

Analizy makroekonomiczne

PRZEGLĄD KWARTALNY

27 listopada 2020



2021 – jak bardzo odporni?

**Departament Rynków
Finansowych i Analiz**
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl



Synteza

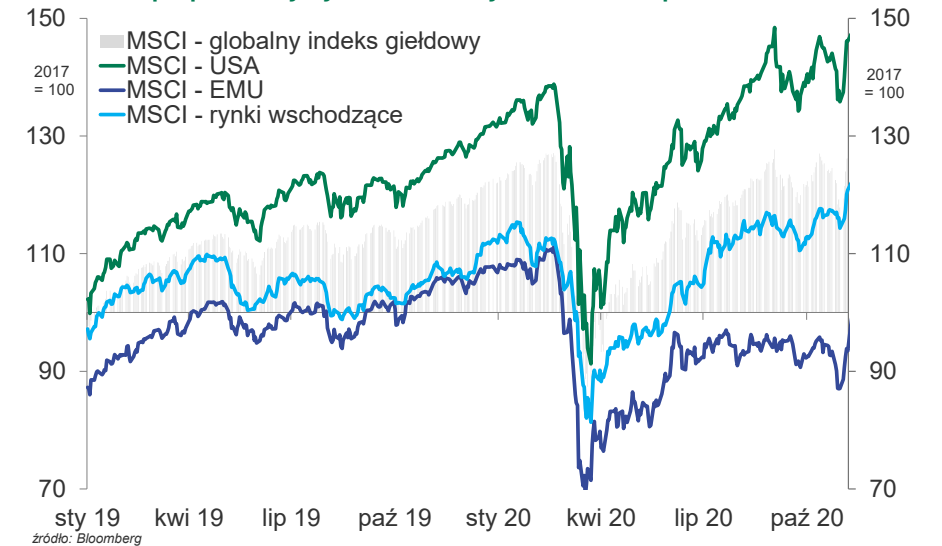
- IV kw. przyniósł ponowny wzrost zmienności rynkowej i prognoz gospodarczych w kontekście bieżącego i oczekiwanego przebiegu pandemii COVID-19. Z jednej strony jesienna fala wzrostu zachorowań poskutkowała korektą w dół prognoz wzrostu gospodarczego w IV kw. 2021 r., z drugiej strony pozytywne informacje dot. wyników prac nad szczepionką i wzrost prawdopodobieństwa szerokiego wdrożenia szczepień w 2021 r. znacząco obniżają ryzyko kolejnych fal epidemii i ponownych lockdownów w 2021 r., przez co obniżają ryzyko dla scenariusza ożywienia gospodarczego w przyszłym roku.
- Przy założeniu zmaterializowania się tych założeń można oczekiwać wyraźnego odbicia aktywności gospodarki globalnej, choć znaczna skala ubytku potencjału wytwórczego będzie czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w średnim okresie.
- Tylko do pewnego stopnia te efekty będzie łagodził dłuższy okres utrzymania ultra-łuznej polityki pieniężnej banków centralnych. Zgodnie z zapowiedzią EBC oczekujemy zwiększenia i wydłużenia programu skupu na posiedzeniu w grudniu, w przypadku FOMC w bazowym scenariuszu nie oczekujemy już dalszego luzowania polityki pieniężnej, choć ryzyko takiej decyzji w ostatnich tygodniach wzrosło.
- W warunkach wyraźnego pogorszenia sytuacji epidemicznej w kraju oraz wdrożenia nowych restrykcji gospodarczych skorygowaliśmy w dół prognozę wzrostu gospodarczego w IV kw. oraz w całym 2020 r. do $-3,5\%$ r/r. Szacujemy, że w 2021 r. dynamika wzrostu gospodarczego wyniesie $4,2\%$ r/r, choć w głównej mierze będzie to efektem bardzo niskiej statystycznej bazy odniesienia. Silniejszy pozytywny efekt szczepień może skutkować silniejszym odbiciem aktywności, z drugiej strony ryzyka opóźnionych efektów dostosowań sytuacji na rynku pracy mogą skalę tego ożywienia hamować.
- W 2021 r. oczekujemy utrzymania korzystnych tendencji w globalnej wymianie handlowej, co będzie nadal wspierało eksport oraz aktywność krajowego przemysłu. Solidnie wzrośnie także konsumpcja prywatna, choć w głównej mierze jako efekt bardzo niskiej bazy odniesienia. Biorąc pod uwagę bardzo ostrożne plany inwestycyjne firm nawet w bardzo dobrym III kw., zakładamy, że w 2021 r. ożywienie inwestycji firm będzie nieznaczne, wyraźnie większa przestrzeń utrzymuje się natomiast dla silniejszego wzrostu publicznych wydatków inwestycyjnych.
- Efekty pogorszenia sytuacji cyklicznej będą w naszej ocenie obniżać inflację bazową w trakcie 2021 r., co obok utrzymania niższej dynamiki cen żywności powinno poskutkować spadkiem inflacji CPI poniżej poziomu $2,5\%$ r/r.
- Taki scenariusz inflacyjny będzie utwierdzał Radę Polityki Pieniężnej w utrzymaniu stabilnych parametrów polityki pieniężnej. Prognozujemy, że do końca 2021 r. stopy procentowe pozostaną na bieżącym poziomie.



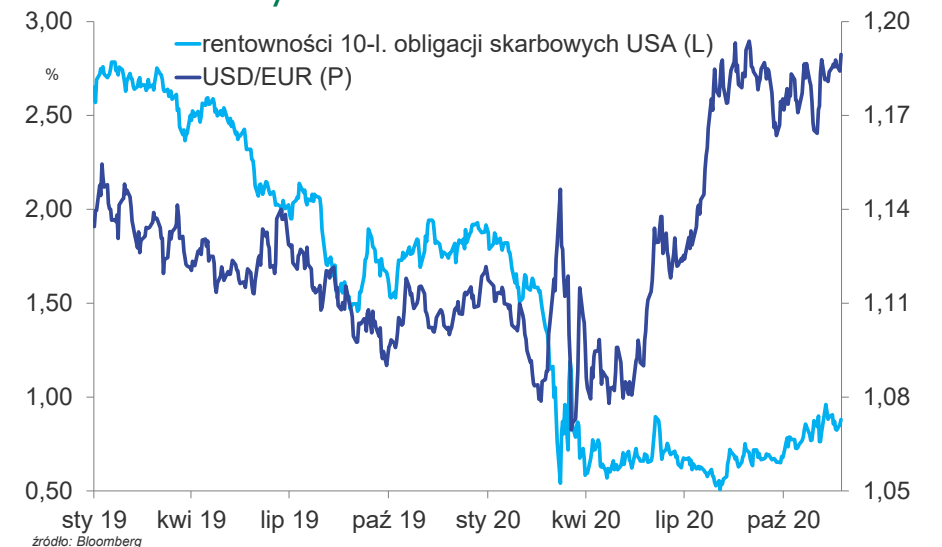
Pod koniec 2020 r. sytuacja rynkowa pod wpływem jesiennej fali pandemii oraz informacji o szczepionce

- Przełom III i IV kw. przyniósł wzrost zmienności na globalnym rynku finansowym. Eskalacja jesiennej fali pandemii w Europie poskutkowała solidnym spadkiem cen aktywów finansowych o wyższym profilu ryzyka, po czym pozytywne informacje o wynikach prac nad szczepionkami przeciw COVID-19 przyczyniły się do powrotu optymizmu. Tę poprawę nastrojów hamowało z kolei listopadowe pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA.
- W ślad za zmianami awersji do ryzyka podążały notowania dolara. Generalnie jednak kurs dolara w relacji do euro utrzymywał się na wyraźnie słabym poziomie.
- Wybory prezydenckie w USA miały jedynie okresowy wpływ na rynki finansowe i praktycznie ograniczony do rynku stopy procentowej. Wzrost oczekiwań na poluzowanie polityki fiskalnej oraz poprawa oceny sytuacji gospodarczej w USA poskutkowały lekkim wzrostem rentowności amerykańskich obligacji skarbowych.
- W perspektywie 2021 r. widzimy potencjał do stopniowego wzrostu aktywów o wyższym profilu ryzyka wraz z wygasaniem ryzyka związanego z pandemią i ożywieniem koniunktury gospodarczej. Wraz z tą stabilizacją ryzyko nawrotu awersji do ryzyka na globalne rynki powinna spadać. Przy kontynuacji łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych zakładamy, że tempo odbudowy gospodarki po pandemii będzie determinantem kształtowania sytuacji rynkowej na poszczególnych rynkach.
- Przy powyższych średniookresowych założeniach oceniamy, że w krótkim okresie należy liczyć się z podwyższoną zmiennością notowań, w szczególności biorąc pod uwagę obecny optymizm rynkowy (dużo pozytywnych informacji i oczekiwań w zdyskontowanych cenach). Przed powszechnym wdrożeniem szczepionki przeciw COVID-19 poszczególne kraje muszą jeszcze poradzić sobie z jesienią falą epidemii. W nadchodzących tygodniach rozstrzygać się będą także kwestie: - umowy Wielka Brytania – UE; - negocjacji dot. budżetu UE na lata 2021-27 i funduszu odbudowy,

Jesienna fala pandemii pogarsza nastroje rynkowe, ale solidnie poprawiają je informacje dot. szczepionki



Rentowności SPW wciąż na historycznie niskich poziomach, niewielkie zmiany kursu euro i dolara

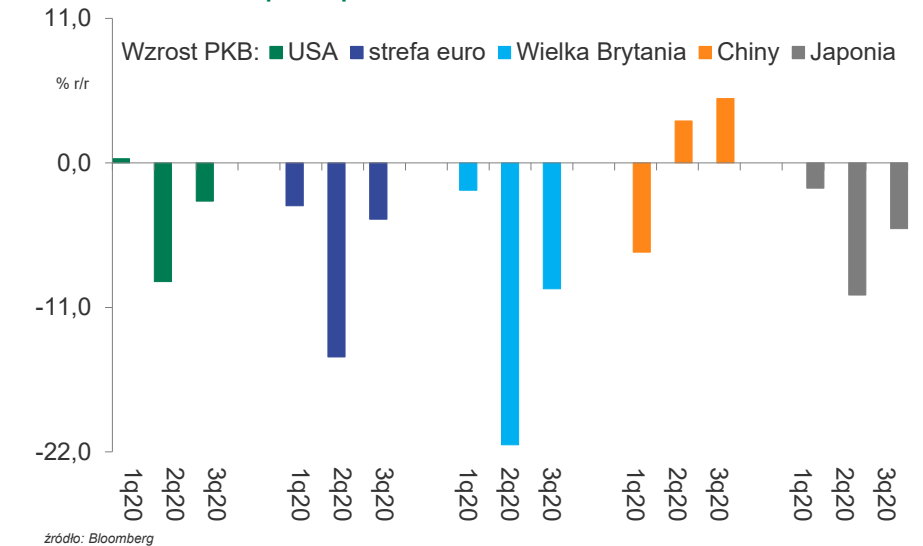




W III kw. bardzo silne odbicie aktywności w gospodarce globalnej, po tąpnięciu w II kw.

- Wraz z odmrażaniem aktywności gospodarczej w III kw. silnie wzrosła aktywność gospodarczej na świecie – w skali zbliżonej do spadku aktywności w II kw. w ujęciu zmian kwartalnych. Sprzyjało temu znaczące ograniczenie liczby zachorowań na COVID-19 w okresie letnim, za wyjątkiem letniego nawrotu epidemii w USA.
- Skala ożywienia aktywności w większości regionów okazała się zdecydowanie silniejsza wobec założeń sprzed kilku miesięcy. Takemu scenariuszowi sprzyjało relatywnie szybkie odbudowanie mobilności podmiotów gospodarczych, przy ogromnej skali wsparcia polityki gospodarczej, ograniczającej skalę upadłości przedsiębiorstw oraz wzrostu bezrobocia.
- Szczególnie pozytywnie w tym okresie zaskakiwały wyniki gospodarki USA (efekt szybszego niż w Europie odchodzenia od obostrzeń administracyjnych, ograniczona skala nowych obostrzeń podczas drugiej fali epidemii w okresie wakacyjnym) oraz Chin (trwałe opanowanie sytuacji epidemicznej w I kw. oraz pozytywny wpływ globalnej pandemii na część branż chińskiej gospodarki).
- Przy trwalszym ograniczeniu popytu na część usług, trwalsze przekierowanie wydatków gospodarstw domowych na towary oraz ograniczenie notowanych w I poł. br. problemów w zakresie łańcuchów dostaw poskutkowało szczególnie silnym odbiciem aktywności w przemyśle i globalnej wymianie handlowej. Wzrost popytu na towary, w szczególności dobra trwałego użytku silnie wspierał aktywność handlu detalicznego.

Dynamiczne odbicie aktywności gospodarczej na świecie w III kw., po tąpnięciu w II kw.



Najsilniejsze odbicie w handlu zagranicznym – wysoki popyt na towary i ograniczenie problemów łańcuchów dostaw

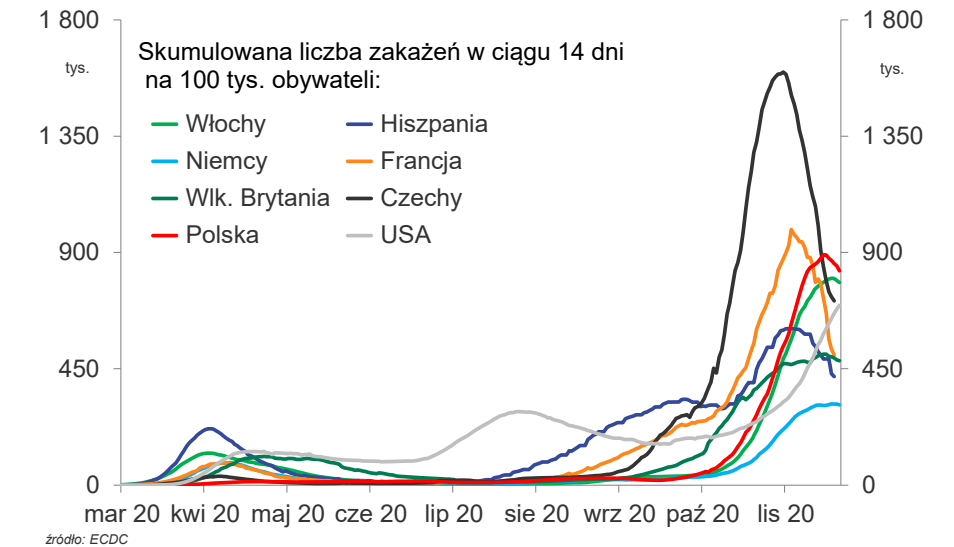




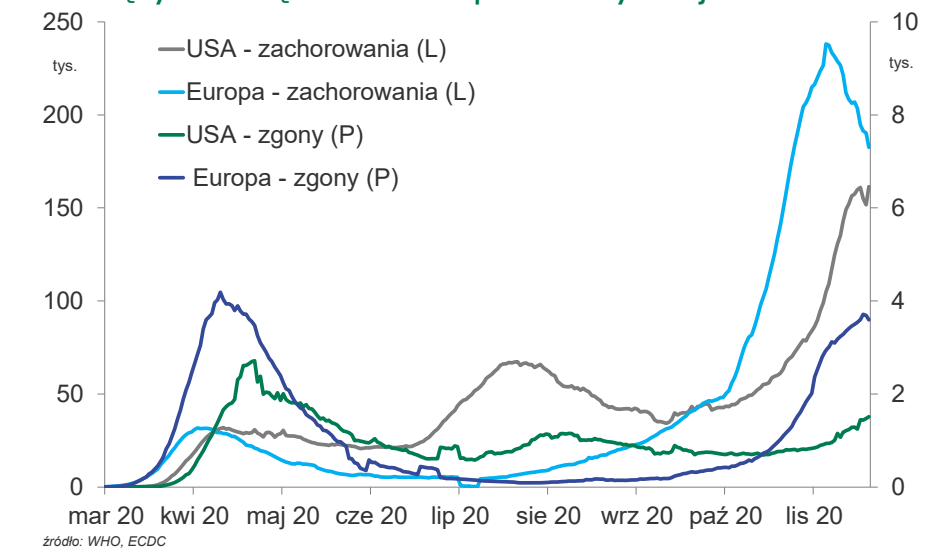
Trend poprawy zatrzymała jesienna fala pandemii...

- Po wyraźnej poprawie sytuacji epidemicznej na świecie od maja do września (poza jej okresowym pogorszeniem w USA), w październiku znacząco pogorszyła się sytuacja epidemiczna w Europie, a w listopadzie ponownie znacząco wzrosła liczba zachorowań w USA.
- Podczas kolejnej fali pandemii odsetek zgonów wobec liczby zachorowań utrzymuje się na wyraźnie niższym poziomie wobec wiosennej fali pandemii. Jednocześnie jednak wielokrotnie wyższa skala liczby zakażeń koronawirusem, przekłada się na gwałtowny wzrost liczby osób hospitalizowanych i tym samym znaczące obciążenie dla systemów opieki zdrowotnej wielu krajów.
- W rezultacie w większości krajów europejskich w październiku i listopadzie ponownie wprowadzono restrykcje gospodarcze i społeczne ograniczające przede wszystkim aktywność części branż usługowych, a w części krajów także handlu detalicznego.
- Wdrożenie restrykcji gospodarczych i społecznych w Europie poskutkowało w połowie listopada w wielu krajach europejskich tempo rozwoju epidemii spadło.

