.5	1.3
Saldo sektora general government	% PKB	-0.7	-6.9	-5.1	-3.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.5	0.10	0.10	0.25	1.00	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
Stopa depozytowa	%, k.o.	0.50	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
WIBOR 1M	%, k.o.	1.63	0.20	0.20	0.40	1.14	0.23	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.22	0.40
WIBOR 3M	%, k.o.	1.71	0.21	0.22	0.55	1.17	0.26	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22	0.22	0.23	0.25	0.55
WIBOR 6M	%, k.o.	1.79	0.25	0.27	0.65	1.19	0.28	0.26	0.25	0.25	0.25	0.25	0.27	0.27	0.29	0.31	0.65
Obligacja 2-letnia	%, k.o.	1.50	0.02	0.15	0.75	1.55	0.15	0.09	0.02	0.04	0.09	0.11	0.15	0.20	0.35	0.50	0.75
Obligacja 10-letnia	%, k.o.	2.07	1.30	1.75	2.25	2.10	1.35	1.35	1.30	1.30	1.65	1.70	1.75	1.90	2.00	2.15	2.25
EUR/PLN	k.o.	4.26	4.45	4.40	4.30	4.55	4.47	4.52	4.45	4.40	4.50	4.45	4.40	4.40	4.35	4.30	4.30
USD/PLN	k.o.	3.80	3.65	3.55	3.65	4.15	3.98	3.85	3.65	3.65	3.78	3.65	3.55	3.60	3.60	3.60	3.65
EUR/USD	k.o.	1.12	1.22	1.24	1.18	1.10	1.12	1.17	1.22	1.21	1.19	1.22	1.24	1.23	1.21	1.20	1.18
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.41	-0.53	-0.55	-0.50	-0.23	-0.43	-0.52	-0.53	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.55	-0.53	-0.50
LIBOR 3M USD	%, k.o.	1.91	0.25	0.30	0.60	1.35	0.30	0.23	0.25	0.25	0.25	0.26	0.30	0.35	0.40	0.45	0.60

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

Analitik 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 dotożył 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.