Jesienna fala pandemii ze zdecydowanie wyższą skalą zachorowań...



...w efekcie pomimo niższego odsetka śmiertelności, znaczącym obciążeniem dla opieki medycznej

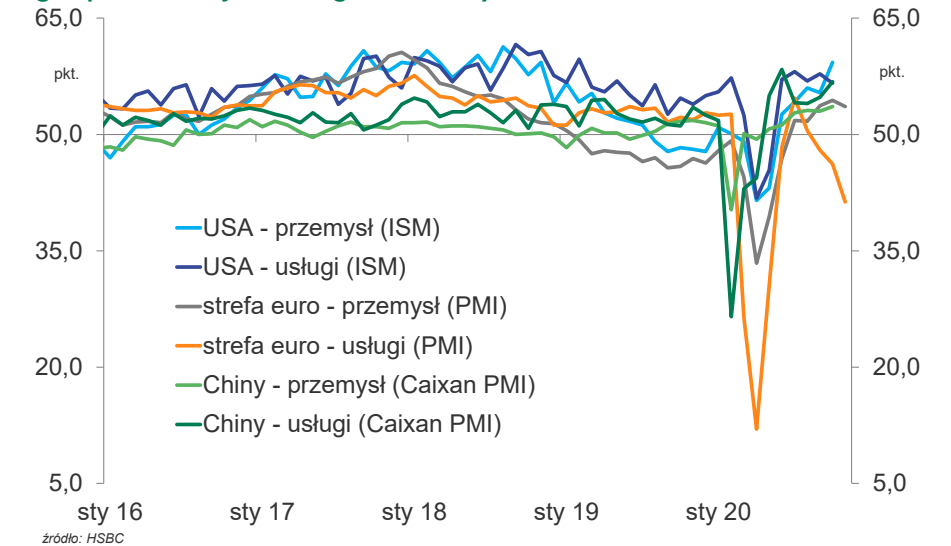




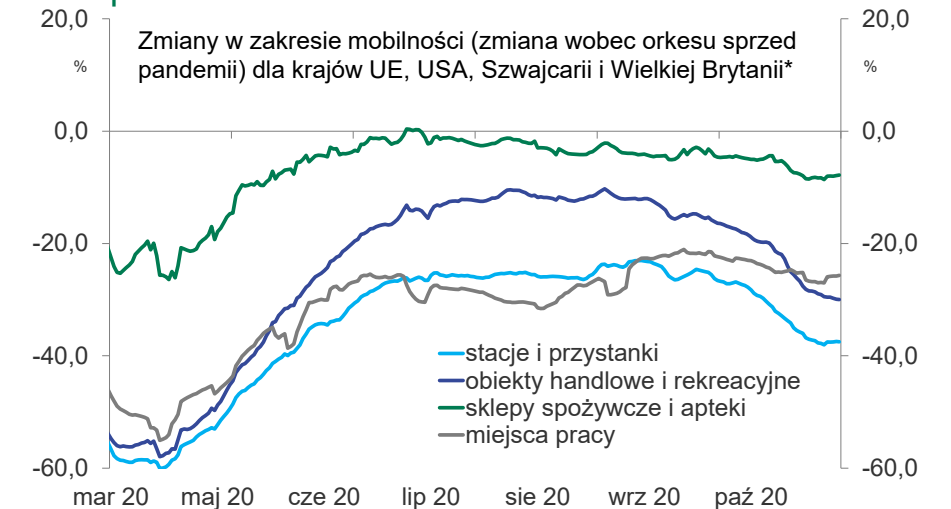
...co implikuje korekty w dół prognoz gospodarczych na IV kw. 2020 r.

- Wzrost liczby zachorowań oraz nowe obostrzenia gospodarcze przełożyły się na korektę prognoz wzrostu gospodarczego na świecie na IV kw. 2020 r. Prognozy wzrostu dla głównych gospodarek na świecie nie zmieniły się istotnie z uwagi na znoszące się efekty wyższej dynamiki aktywności w III kw. i niższej w IV kw. roku.
- Na podstawie bieżących informacji zakładamy w IV kw.: - dalszy spadek PKB (w ujęciu kw/kw) w strefie euro, - ograniczenie wzrostu PKB w USA, - kontynuację wzrostu gospodarki w Chinach.
- Oceniamy, że w IV kw. skala negatywnego wpływu obostrzeń administracyjnych na aktywność będzie dużo mniejsza niż na wiosnę, przy mniejszej skali spadku mobilności osób w większości krajów, jak również ze względu na stabilne perspektywy przemysłu i budownictwie. Ponadto nie zakładamy szerszej skali federalnych obostrzeń w USA, podobnie jak miało to miejsce w lipcu, inaczej niż w okresie marzec – kwiecień.
- Te oczekiwania wspierają także wskaźniki PMI koniunktury gospodarczej: najniższe wyniki aktywności notowane są w strefie euro, jednocześnie nawet w EMU skala spadku wskaźników PMI (także w usługach dotkniętych silniej lockdownami) jest znacząco mniejsza w porównaniu z pierwszą falą pandemii.

W IV kw. pogorszenie wskaźnika koniunktury gospodarczej w usługach strefy euro



W IV kw. mniejsze niż wiosną ograniczenie mobilności w USA i Europie



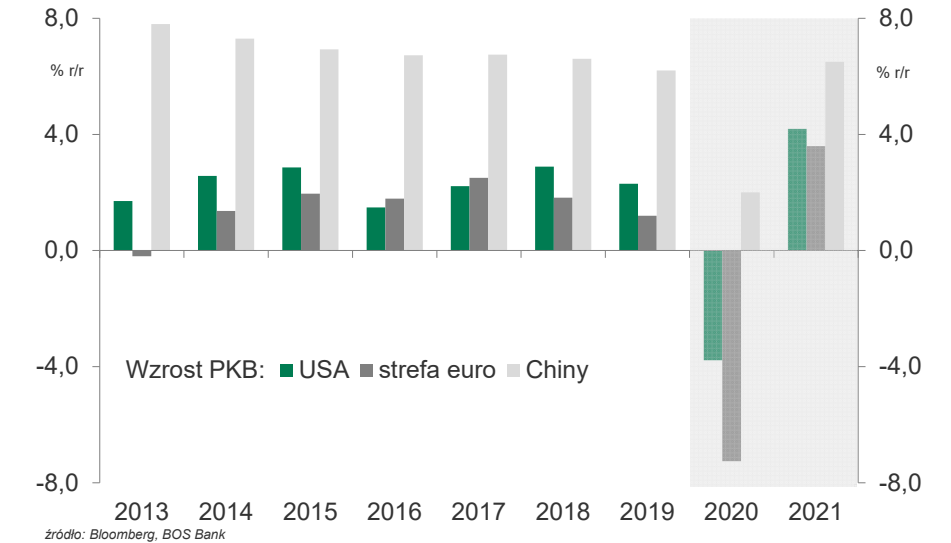
*zmiana wobec stycznia - luty 2020, średnia ważona wartości PKB; 7-dniowa średnia krocząca
źródło: Google Mobility Report, BOS Bank



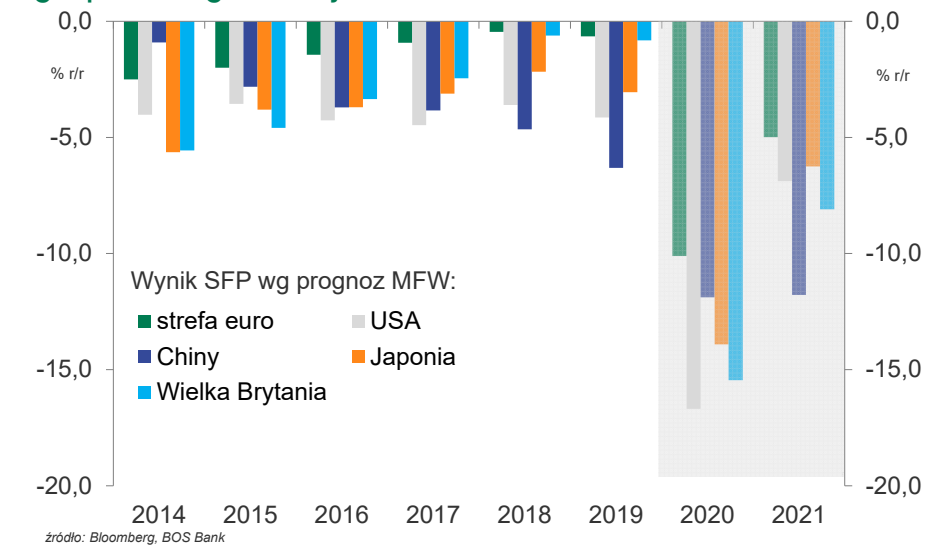
Informacje dot. szczepionki ograniczają ryzyka dla prognoz na 2021 r., ubytek potencjału i wzrost zadłużenia istotnym ryzykiem w długim okresie

- Informacje dot. pozytywnych wyników szczepionki (Pfizer, Moderna, AstraZeneca) oraz zapowiedzi kontynuacji szybkich prac końcowych nad ich implementacją wspierają oczekiwania na solidne odbicie aktywności gospodarczej w 2021 r. Po pierwsze, uniknięcie kolejnych nawrotów epidemii ograniczy ryzyko ponownych restrykcji administracyjnych w nadchodzących kwartałach, ale co równie ważne z czasem powinno ograniczać ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej i tym samym wspierać decyzje firm o wzroście zatrudnienia oraz inwestycji.
- Z drugiej strony w 2020 r. w wielu krajach miała miejsce bezprecedensowa skala poluzowania polityki fiskalnej, co pozwoliło na ograniczenie liczby upadłości firm i skali wzrostu bezrobocia oraz uniknięcie trwale depresyjnego scenariusza. Te wzrosty zadłużenia nie pozostaną jednak bez wpływu na długookresowe perspektywy gospodarcze i będą ograniczać skalę wzrostu gospodarczego w porównaniu do sytuacji sprzed pandemii.
- Ponadto, w sporej części pomoc np. dot. rynku pracy ma charakter okresowy, co może skutkować przesunięciem na później decyzji przedsiębiorstw o optymalizacji zatrudnienia, skutkując w przyszłości spowalnianiem ożywienia aktywności.
- Znaczący ubytek potencjału gospodarczego (skala recesji) oraz wzrostu długu publicznego będzie długookresowym czynnikiem ryzyka dla globalnego wzrostu gospodarczego, który tylko w części będzie rekompensowany zakładanym powszechnie dłuższym okresem bardzo luźnej polityki monetarnej.

Po gwałtownej recesji w 2020 r., w 2021 r. oczekiwane solidne ożywienie aktywności



Skala wzrostu zadłużenia wyzwaniem długookresowym dla gospodarki globalnej

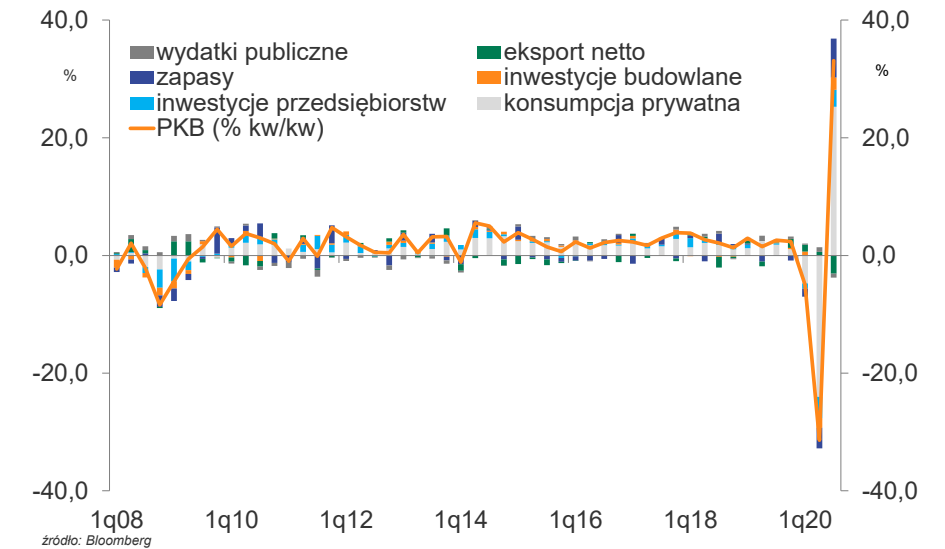




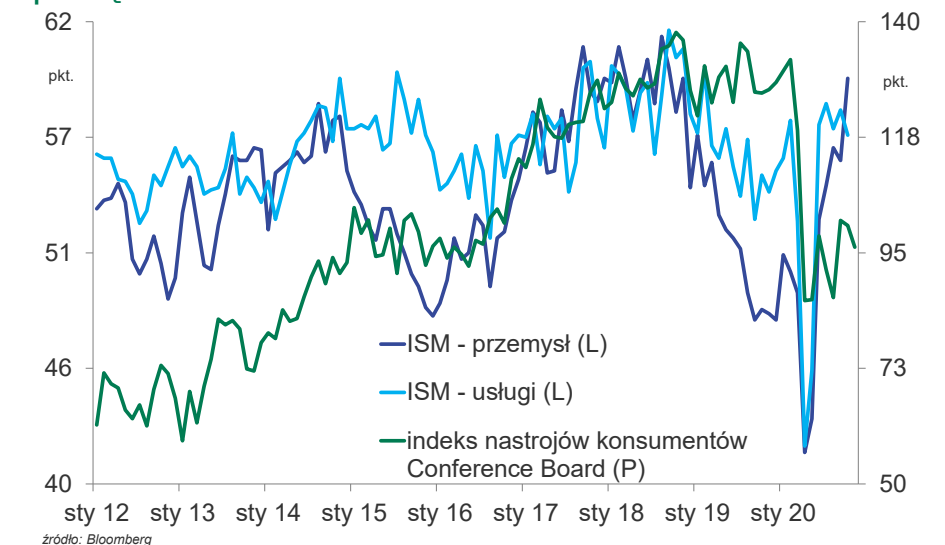
W III kw. i na początku IV kw. dane gospodarcze z USA wyraźnie lepsze od prognoz

- Po silnym spowolnieniu aktywności w I poł. br., wzrost gospodarczy w USA w III kw. silnie przyspieszył. W tym okresie solidnie przyspieszyła konsumpcja prywatna, niezłe dane odnotowano także w zakresie inwestycji przedsiębiorstw. Zgodnie z danymi miesięcznymi, istotnym czynnikiem wspierającym amerykańską gospodarkę w tym okresie było także wyraźne ożywienie aktywności na rynku nieruchomości i budownictwa mieszkaniowego.
- Gospodarka amerykańska w III kw. odnotowała bardzo dobre wyniki, pomimo okresowego pogorszenia sytuacji epidemicznej w lipcu oraz wdrażania lokalnych obostrzeń administracyjnych. Nastroje podmiotów gospodarczych nie zmieniły się w tym okresie istotnie, bardzo korzystne oceny sytuacji notowano w sektorze przemysłowym.
- Bardzo dobre wyniki w przemyśle były pochodną dynamicznego ożywienia w globalnym handlu.
- W przypadku gospodarki amerykańskiej bardzo silnym wsparciem było jednak także szybkie odbudowanie popytu krajowego, gł. konsumpcyjnego co pozwoliło także na solidne odbicie nastrojów w sektorze usługowym (silniejsze niż np. w Europie). Stabilizująca się sytuacja na rynku pracy wspierała także lekkie odreagowanie w zakresie nastrojów gospodarstw domowych, choć skala tego odreagowania pozostawała ograniczona ze względu na wciąż wysoki, bieżący poziom bezrobocia.
- Wpływ powyższych korzystnych informacji ograniczają natomiast napływające w ostatnich dniach dane, wskazujące na gwałtowny wzrost liczby nowych zachorowań na COVID-19 w listopadzie oraz wzrost obaw przed wdrożeniem szerszej skali restrykcji gospodarczych, w tym obostrzeń na poziomie federalnym.

W III kw. dynamiczne ożywienie aktywności po silnym spowolnieniu w I poł. br.



Pozytywne nastroje podmiotów gospodarczych w USA z początkiem IV kw.





Wynik wyborów prezydenckich w USA z mniejszym niż w 2016 r. wpływem na sytuację gospodarczą i rynkową

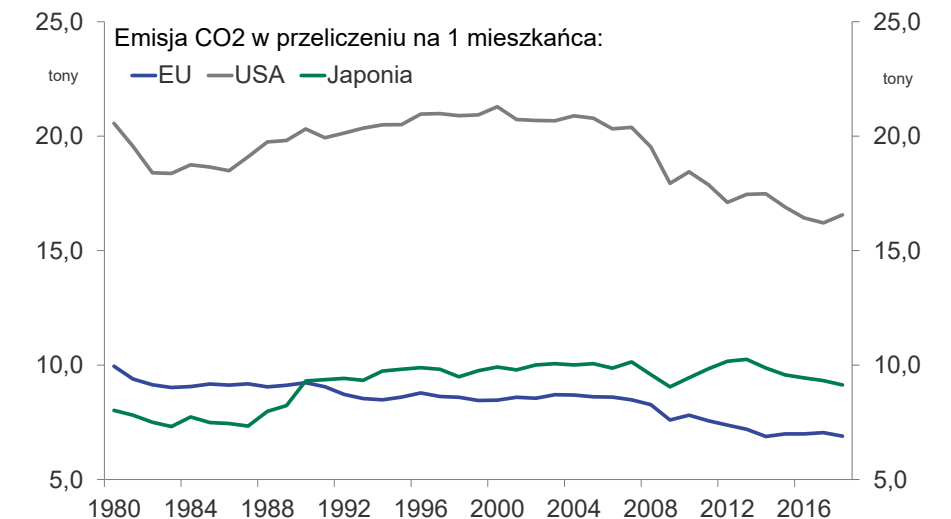
- W listopadowych wyborach prezydenckich większością 306 do 232 głosów elektorskich wygrał kandydat Demokratów Joe Biden. Proces zatwierdzania wyników przez władze stanowe powinien zakończyć się w drugim tygodniu grudnia. Partia Demokratyczna utrzyma przewagę w Izbie Reprezentantów Kongresu USA, natomiast najprawdopodobniej (ostateczne wyniki będą dostępne w styczniu 2021 r.) Republikanie będą mieli przewagę w Izbie Senatu. Powyższe implikuje niższe prawdopodobieństwo przeprowadzeniu pakietu fiskalnego w pełnej (planowanej przez Demokratów) skali oraz zapowiadanej przez Bidena polityki zwiększenia wydatków oraz podatków.
- W mniejszym stopniu układ sił w Kongresie będzie wpływać na wątki polityki międzynarodowej, handlowej i imigracji, które pozostają w gestii władz administracji prezydenta. Według zewnętrznych ośrodków analitycznych oczekuje się powrotu USA do relacji handlowych opartych na zasadach WTO, w szczególności w zakresie relacji handlowych z krajami europejskimi. Według tych ocen, choć relacje gospodarcze z Chinami mogą zmienić się w zakresie stosowanych instrumentów, to raczej oczekuje się utrzymania ostrzejszego kursu, biorąc pod uwagę podkreślane także przez Joe Bidena wątki dotyczące uniezależnienia się gospodarki amerykańskiej od chińskiego importu, czy też popierania polityki „powrotu” aktywności amerykańskich firm do kraju.
- Najistotniejszych zmian oczekuje się natomiast w kwestii imigracji (tj. poluzowania dotychczasowych restrykcji) oraz polityki klimatycznej. Joe Biden wielokrotnie wskazywał na potrzebę zwiększonej skali działań w kwestii klimatu, zapowiedział powrót USA do Porozumienia Paryskiego dot. ograniczenia emisji gazów cieplarnianych.

Do 2019 r. wyraźne ograniczenie udziału Chin w handlu zagranicznym USA



źródło: US Census Bureau

Relatywnie wyższe wyzwania gospodarki amerykańskiej w kwestii polityki klimatycznej



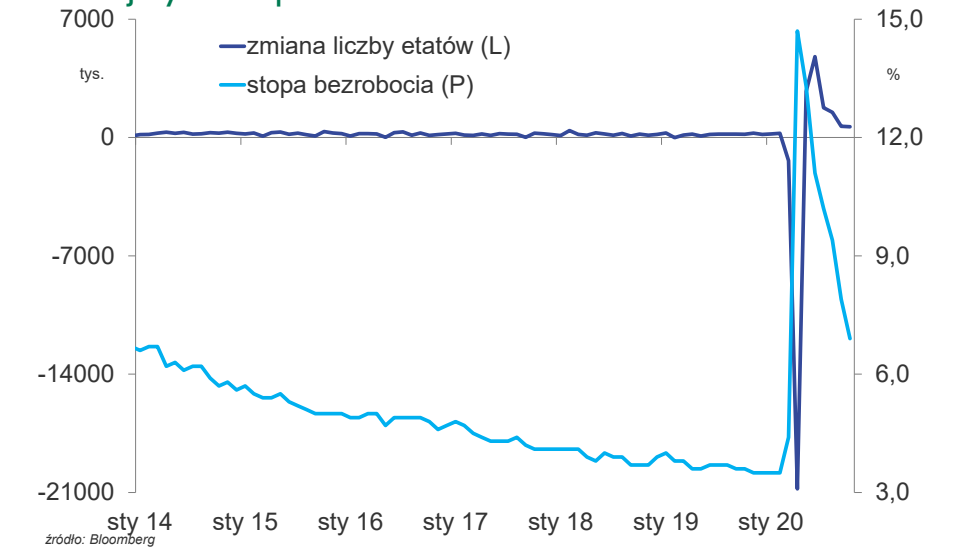
źródło: Our World in



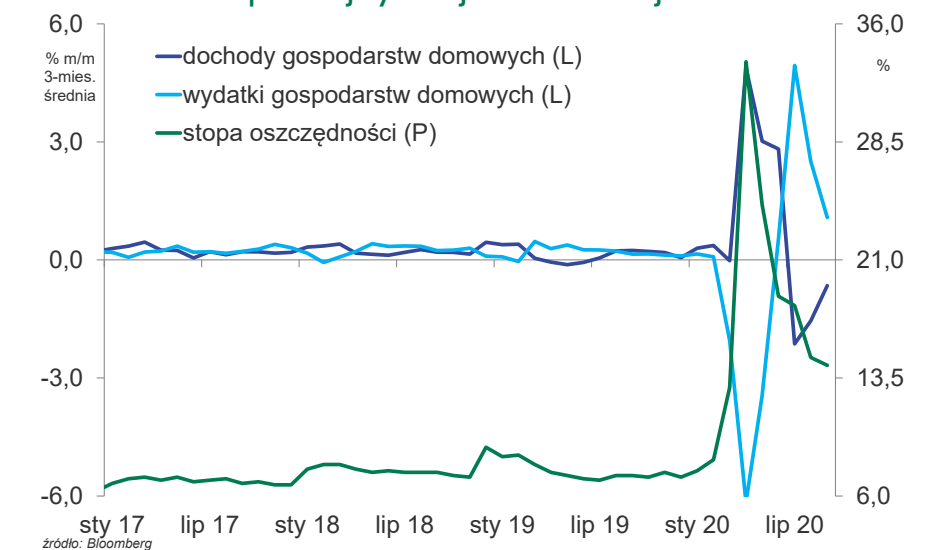
Dla sytuacji gospodarczej i rynkowej cały czas kluczowy pozostaje przebieg pandemii

- Dla prognoz gospodarczych w USA w perspektywie 2021 r. kluczowe, zdecydowanie ważniejsze od sytuacji politycznej będą jednak: – sytuacja epidemiczna na przełomie roku, – uchwalenie kolejnego pakietu fiskalnego, – wdrożenie szczepień przeciw COVID-19.
- O ile wyniki badań firm pracujących nad szczepionką są obiecujące i ograniczają ryzyka dla wzrostu gospodarczego, to sytuacja epidemiczna oraz polityka fiskalna przekładają się na wzrost tego ryzyka w krótkim okresie.
- Silniejszy wzrost zachorowań przekłada się na ponowne ograniczenie mobilności obywateli oraz ograniczenie popytu. W połowie listopada zostały już wdrożone pierwsze restrykcje na poziomie stanowym, których zakres pozostaje póki co ograniczony. Jeżeli skala tych restrykcji będzie się rozszerzać lub zostaną wprowadzone obostrzenia na poziomie federalnym, będzie to przekładać się na korekty *in minus* prognoz PKB na przełomie roku.
- Każdy kolejny *lockdown* niesie także większe ryzyko średnioterminowe (wyptacalność przedsiębiorstw, skala pogorszenia sytuacji na rynku pracy). Choć w ostatnich miesiącach kontynuowany był wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia, w dalszym ciągu ryzyka dla gospodarki z tego tytułu pozostają bardzo wysokie. Ponadto, nawet przy niezłych danych dot. wydatków gospodarstw domowych, wciąż poziom oszczędności utrzymuje się na podwyższonym poziomie.
- Z tego punktu widzenia, istotne dla perspektyw gospodarki – szczególnie w kontekście gorszej sytuacji epidemicznej – będą decyzje dot. pakietu fiskalnego w USA, zarówno w kwestii jego skali, ale także tempa wdrożenia.
- Biorąc pod uwagę powyższe bilans ryzyka dla naszej prognozy bazowej PKB $-3,8\%$ r/r w br. oraz $+4,0\%$ r/r w 2021 r. uważamy za przechylony w kierunku słabszych wyników.

Poprawa na rynku pracy USA utrzymuje się, choć już w wolniejszym tempie



Nadal wysokie oszczędności gospodarstw domowych w warunkach niepewnej sytuacji dochodowej





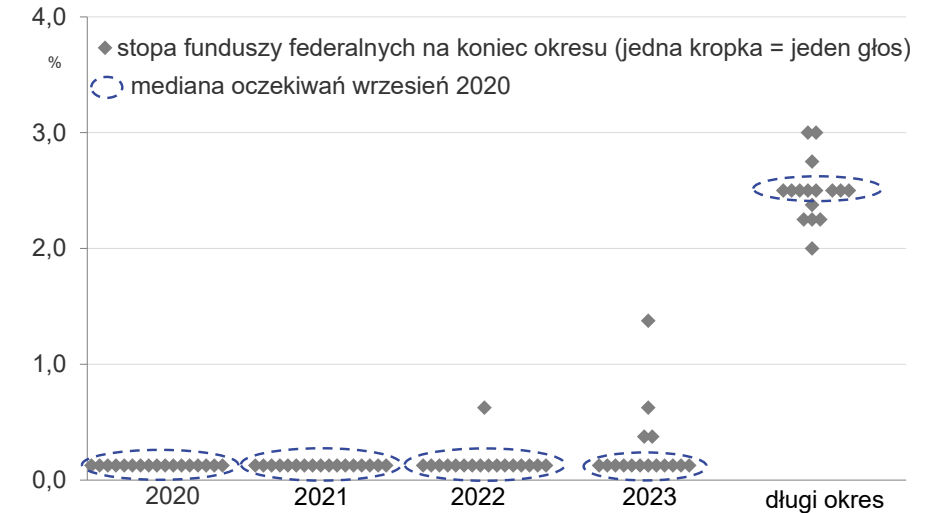
Ryzyko dalszego zwiększania skali skupu aktywów przez Fed wciąż wysokie

- Na posiedzeniu we wrześniu i listopadzie komitet FOMC utrzymał niezmienny poziom stóp procentowych 0,0% - 0,25% (cel dla stopy funduszy federalnych) oraz parametry programu skupu aktywów.
- W komunikacie po posiedzeniu wrześniowym dokonano zmian w zakresie zapisów *forward guidance* w związku z przyjętymi pod koniec sierpnia modyfikacjami celów polityki pieniężnej Fed, w głównej mierze w zakresie celu uśrednionej (w okresie) inflacji na poziomie 2,0% r/r i tym samym wskazano na uzależnienie decyzji o podwyżce stóp od realizacji tego celu.
- Aktualizacja prognoz gospodarczych Fed oraz zmiany dot. parametrów celów banku centralnego wpłynęły na prognozę członków FOMC dot. stabilizacji stóp procentowych na bieżącym poziomie aż do 2023 r. (prognozy Fed nie zakładają wzrostu inflacji powyżej poziomu 2,0% r/r w takiej perspektywie czasu). Zdecydowana większość członków komitetu przewiduje obecnie taki scenariusz.
- Prezes Fed Jerome Powell, po posiedzeniu listopadowym, powiedział że komitet dyskutował nad „wieloma parametrami” programu skupu aktywów, jednocześnie zastrzegł, że nie dyskutowano nad obniżeniem wielkości miesięcznego skupu aktywów.
- Biorąc pod uwagę nasze założenia makroekonomiczne oraz postawę FOMC „*wait-and-see*” w bazowym scenariuszu nie oczekujemy zmian parametrów polityki pieniężnej. Zapewne w grudniu Fed wydłuży funkcjonowanie części programów płynnościowych i kredytowych, które obecnie obowiązywać mają do końca 2020 r.
- Jednocześnie w ostatnich dniach ryzyko dalszego jej luzowania istotnie wzrosło z uwagi na pogorszenie sytuacji epidemicznej oraz niższe prawdopodobieństwo silnego luzowania polityki fiskalnej. Wypowiedzi prezesa Fed wskazują, że preferowanym przez FOMC narzędziem łagodzenia polityki pieniężnej, byłyby zmiany w programie skupu aktywów.

2020-11-27

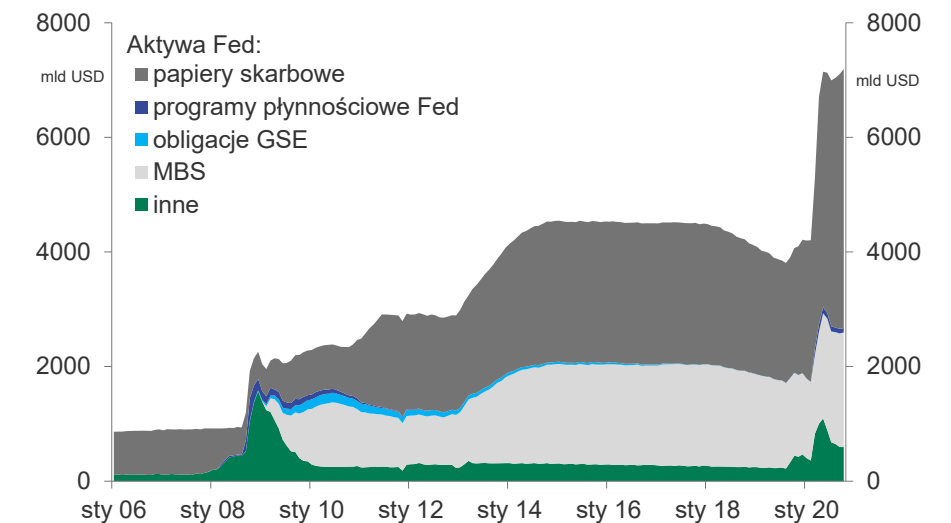
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Modyfikacja celów polityki pieniężnej Fed wydłuża prognozę członków FOMC stabilnych stóp



źródło: Fed

W sytuacji wzrostu ryzyka dla gospodarki Fed może zdecydować o dalszym zwiększaniu skali QE



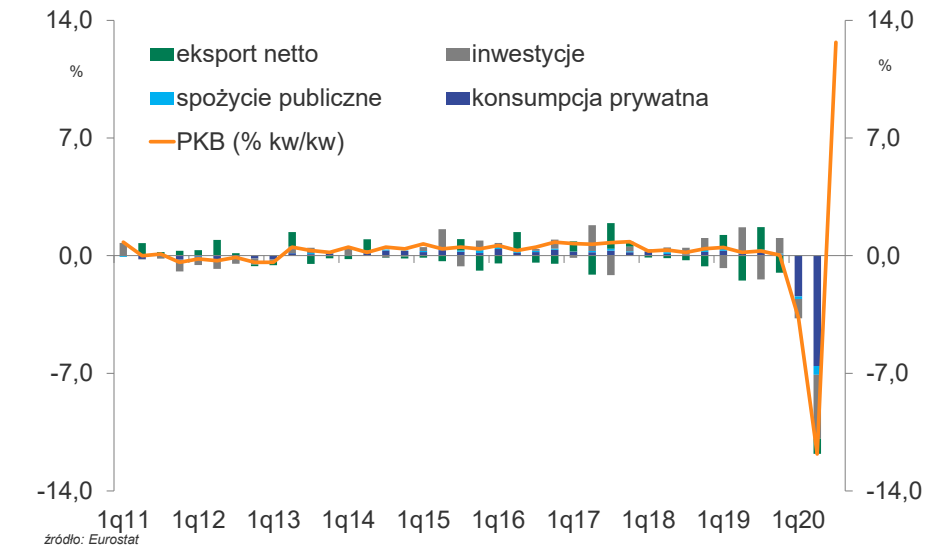
źródło: Federalreserve



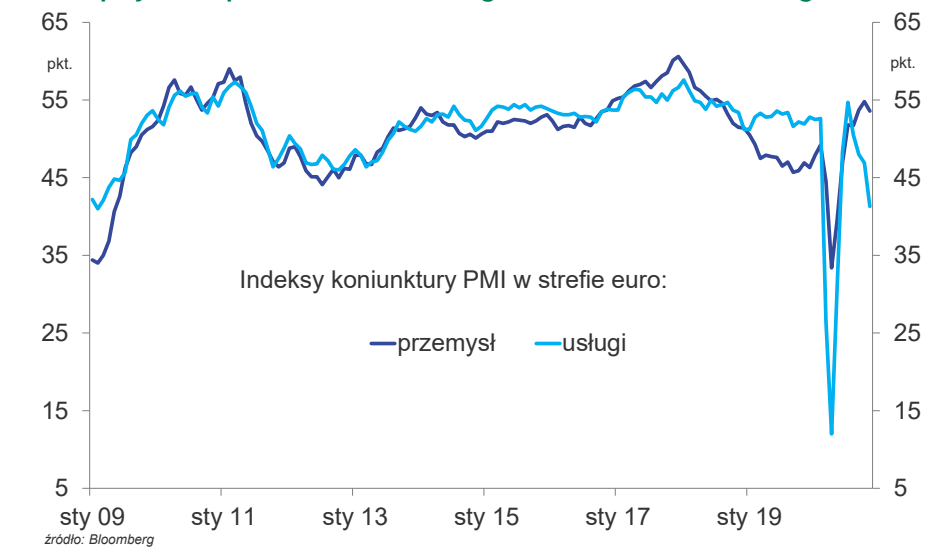
W III kw. silniejsze ożywienie aktywności także w strefie euro...

- Po gwałtownej recesji w I poł. br., odmrażanie aktywności gospodarczej poskutkowało silnym odbiciem aktywności w III kw. Lepsze dane ze sfery realnej oraz wyraźna poprawa wskaźników koniunktury gospodarczej, dawałyby podstawy do korekty prognozy wzrostu gospodarczego w górę w 2020 r., niemniej pogorszenie sytuacji epidemicznej i wdrażanie nowych obostrzeń ograniczających aktywność gospodarki skutkuje korektą w dół prognozy na IV kw.
- Podobnie jak w większości regionów, w ostatnich miesiącach najsilniej poprawiała się sytuacja w przemyśle, przy ponownym spadku w październiku i listopadzie indeksu koniunktury dla sektora usługowego. Taka sytuacja jest pochodną globalnego efektu wyraźnego wzrostu popytu na towary przy trwalszym efekcie ograniczania popytu lub / i dostępności usług.
- Mniejsza niż na wiosnę skala obostrzeń, wpływa na mniejsze niż na wiosnę spadki wskaźników mobilności oraz wyraźnie mniejszą skalę pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych, co w połączeniu z sygnałami stabilizowania się sytuacji epidemicznej w II poł. listopada pozwala oczekiwać dużo mniejszej skali spadku PKB w ostatnich miesiącach roku w porównaniu do sytuacji z wiosny. Takie założenia wspiera wyraźnie mniejsze
- W rezultacie, zakładamy, że w całym 2020 r. PKB w strefie euro obniży się o ok. 7,0% r/r, po czym w 2021 r. wzrośnie o ok. 3,5% r/r. Z punktu widzenia prognoz średnioterminowych, wyższe prawdopodobieństwo wdrożenia szczepień przeciw COVID-19 w I poł. 2021 r. ogranicza ryzyka dla prognoz. Z drugiej jednak strony opóźnienia w zakresie zaimplementowania i wydatkowania środków w ramach Funduszu Odbudowy UE zwiększają ryzyko dla prognoz.

Silne ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro w III kw.



Z początkiem 2020 r. pogorszenie nastrojów wśród europejskich przedsiębiorców, głównie z sektora usług

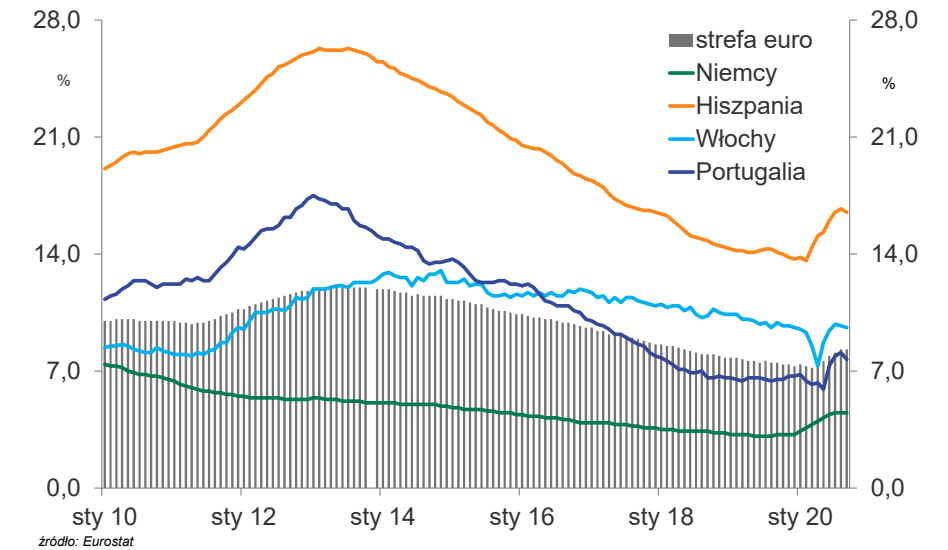




...ale pogorszenie sytuacji epidemicznej w IV kw. nie pozwala na nadmierny optymizm

- Wsparcie polityki fiskalnej pozwoliło na ograniczenie skali wzrostu stopy bezrobocia w strefie euro, pomimo gwałtownej skali spowolnienia gospodarczego. Wyzwania na rynku pracy w kolejnych kwartałach będą jednak utrzymywać się, biorąc pod uwagę ograniczoną skalę ożywienia aktywności w 2021 r. (biorąc pod uwagę skalę jej osłabienia w 2020 r.).
- W przypadku wielu gospodarek strefy euro właśnie efekty ubytku potencjału oraz wzrostu poziomu zadłużenia będą oddziaływały szczególnie negatywnie na perspektywy makroekonomiczne. Trudno bowiem w przypadku gospodarki strefy euro zakładać w krótkim okresie wyraźny wzrost wydajności i efektywności, który pozwoliłby na bardziej dynamiczne ożywienie gospodarcze.
- Biorąc pod uwagę różnice sektorowe w zakresie skutków COVID (tj. ich silniej negatywny wpływ na sektor usług przy korzystnych perspektywach dla sektora przemysłu), jak również wyraźne różnice pomiędzy krajami w zakresie sytuacji fiskalnej, w kolejnych kwartałach zapewne pogłębiać się będą dysproporcje pomiędzy gospodarką niemiecką (wyraźne ożywienie aktywności w niemieckim przemyśle, niższy poziom długu publicznego) a tzw. krajami peryferyjnymi (silnie dotkniętymi zamrożeniem ruchu turystycznego, niebezpieczne poziomy długu publicznego). W tym kontekście kluczowe dla perspektyw regionu będzie wdrożenie finansowania w ramach Funduszu Odbudowy, ograniczające ryzyka fiskalne i gospodarcze dla krajów Europy Południowej.
- Minione tygodnie nie przyniosły żadnych postępów w negocjacjach UE – Wielka Brytania dot. długoterminowej umowy. Podtrzymujemy naszą ocenę, że choć ryzyko braku umowy pod koniec roku nie jest pomijalne, jest to scenariusz mniejszościowy. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest albo wydłużenie obecnego okresu przejściowego, albo wynegocjowanie pod koniec roku umowy okresowej z perspektywą dalszych negocjacji ws. umowy długookresowej.

Ograniczona skala wzrostu bezrobocia w strefie euro, niemniej wyzwania długookresowe utrzymują się



W III kw. solidne ożywienie aktywności w niemieckim przemyśle

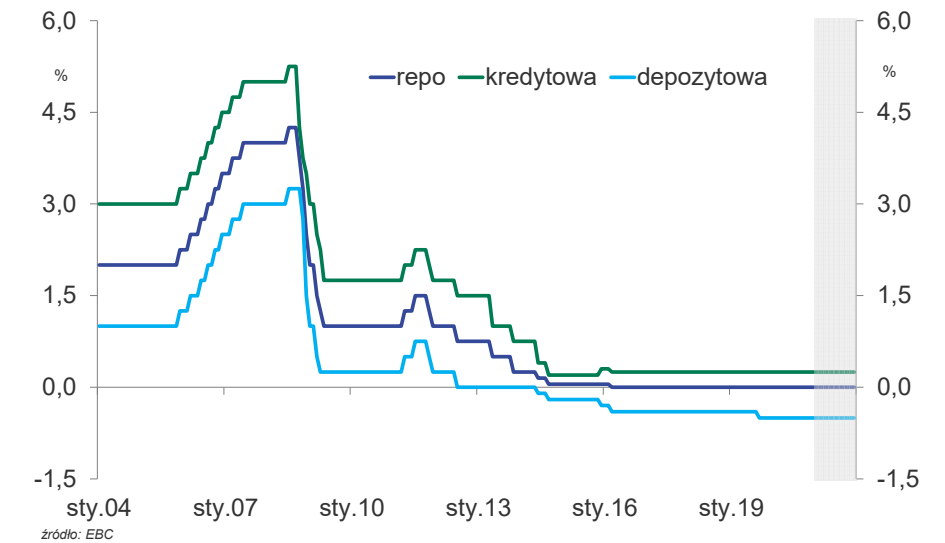




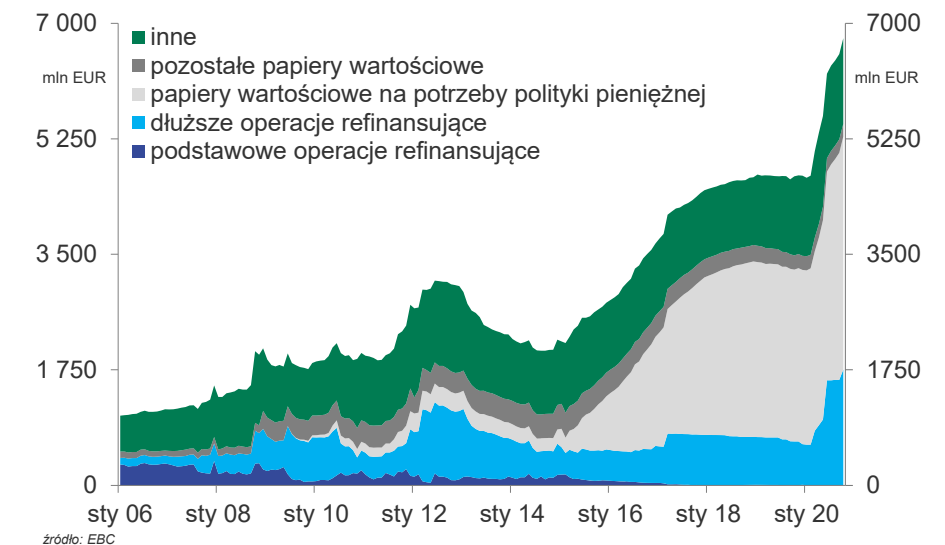
EBC zapowiedziało poluzowanie polityki pieniężnej na posiedzeniu w grudniu

- Na posiedzeniach we wrześniu i listopadzie Rada EBC utrzymała parametry polityki pieniężnej, w tym stopy procentowe (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa), parametry programów skupu aktywów oraz zapisy *forward guidance*.
- Jednocześnie w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej *de facto* zapowiedziane zostało poluzowanie polityki pieniężnej na kolejnym, grudniowym posiedzeniu rady EBC.
- Podczas konferencji prasowej prezes EBC Christine Lagarde powiedziała, że wszyscy członkowie Rady zgodzili się ze znaczącym wzrostem ryzyka dla prognoz gospodarczych i tym samym potrzebą przeanalizowania oraz ponownego oszacowania potencjalnych działań polityki pieniężnej w zakresie wszystkich programów, w tym ich skali, długości działania czy nawet obowiązujących zabezpieczeń.
- Podtrzymujemy scenariusz dalszego poluzowania ilościowego polityki pieniężnej EBC na posiedzeniu w grudniu. Biorąc pod uwagę, że kluczowe z punktu widzenia walki ze skutkami pandemii jest luzowanie polityki fiskalnej, sądzimy, że cały czas najważniejszym celem banku centralnego będzie uniknięcie fragmentaryzacji rynków europejskich. Z tego względu zakładamy dalsze zwiększenie skali oraz wydłużenie programu skupu aktywów, przede wszystkim w ramach programu PEPP (w skali ok. 250 mld EUR do końca 2021 r.), przy prawdopodobnych także dostosowaniach w zakresie programu APP.
- Biorąc pod uwagę kluczowe kwestie wspierania luzowania polityki fiskalnej oraz sygnały płynące z sektora bankowego strefy euro dot. negatywnych skutków ujemnych stóp procentowych nie zakładamy, że Rada w kolejnych miesiącach obniży stopy procentowe.

W pespektywie 2021 r. oczekujemy stabilizacji stóp procentowych EBC...



...natomiast w grudniu oczekujemy zwiększenia skali i wydłużenia ilościowego luzowania polityki pieniężnej

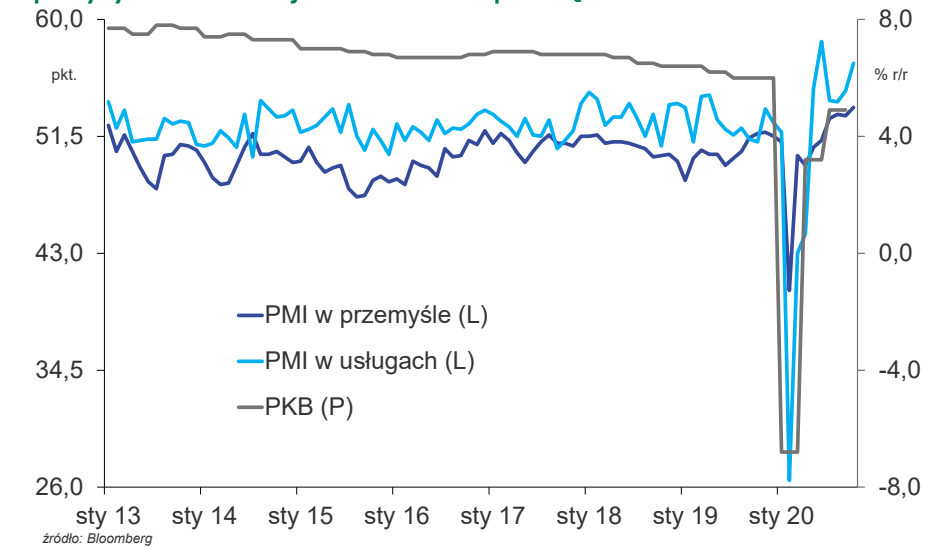




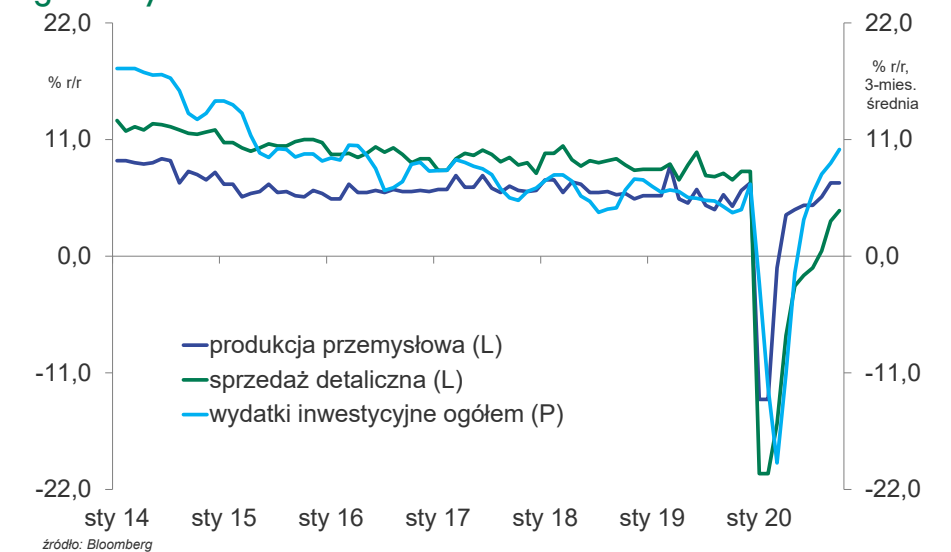
W Chinach stabilna sytuacja epidemiczna i perspektywy gospodarcze

- Utrzymująca się od II kw. stabilna sytuacja epidemiczna w Chinach przekłada się na wyraźnie lepsze wskaźniki i prognozy makroekonomiczne. W III kw. kontynuowane było ożywienie aktywności, któremu cały czas w głównej mierze sprzyjało odbicie globalnego handlu (wspierające przemysł) oraz zwiększenie skali publicznych wydatków inwestycyjnych. Choć wolniej, to cały czas poprawia się sytuacja w handlu detalicznym i usługach.
- Subindeksy zatrudnienia wskaźników koniunktury PMI wskazują w końcu na lekką poprawę w trakcie III kw., co pozwala oczekiwać silniejszej poprawy wskaźników konsumpcji prywatnej, co z kolei będzie czynnikiem wspierającym aktywność gospodarki.
- W rezultacie w 2021 r. zakładamy dalsze przyspieszenie dynamiki PKB w Chinach w kierunku 6,5% r/r, wobec 2,0% r/r w 2020 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla prognoz wydaje się sytuacja zewnętrzna i popyt zagraniczny.
- Według powszechnych ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych nie należy oczekiwać istotnej zmiany polityki gospodarczej USA wobec Chin zakładając przejęcie z początkiem 2021 r. przejęcie władzy przez administrację Joe Bidena. Można oczekiwać zmiany co do samego procedowania kolejnych umów handlowych, to raczej oczekuje się utrzymania ostrzejszego kursu wobec Chin, biorąc pod uwagę podkreślane także przez Joe Bidena wątki dotyczące uniezależnienia się gospodarki amerykańskiej od chińskiego importu, czy też popierania polityki „powrotu” aktywności amerykańskich firm do kraju i zwiększania zatrudnienia w USA.

Solidne odbicie chińskiej gospodarki w III kw. br.,
pozytywne nastroje firm także z początkiem IV kw...



...dzięki odbiciu inwestycji publicznych oraz ożywieniu w
globalnym handlu

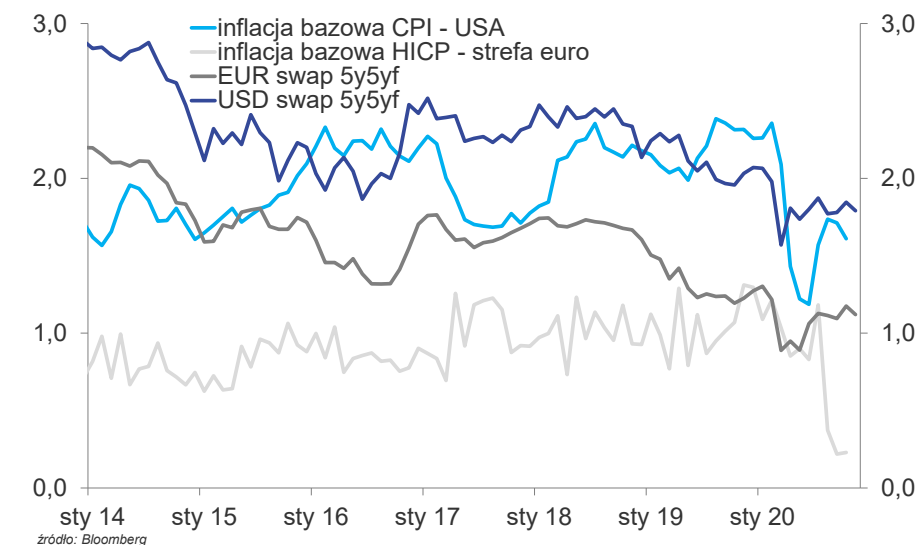




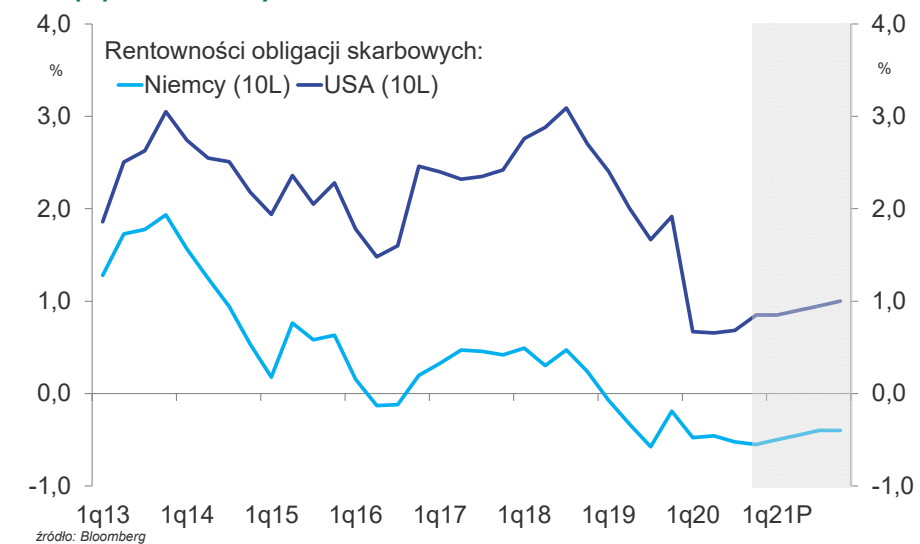
Ograniczony potencjał dla wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych pomimo oczekiwanej poprawy sytuacji gospodarczej

- Pomimo wyraźnej poprawy perspektyw gospodarczych na świecie w 2021 r. i oczekiwanego spadku globalnej awersji do ryzyka, oczekujemy jedynie niewielkiej skali wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Taka prognoza wynika z oczekiwanego utrzymania niskiej inflacji bazowej (biorąc pod uwagę skalę spowolnienia aktywności w 2020 r.) w szczególności w przypadku gospodarki strefy euro.
- Prognozy inflacyjne wpływają m.in. na oczekiwania utrzymania w dłuższym okresie łagodnej polityki pieniężnej, w tym dalszego jej poluzowania w przypadku EBC. Choć w przypadku FOMC nie zakładamy w scenariuszu bazowym kolejnego złagodzenia polityki monetarnej, a inflacja bazowa będzie według powszechnych prognoz utrzymywać się na bezpiecznym poziomie, to sierpniowe zmiany zapisów dot. celów Fed implikują dłuższy okres stabilnych stóp procentowych, na co wskazały prognozy członków FOMC. Te zmiany implikują oddalenie prognoz podwyżki stóp procentowych Fed.
- Potencjalnymi czynnikami skutkującymi silniejszym wzrostem rentowności wobec naszych prognoz byłby silniejszy impuls fiskalny w USA (wpływ na rentowności papierów amerykańskich) oraz spadek ewentualny wzrost rentowności obligacji niemieckich w warunkach silniejszego efektu uchwalenia budżetu UE na I. 2021-2027 obniżającego ryzyka dla stabilności strefy euro.
- Potencjał do silniejszego wzrostu rentowności z tytułu powyższych efektów uważamy jednak za ograniczony. Jednocześnie skala wyzwań dla aktywności gospodarczej i ryzyka dla inflacji w naszej ocenie pozostają zdecydowanie wyższe, stąd jako przeważające uważamy ryzyko niższego poziomu rentowności.

Rynkowe oczekiwania niskiej inflacji...



...czynnikiem ograniczającym wzrost długoterminowych stóp procentowych

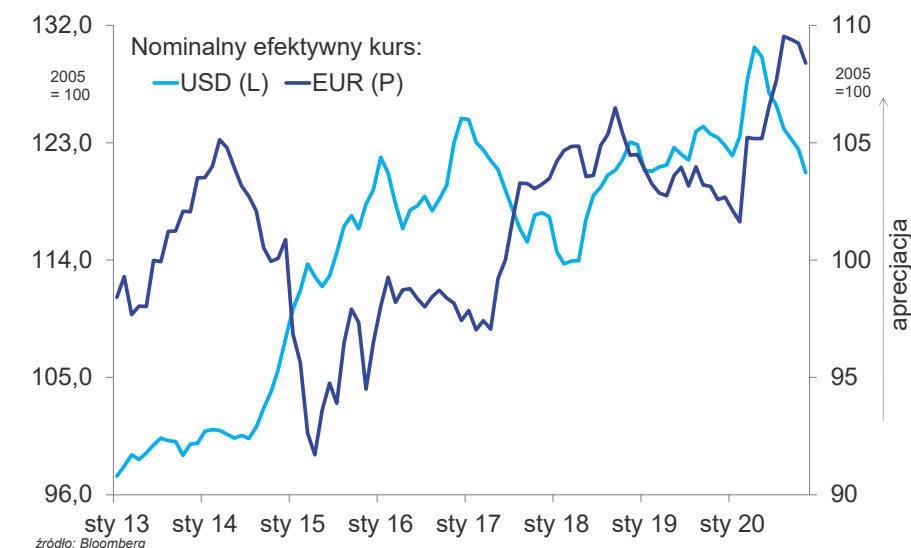




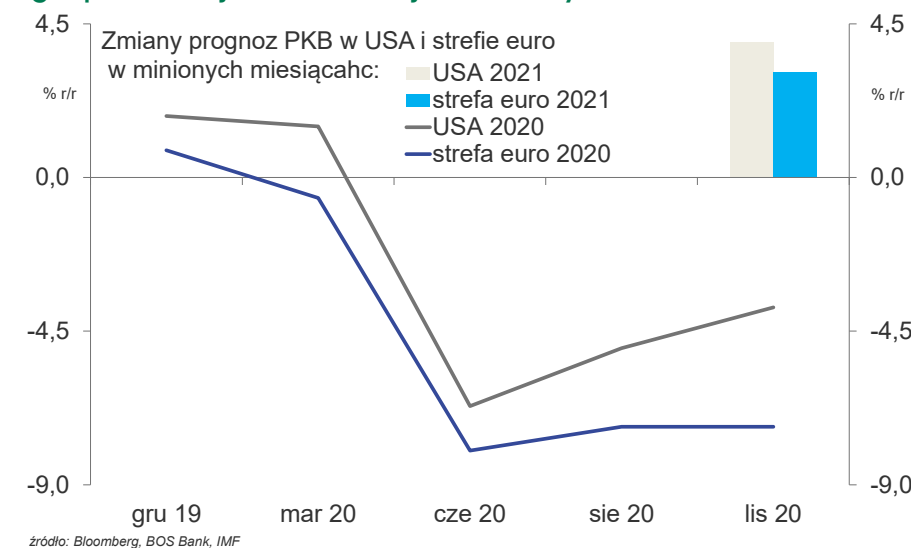
Lepsze perspektywy gospodarki amerykańskiej powinny wspierać notowania dolara

- Przy zakładanym ograniczeniu globalnej awersji do ryzyka w 2021 r. oraz generalnym utrzymaniu luźnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, oczekujemy, że czynnikiem silniej wpływającym na globalny rynek walutowy będą perspektywy gospodarcze.
- Biorąc pod uwagę utrzymujące się już od kilku miesięcy wyraźnie lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego w USA wobec strefy euro, oczekujemy spadku kursu euro wobec dolara w kierunku 1,15 USD/EUR w perspektywie 2021 r. Uważamy, że w perspektywie długookresowej jako cały czas podwyższone należy oceniać ryzyka stabilności finansowej, fiskalnej oraz aktywności gospodarczej w strefie euro, biorąc pod uwagę skalę ubytku potencjału aktywności w wielu europejskich gospodarkach oraz bardzo trudną sytuację finansów publicznych.
- Skalę wzmocnienia kursu dolara wobec euro w 2021 r. ograniczać będzie zakładane utrzymanie napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące (wzmacniające waluty rynków wschodzących osłabiające dolara), a od strony wspólnej waluty, zakładane osiągnięcie porozumienia dot. Budżetu UE i Funduszu Odbudowy ograniczające ryzyko stabilności UE i strefy euro.
- W krótkim okresie najbliższych tygodni należy liczyć się podwyższoną zmiennością sytuacji rynkowej biorąc pod uwagę wciąż utrzymujące się ryzyka związane z jesienną falą pandemii (i pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA).
- W naszej ocenie powyższe czynniki będą ważniejsze dla notowań kursu dolara, wobec sytuacji politycznej i polityki gospodarczej w USA po wyborach prezydenckich. Wg powszechnych ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych zmiana na stanowisku prezydenta USA nie daje jednoznacznych wskazań dot. kierunku notowań amerykańskiej waluty.

Utrzymujące się słabsze notowania dolara i silniejsze kursu euro...



...pomimo wyraźnie korzystniejszej sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych

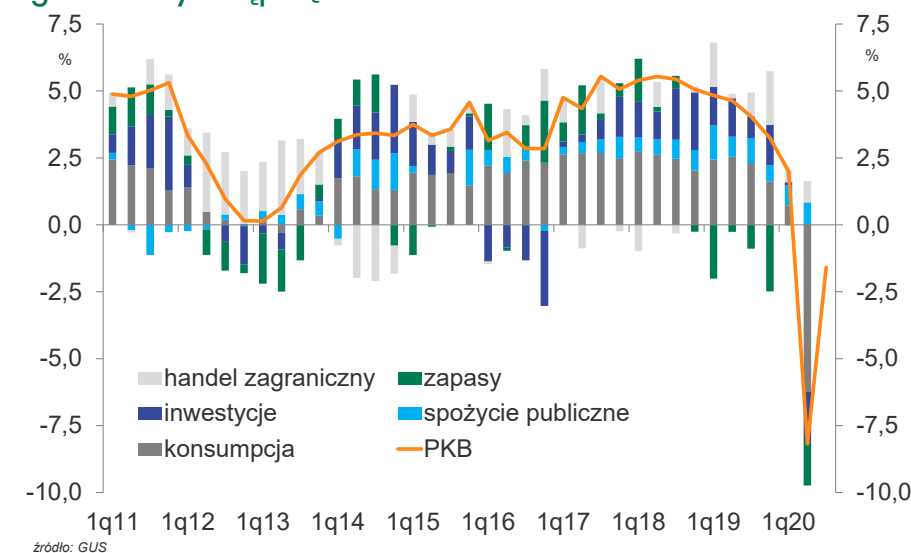




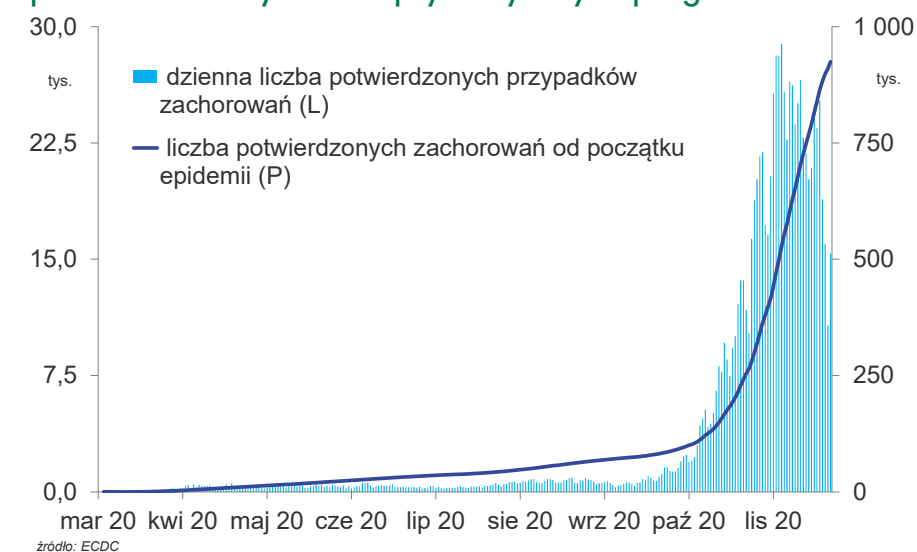
Jesienna fala pandemii przerywa dobrą passę krajowej gospodarki...

- Według szacunku *flash* PKB w Polsce obniżył się w III kw. o 1,6% r/r, na poziomie zbliżonym do naszych oczekiwań sprzed kilku tygodni, jednocześnie powyżej prognoz sprzed kilku miesięcy.
- W ostatnich miesiącach szczególnie silnie pozytywnie zaskoczyły wyniki przemysłu i handlu detalicznego, jako skutek wspomnianego efektu przesuwania części wydatków gospodarstw domowych z usług na towary. Jednocześnie samemu ożywieniu wydatków sprzyjało jedynie niewielkie – jak na skalę recesji – pogorszenie sytuacji na rynku pracy (wzrost bezrobocia o ok. 1 pkt. proc.).
- Przy solidnym odbiciu eksportu i spożycia gospodarstw domowych, w III kw. oczekujemy utrzymania głęboko ujemnej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, przy wciąż bardzo słabych wynikach inwestycji przedsiębiorstw i dalszym osłabieniu publicznych wydatków inwestycyjnych.
- Wyniki z III kw. dawałaby podstawy do podtrzymywania optymistycznych prognoz, jednak jesienny gwałtowny wzrost zachorowań na COVID-19 w Polsce oraz przywrócenie w IV kw. wielu obostrzeń administracyjnych w usługach i w handlu poskutkowało korektą *in minus* prognoz na IV kw. do -5,1% r/r i tym samym na cały 2020 r. do -3,5% r/r.
- Jednocześnie skorygowaliśmy w górę dynamikę wzrostu PKB w 2021 r. do 4,2% r/r, niemniej w głównej mierze z tytułu niższej bazy odniesienia. Dłuższy okres lockdownu i większy ubytek potencjału wytwórczego wpłynęły negatywnie na prognozy średnioterminowe krajowej gospodarki.
- W powyższych prognozach założyliśmy – zgodnie z zapowiedziami rządu – wdrożenie analogicznej do wiosennej pomocy dla firm w ramach Tarczy Finansowej 2.0.

W III kw. dynamiczne odbicie aktywności po jej gwałtownym tąpnięciu w II kw....



...jednak jesienny wzrost zachorowań na COVID-19 nie pozwala na utrzymanie optymistycznych prognoz





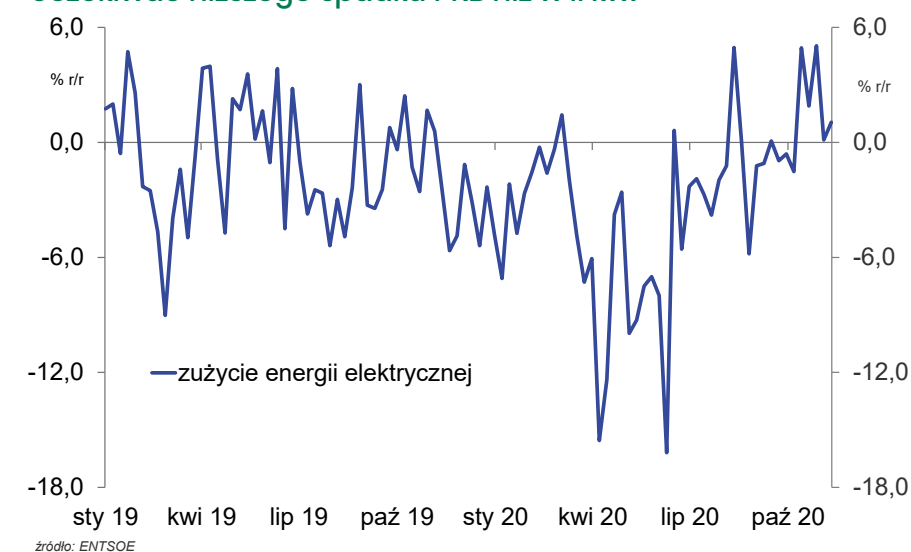
...w IV kw. ponowny spadek aktywności gospodarczej, choć w mniejszej skali niż wiosną

- Relatywnie szerokie obostrzenia administracyjne oraz wyraźny (choć mniejsze niż na wiosnę) spadek mobilności przekładają się na wyraźną korektę w dół w IV kw. prognoz aktywności w handlu detalicznym i usługach.
- Uwzględniając także dotychczas wdrożone zapowiedzi dot. obostrzeń administracyjnych oczekujemy w IV kw.: - gwałtownego osłabienia wyników w handlu w listopadzie, po czym częściowego ich odbudowania w grudniu, - pogłębienia spadków aktywności w całym kwartale w zakwaterowaniu i gastronomii oraz w kulturze i rozrywce, - wyraźnych spadków dynamiki w transporcie pasażerskim, w wyniku ograniczenia mobilności gospodarstw domowych.
- Prognozowana mniejsza skala spadku PKB w IV kw. w porównaniu z wiosną, będzie wynikał z oczekiwanej dużo lepszej sytuacji w przemyśle, na co wpływa utrzymanie produkcji w przemyśle na świecie, dotychczasowa wysoka aktywność w globalnej wymianie handlowej oraz bardzo dobre październikowe dane nt. produkcji przemysłowej. Choć oczywiście ograniczenia w handlu detalicznym w Polsce i w Europie oraz kolejna fala spadku aktywności osłabią wyniki przemysłu w nadchodzących miesiącach, to w nieporównywalnie mniejszej skali wobec sytuacji na wiosnę, kiedy przedsiębiorstwa przemysłowe wstrzymywały całkowicie produkcję na kilka tygodni.
- Wskaźniki mobilności obywateli wskazują w naszej ocenie na bardzo silny spadek aktywności w zakresie usług konsumpcyjnych i handlu detalicznego, niemniej wyraźnie stabilniejsze dane nt. zużycia energii elektrycznej potwierdzają, że w całej gospodarce spadek aktywności nie jest tak silny jak wiosną, co wspiera prognozę mniejszego spadku PKB w IV kw.
- Szacujemy, że w ujęciu zmian kwartalnych, oczyszczonych z sezonowości PKB w IV kw. obniży się o ok. 3,5%, wobec dużo głębszego spadku w II kw. o ok. 9%.

W IV kw. oczekiwane solidne osłabienie aktywności w usługach konsumenckich i handlu...



...choć mniejsza skala lockdownu niż na wiosnę pozwala oczekiwać niższego spadku PKB niż w II kw.

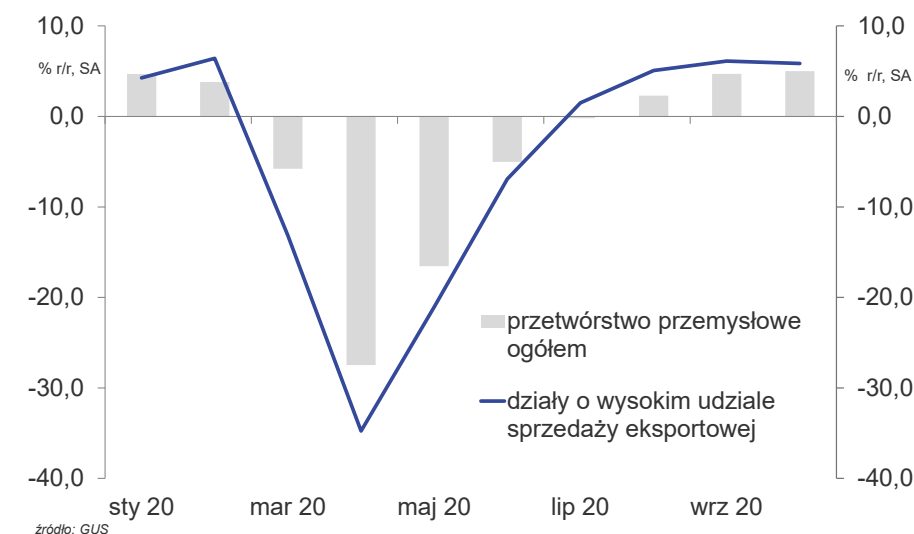




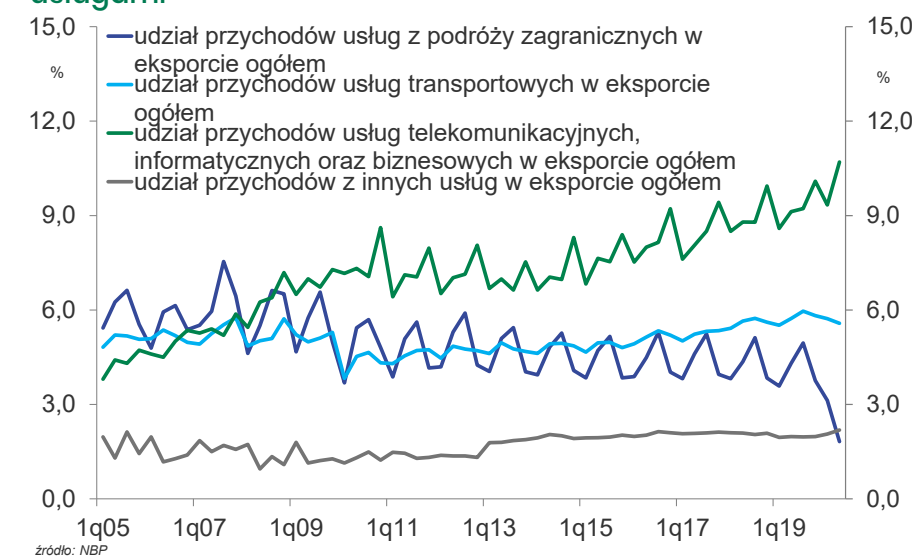
W 2021 r. oczekujemy solidnego wzrostu eksportu wraz z ożywieniem aktywności gospodarki światowej...

- Biorąc pod uwagę solidną poprawę globalnej koniunktury w przemyśle oraz trwające ożywienie aktywności w światowym handlu, oczekujemy w kolejnych kwartałach utrzymania solidnego wzrostu eksportu towarów, silnie wspierającego aktywność krajowego przemysłu.
- Choć zakładane w 2021 r. wdrożenie szczepień przeciw COVID powinno wspierać silniejsze ożywienie popytu na usługi, wciąż w nadchodzących kwartałach (szczególnie w I poł. roku) efekt przesuwania części wydatków z usług na towary będzie w naszej ocenie utrzymywał się. Nawet przy pewnym ograniczaniu tego efektu wraz ze stabilizowaniem się sytuacji epidemicznej, wciąż ożywienie aktywności w gospodarce globalnej, w tym konsumpcji prywatnej i inwestycji przedsiębiorstw powinno przekładać się na dalszy, stopniowy wzrost eksportu towarów.
- Jednocześnie zakładamy w 2021 r. wolniejszy wzrost eksportu usług, których saldo w II kw. 2020 r. po raz pierwszy od wielu lat pogorszyło się. Nie oczekujemy w I poł. roku dynamicznej poprawy wyniku w zakresie podróży zagranicznych (przy istotnym w przypadku Polski znaczeniu podróży służbowych, które będą zapewne odradzały się powoli) oraz eksportu usług transportowych biorąc pod uwagę zmiany w prawie UE dot. wynagrodzeń pracowników delegowanych. Cały czas z kolei eksport usług powinny wspierać usługi wsparcia biznesu (księgowość, IT), które ucierpiały w relatywnie niewielkim stopniu w okresie pandemii, biorąc pod uwagę wysoką odporność branży na ograniczenia związane z przemieszczaniem się i dystansowaniem społecznym.

Dynamiczne ożywienie produkcji przemysłowej w działach o wysokim udziale eksportu



Wysokie zróżnicowanie tendencji w handlu zagranicznym usługami

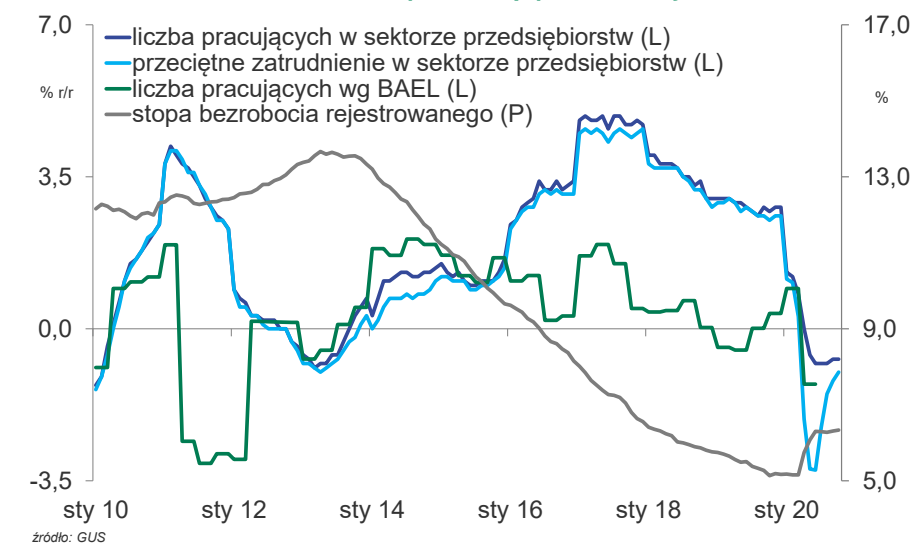




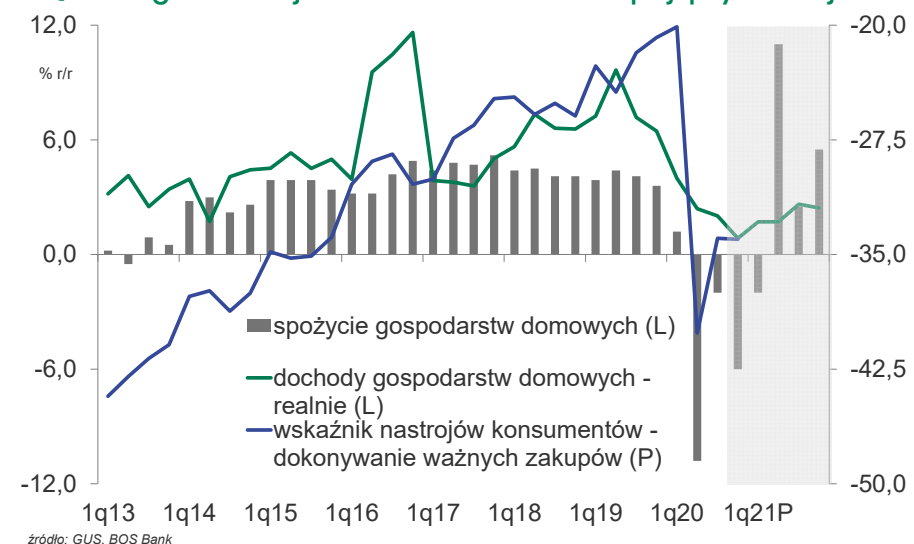
...niskie bazy odniesienia będą podbijały dynamikę konsumpcji...

- Biorąc pod uwagę mniejszą skalę ograniczenia aktywności jesiennej wobec wiosennej zakładamy, że ponownie uda się, dzięki programom wsparcia polityki gospodarczej ograniczyć skalę likwidacji miejsc pracy. Zakładamy, że pod koniec tego roku ponownie solidnie obniży się przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (efekt ograniczenia wymiaru etatu, zasiłków opiekuńczych), jednak wciąż przy ograniczonej skali spadku dynamiki liczby pracujących.
- Z drugiej strony, dłuższy okres braku aktywności będzie w naszej ocenie ograniczał potencjał do wzrostu zatrudnienia pomimo stabilizowania się sytuacji gospodarczej w 2021 r. W dalszym ciągu jako wyższe oceniamy ryzyko ewentualnego silniejszego ograniczenia zatrudnienia w najbardziej dotkniętych branżach, w szczególności w II poł. 2021 r., kiedy zaczną kończyć się ograniczenia dla firm korzystających z pierwszej rundy pomocy, gdyby na przykład nie zdecydowały się na wejście w kolejną rundę pomocy.
- Zakładamy, że w 2021 r. ewentualne efekty opóźnień w zakresie likwidacji miejsc pracy będą ograniczane cyklicznym ożywieniem aktywności, co powinno przełożyć się na utrzymanie stopy bezrobocia w okolicach 7% na koniec 2021 r.
- Nawet w relatywnie optymistycznym scenariuszu dot. zatrudnienia i bezrobocia, okresowe solidne spadki wynagrodzeń oraz ograniczona presja płacowa w 2021 r. przełożą się w naszej ocenie na utrzymanie niższej dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co będzie hamowało wzrost konsumpcji prywatnej.
- W decydującym stopniu dynamiczne odbicie spożycia gospodarstw domowych będzie skutkiem niskiej bazy odniesienia z 2020 r., przy zakładanej ograniczonej sile odbicia samego popytu. Druga fala pandemii i związane z nią wyższe ryzyka średnioterminowe dla krajowego rynku pracy będą w naszej ocenie istotnym czynnikiem hamującym ożywienie spożycia gospodarstw domowych. Szacujemy, że po spadku o ok. 4% r/r w 2020 spożycie gospodarstw domowych wzrośnie w 2021 r. o 4,5%r/r.

W 2020 r. ograniczona skala likwidacji miejsc pracy i wzrostu bezrobocia dzięki pomocy publicznej...



...nawet przy utrzymaniu tego trendu, spadek dochodów będzie ograniczał jednak odbicie konsumpcji prywatnej

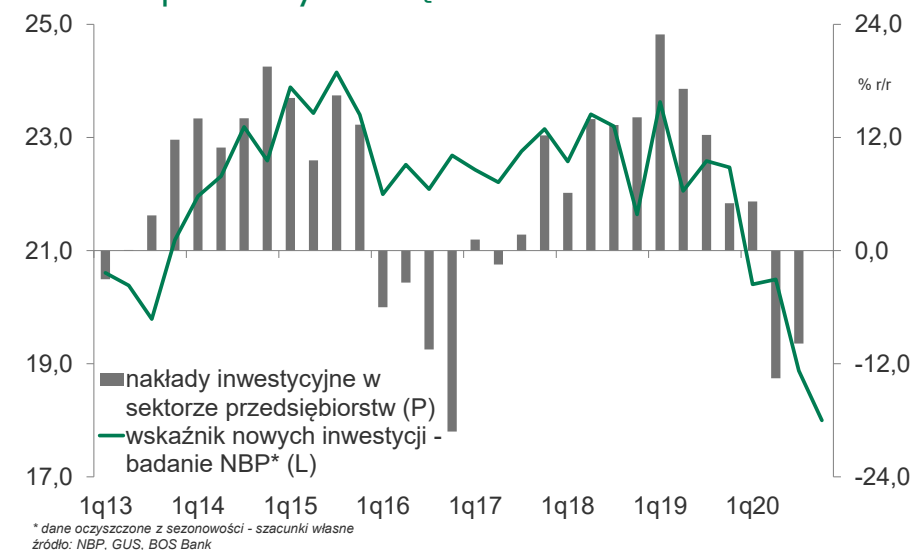




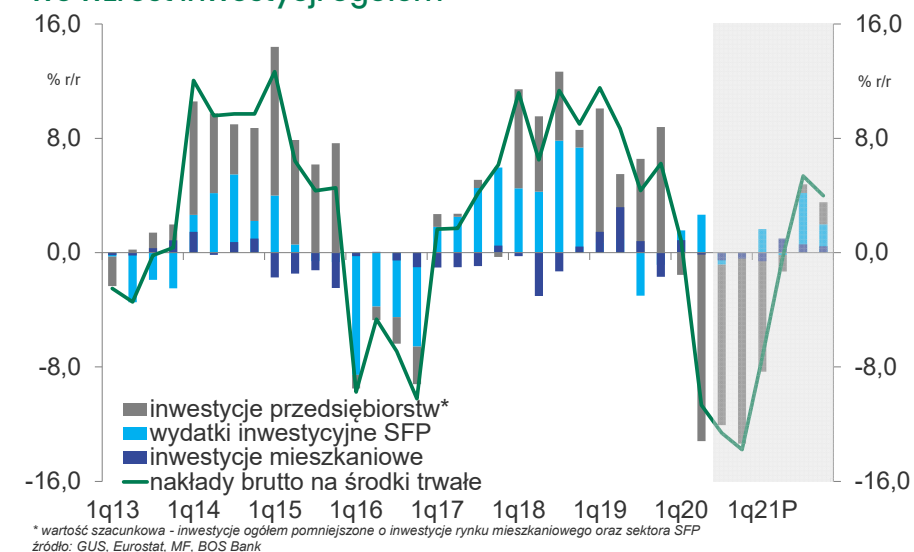
...przedsiębiorstwa pozostaną ostrożne w zakresie inwestycji, silniej wzrosną inwestycje publiczne

- Biorąc pod uwagę bardzo ostrożne plany inwestycyjne firm nawet w III kw. br. (okresie solidnego ożywienia aktywności gospodarczej), przy bardzo istotnej dla przedsiębiorstw preferencji utrzymania płynnych nadwyżek finansowych w warunkach niepewności gospodarczej, tym bardziej po kolejnym okresie lockdownu w IV kw. oczekujemy bardzo powolnej poprawy w zakresie inwestycji przedsiębiorstw. Dla sporej części branż 2021 r. będzie okresem zmagania się o poprawę wyników finansowych, przy ograniczonych planach rozwojowych i inwestycyjnych.
- Szacujemy, że dynamika inwestycji przedsiębiorstw osiągnie dodatni poziom dopiero w II poł. 2021 r., w całym roku notując wynik w okolicach 0% r/r, wobec szacowanego na 2020 spadku rzędu 15%.
- Po rozczarowujących wynikach w trakcie 2020 r. w zakresie inwestycji publicznych, w 2021 r zakładamy silniejszy wzrost wydatków publicznych, czego zwiastunem może być poprawa w produkcji budowlano-montażowej w październiku.
- Nadal trudno oczekiwać przyspieszenia wydatków sektora samorządowego (biorąc pod uwagę ograniczenie dochodów i jednocześnie ograniczenia w zakresie możliwości wzrostu zadłużenia), oczekujemy natomiast silniejszego wzrostu inwestycji na poziomie centralnym, w tym wydatków drogowych oraz kolejowych. Oceniamy, że w 2020 r. w ograniczonym stopniu zostały zrealizowane dodatkowe wydatki inwestycyjne (zapowiadane wiosną), oczekujemy silniejszego ich wzrostu w 2021 r. Zakładamy także, że pod koniec roku silniej pozytywnie wzrosną także wydatki inwestycyjne współfinansowane ze środków UE, w tym z Funduszu Odbudowy (zakładając osiągnięcie porozumienia w tym zakresie najpóźniej w pierwszych miesiącach 2021 r.).
- Szacujemy, że inwestycje SFP wzrosną w 2021 r. o ok. 7,5% r/r, wobec oczekiwanego wzrostu w 2020 r. w okolicach 3,0% r/r.

Firmy znacząco ograniczyły plany inwestycyjne i nawet w III kw. nie planowały ich zwiększenia



W 2021 r. oczekujemy silniejszej kontrybucji wydatków SFP we wzrost inwestycji ogółem

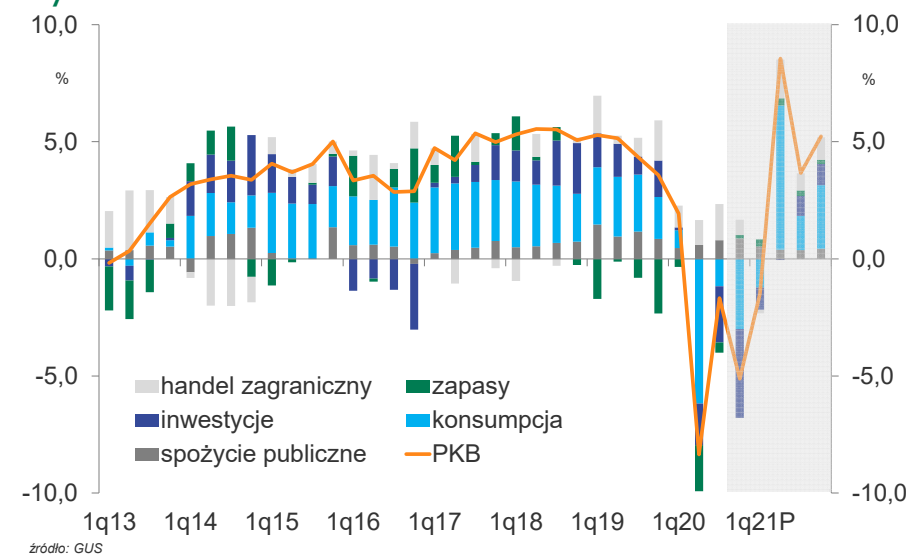




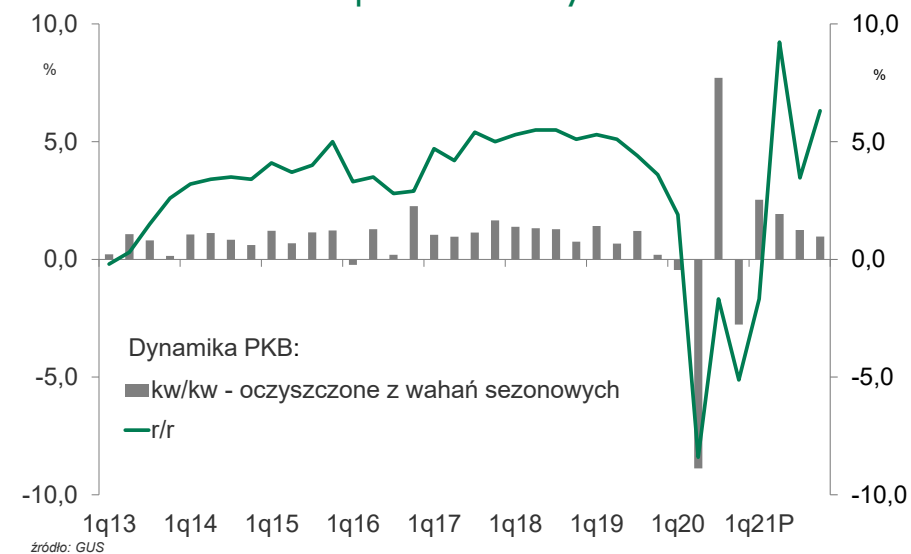
W 2021 r. wysokie – choć zdecydowanie niższe niż w 2020 r. – ryzyko dla prognoz PKB

- Choć zakładane przez nas tempo wzrostu PKB w 2021 r. na poziomie 4,2% r/r jest bardzo dobrym wynikiem, to w głównej mierze jest pochodną bardzo niskiej bazy odniesienia z 2020 r. Średnie tempo wzrostu gospodarczego w I. 2020–2021 wyniesie jedynie 0,4% w ujęciu średniorocznym, co jest słabym wynikiem.
- Choć perspektywa powszechnych szczepień poprawiła perspektywy sektora usług, to należy pamiętać, że proces nabierania odporności społeczeństwa będzie przebiegał stopniowo (odporność zbiorowa może być osiągnięta w II poł. 2021 r.), zatem nie od razu nastąpi odrodzenie aktywności w usługach. W przypadku większości branż usługowych nie jest możliwy efekt tak silnego nadrabiania popytu / aktywności jak miało to miejsce np. w przemyśle czy handlu, a to właśnie sektor usługowy w 2020 r. został dotknięty najsilniej. Ponadto jeszcze z początkiem roku 2021 r. gospodarka krajowa będzie borykała się z ograniczeniami np. w zakresie zorganizowanej turystyki zimowej.
- W trakcie 2021 r. podobnie jak miało to miejsce w 2020 oczekujemy bardzo dużej zmienności dynamiki rocznej PKB z uwagi na bardzo wysoką zmienność bazy odniesienia.
- Bilans ryzyka dla prognozy uważamy za zrównoważony przy z jednej strony potencjalnie silniejszym odbiciu aktywności w scenariuszu szybkiego i skutecznego wdrożenia szczepień w kraju i na świecie oraz wysokiej skuteczności pomocy rządowej dla firm w ramach Tarczy Finansowej 2.0. W przeciwnym kierunku mogą natomiast ciążyć odłożone w czasie negatywne dla gospodarki skutki niewypłacalności firm i likwidacji miejsc pracy oraz jedynie powolny proces ożywienia aktywności w wielu, najbardziej dotkniętych branżach lub opóźnienie we wdrożeniu powszechnych szczepień.

Efekty bazy w 2021 r. powodem wysokiej zmienności dynamiki PKB w trakcie roku



Po odreagowaniu aktywności w I poł. 2021 r., w II poł. roku oczekiwane niskie tempo wzrostu aktywności

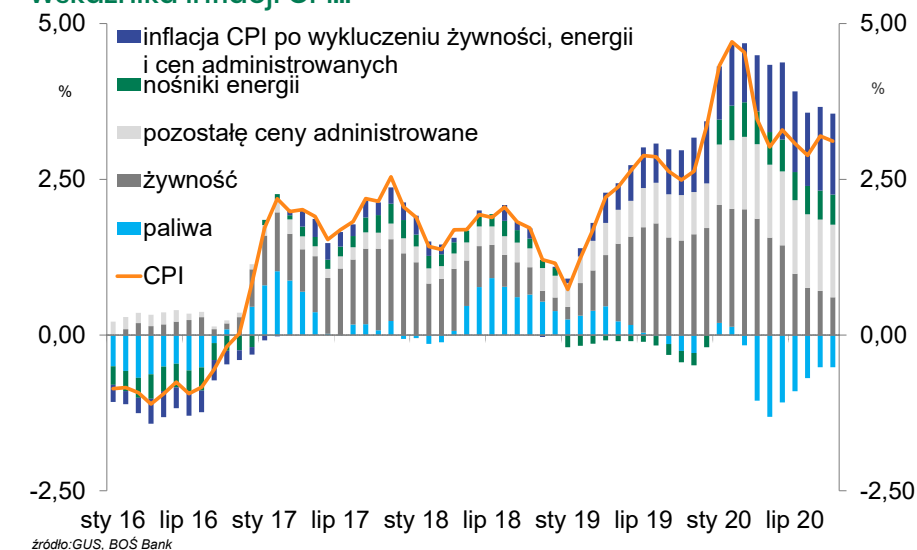




Na koniec 2020 r. oczekiwany spadek inflacji CPI poniżej 3,0% r/r

- Na przełomie III i IV kw. inflacja CPI ustabilizowała się na poziomie lekko powyżej 3,0% r/r, po wyraźnym wzroście w połowie roku. Inflacja bazowa po wykluczeniu cen żywności i energii, która ustabilizowała się w przedziale 4,0% - 4,3% r/r.
- Niewielkie zmiany inflacji CPI w ostatnich miesiącach to wypadkowa: - stabilizującej się kontrybucji inflacji w grupie towarów i usług najsilniej zależnych od sytuacji cyklicznej, - niewielkich zmian wskaźnika cen w grupie towarów i usług o wysokim udziale w cenie decyzji administracyjnych, jak również cen nośników energii, - kontynuacji spadku rocznej dynamiki cen żywności, - wzrostu kontrybucji paliw.
- Stabilizacja wskaźnika inflacji bazowej w naszej ocenie wynikała z wciąż jeszcze niskiego wpływu sytuacji cyklicznej (spowolnienie aktywności gospodarczej) na trendy cenowe. Wydaje się natomiast, że wygaśnięcie efektu przeliczenia wyższych kosztów reżimu sanitarnego na ceny detaliczne, który podwyższał inflację w połowie roku.
- Do końca 2020 r. oczekujemy spadku inflacji CPI poniżej 3,0% r/r. Zakładamy dalszy lekki spadek kontrybucji cen żywności oraz silniejszy spadek kontrybucji inflacji bazowej. Trudno już w nadchodzących miesiącach zapowiadać początek cyklicznego spadku inflacji bazowej, niemniej w listopadzie i grudniu same efekty statystyczne (wysokie bazy odniesienia sprzed roku) powinny poskutkować jej obniżeniem.
- Czynnikiem ryzyka dla prognoz krótkoterminowych będą z kolei ponownie kwestie metodologiczne wyznaczania indeksu cen w warunkach zamrożenia aktywności części obiektów handlowych i usługowych (tak jak miało to miejsce w okresie wiosennego lockdownu), choć oczywiście mniejsza skala obostrzeń będzie ograniczała siłę tego efektu na jesieni.

W III i na początku IV kw. ograniczona zmienność wskaźnika inflacji CPI...



...przy wyhamowaniu trendu wzrostowego inflacji bazowej po wykluczeniu żywności i energii

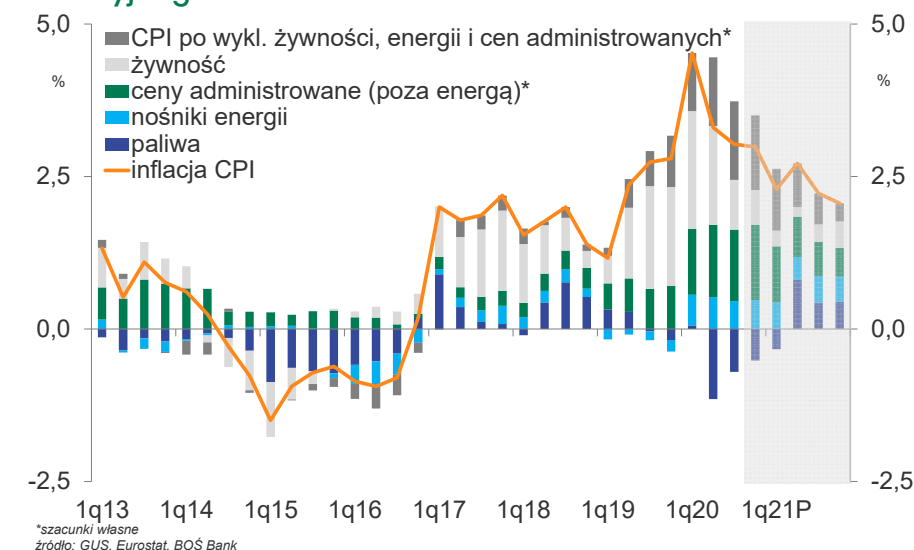




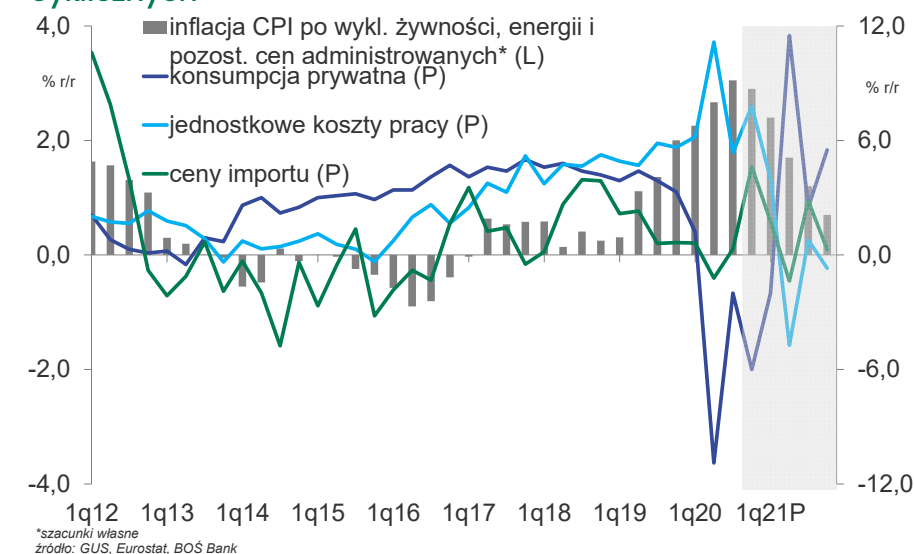
W 2021 r. oczekujemy spadku inflacji CPI przy zakładanym solidnym spadku inflacji bazowej...

- Już w I kw. 2021 r. oczekujemy skokowego spadku inflacji CPI do ok. 2,5% r/r i dalszego jej obniżenia się w kierunku 2,0% r/r na koniec roku. W kolejnych kwartałach oczekujemy solidnego spadku wskaźnika inflacji CPI po wykluczeniu cen żywności, energii i pozostałych cen administrowanych jako efekt wyraźnego pogorszenia sytuacji gospodarczej, dodatkowo przy podwyższonej bazie odniesienia z 2020 r.
- W 2020 r. wyraźnie *in plus* zaskoczyło kształtowanie się inflacji bazowej. Taka sytuacja wynikała z: - wyższych wzrostów cen w grupie towarów i usług, które nie ucierpiały na pandemii lub nawet wskutek pandemii (przekierowanie popytu) notując silniejszy popyt (usługi telekomunikacyjne, opłaty telewizyjne, meble), - utrzymujących się wyższych cen z tytułu efektów podażowych (zdrowie, opieka społeczna), - ograniczonej presji na spadek cen z tytułu efektów popytowych (np. mniejsze spadki cen w turystyce zorganizowanej).
- Na wyższy wskaźnik inflacji bazowej pomimo silnej recesji w naszej ocenie wpłynął szereg czynników tj. mniejsza (nawet od naszych prognoz) skala pogorszenia sytuacji na rynku pracy i nastrojów konsumentów, podażowe wzrosty cen (tj. wyższe koszty usług w związku z obostrzeniami sanitarnymi) problemy metodologiczne związane z brakiem / ograniczoną dostępnością cen reprezentantów (np. trwale zmieniona oferta w transporcie pasażerskim).
- Choć spadek inflacji bazowej odsuwa się w czasie, cały czas uważamy, że w kolejnych kwartałach dojdzie do jego spadku dojdzie, na co wpłynie utrzymujące się słabsze tempo wzrostu gospodarczego i dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz wysokie bazy odniesienia (efekt podwyżek cen z tytułu czynników podażowych i metodologicznych). Według naszych szacunków wyraźnego spadku inflacji bazowej należy oczekiwać od II kw. 2021 r. poniżej 2,5% r/r i pod koniec 2021 r. poniżej 1,5% r/r.

W 2021 r. oczekujemy spadku inflacji CPI w kierunku celu inflacyjnego RPP...



...przy wyraźnym spadku inflacji z tytułu efektów cyklicznych

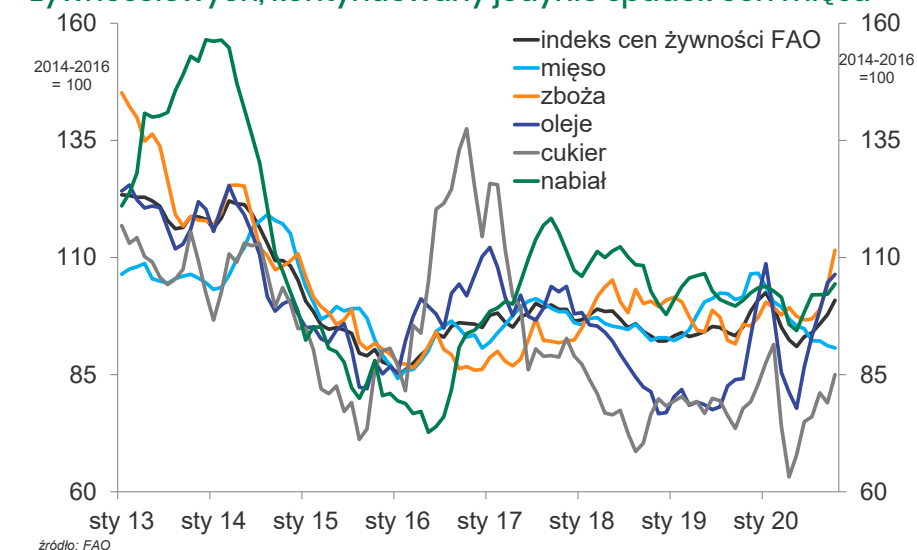




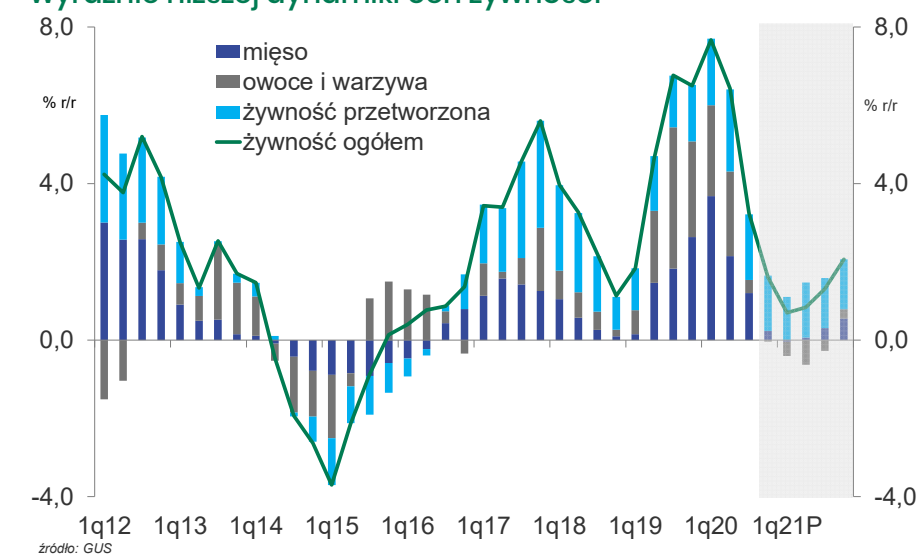
...stabilizacji niższej dynamiki cen żywności...

- W 2021 r. oczekujemy utrzymania (notowanej pod koniec 2020 r.) niższej dynamiki cen żywności ok. 1,05 – 1,5% r/r.
- Biorąc pod uwagę utrzymujące się tendencje na rynkach surowcowych wieprzowiny, po korekcie spadkowej cen w II poł. 2020 r. oczekujemy już stabilizacji cen w kwartałach nadchodzących, co przełoży się na wyraźny spadek rocznej dynamiki cen mięsa. Biorąc pod uwagę wysokie bazy odniesienia (gwałtowne wzrosty tych cen w 2019 r. i na początku 2020 r.) oczekujemy spadku kontrybucji mięsa we wzrost cen żywności o 1,7 pkt. proc.
- Po wyraźnie lepszym urodzaju na rynku warzyw w 2020 r. oczekujemy utrzymania niższych cen i ujemnej dynamiki rocznej warzyw w I poł. 2021 r. Zakładając standardowe warunki atmosferyczne w II poł. 2021 r. oczekujemy niewielkiego wzrostu tej dynamiki. W przypadku owoców, bardzo wysoka baza odniesienia z 2020 r. pozwala zakładać (w scenariuszu bazowym dot. warunków atmosferycznych) silnego spadku rocznej dynamiki cen, tak jak miało to miejsce w II poł. br. na rynku warzyw. Szacujemy, że w 2021 r. kontrybucja owoców i warzyw we wzrost cen żywności obniży się o ok. 1,3 pkt. proc.
- Z kolei kategorią w niewielkim stopniu obniżającą kontrybucję do indeksu żywności będą kategorie żywności przetworzonej. Odbicie cen na globalnym rynku surowców żywnościowych (poza mięsem) okazało się silniejsze wobec naszych założeń, stąd lekko skorygowaliśmy w górę prognozę cen w tej grupie w 2021 r. co przekłada się już na niewielki spadek indeksu, w szczególności przy założeniu wyższego wzrostu cen napojów bezalkoholowych (prawdopodobne przerzucanie przez producentów oraz handlowców na ceny detaliczne dodatkowych kosztów z tytułu tzw. podatku cukrowego). Według naszych prognoz niższy niż w 2020 r. wzrost cen żywności przetworzonej obniży wskaźnik cen żywności ogółem o ok. 0,5 pkt. proc. w 2021 r.

W II poł. 2020 r. odreagowanie na rynku surowców żywnościowych, kontynuowany jedynie spadek cen mięsa



Spadki cen mięsa oraz warzyw i owoców powodem wyraźnie niższej dynamiki cen żywności

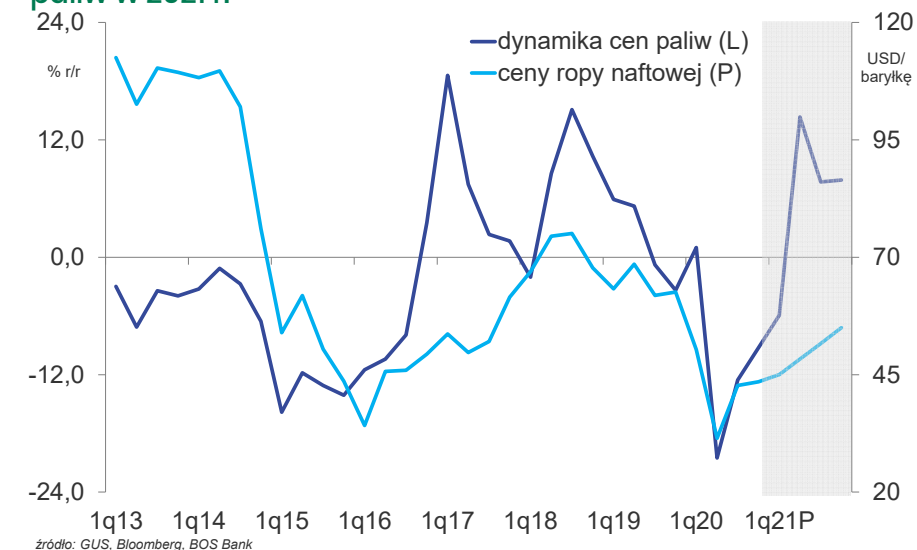




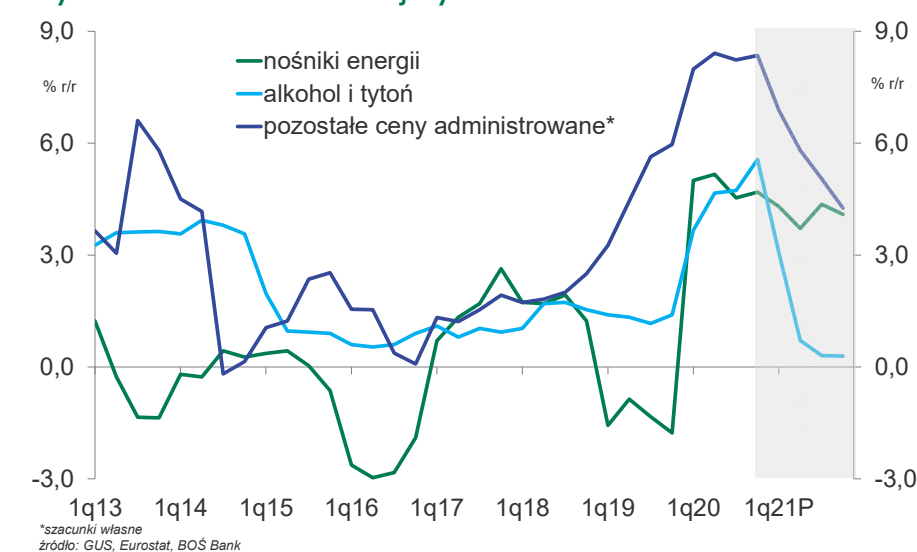
...i wzrostu dynamiki cen paliw

- Biorąc pod uwagę nasze założenia stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej na świecie oczekujemy także dalszego wzrostu cen ropy naftowej. Pomimo, że w 2021 r. nie zakładamy powrotu cen do poziomów sprzed pandemii, to niezwykle niska baza odniesienia skutkuje w połowie roku silnym wzrostem rocznej dynamiki cen surowca.
- W rezultacie, ceny paliw z początkiem 2021 przestaną oddziaływać dezinflacyjnie, przeciwnie, trakcie roku można oczekiwać wzrostu ich kontrybucji do indeksu CPI o ponad 0,5 pkt proc. Ten wzrost będzie wynikał z bardzo niskiej bazy odniesienia, gdyż wg naszych oczekiwań, poziom cen paliw nie powróci w 2021 r. do poziomów notowanych w 2019 r.
- W przyszłym roku kategorię podwyższającą inflację będą też zapewne nadal ceny energii elektrycznej (m.in. w efekcie wejścia w życie z początkiem roku opłaty mocowej) przy utrzymujących się podwyższonych cenach energii elektrycznej na rynku hurtowym.
- Wg informacji medialnych dystrybutorzy energii zawnieśli do URE o podwyżki cen sprzedaży energii rzędu kilkunastu procent. Nie zakładamy oczywiście wzrostu cen energii w takiej skali, jednak wzrost cen energii elektrycznej może być zbliżony w 2021 r. do 10%, co przełoży się na utrzymanie wyższego wskaźnika wzrostu cen nośników energii.
- W zakresie pozostałych cen o wysokim udziale decyzji administracyjnych na ceny, zakładamy lekki spadek indeksu tej grupy towarów i usług w 2021 r. Po tak silnym wzroście cen wywozu nieczystości (ok. 50% r/r) trudno oczekiwać utrzymania tak wysokiej dynamiki, ponadto MF nie planuje na 2021 r. podwyżek stawek akcyzy na wyroby alkoholowe i tytoniowe. Jednocześnie jednak zakładamy, że trudna sytuacja finansowa samorządów i przedsiębiorstw komunalnych będzie skutkować utrzymaniem podwyższonej dynamiki cen w wielu kategoriach (powyżej poziomów z lat wcześniejszych).

Niskie efekty bazy powodem silnego wzrostu dynamiki cen paliw w 2021 r.



Wzrost cen administrowanych niższy niż w 2020 r., ale wciąż wysoki na tle lat wcześniejszych





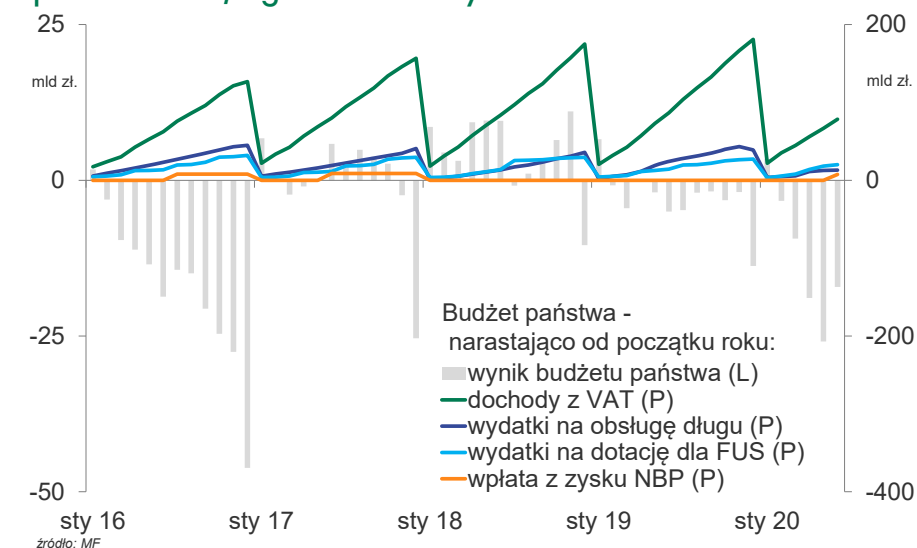
Podobnie jak w większości krajów na świecie, pandemia z istotnym wpływem na krajowe finanse publiczne...

- Choć po wrześniu deficyt budżetu państwa utrzymywał się na stabilnym poziomie (ok. 20 mld zł), to uważamy, że wartość deficytu budżetowego w całym roku wyniesie ok. 100 mld zł, blisko poziomu planu w znowelizowanej ustawie budżetowej (109 mld zł).
- Pod koniec roku ponownie należy oczekiwać ograniczonej skali dochodów z VAT (kolejny lockdown), ograniczenia składek na ZUS oraz wzrostu wydatków FUS. Ponadto w naszej ocenie dotychczas (przy wysokiej niepewności rozwoju sytuacji gospodarczej i finansowej) wiele wydatków było przesuwanych lub wstrzymywanych na ostatnie miesiące roku (np. zwiększenie dotacji dla FUS). Z tego względu w IV kw. oczekujemy skokowego wzrostu deficytu budżetu państwa.
- Przy gwałtownym wzroście deficytu, wyraźnym pogorszeniu sytuacji finansowej JST i FUS oraz zakładając uwzględnienie większej części wydatków PFR w statystykach SFP, oczekujemy wzrostu deficytu całego sektora finansów publicznych do blisko 11% PKB oraz długu publicznego powyżej 60% (wg metodyki unijnej ESA). Tak silny wzrost deficytu będzie jednak zjawiskiem powszechnym na świecie i będzie wyłącznie efektem pandemii.
- Powyżej poziomu 60% PKB wzrośnie poziom długu sektora finansów publicznych (wg metodyki unijnej ESA), a nie poziom państwowego długu publicznego (wg metodyki krajowej), który nie przekroczy konstytucyjnego progu 60% PKB.
- Przy ożywieniu aktywności gospodarki w 2021 r. oczekujemy spadku deficytu finansów publicznych niemniej utrzymanie wpływu wydatków PFR (umorzenie subwencji) oraz ograniczona skala ożywienia aktywności będą ograniczać skalę tej poprawy. Szacujemy, że deficyt SFP wyniesie ok. 5,5% PKB, a dług sektora finansów publicznych utrzyma się powyżej poziomu 60% PKB.
- Ryzyko dla prognozy jest bardzo wysokie zarówno z uwagi na niepewność sytuacji gospodarczej, jak również szereg niestandardowych działań w polityce fiskalnej, niepewność dot. ich ostatecznego wykorzystania oraz klasyfikacji metodologicznej (np. wydatków PFR).

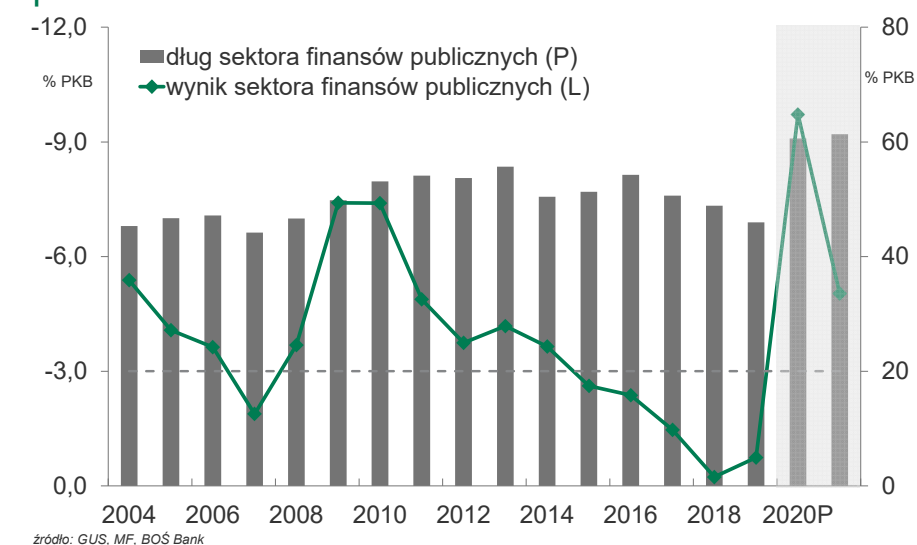
2020-11-27

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Póki co ograniczony wzrost deficytu budżetu państwa przy przesuwaniu / ograniczaniu wydatków



W 2020 r. skokowy wzrost deficytu i długu SFP, skutki pandemii odczuwalne także w 2021 r.



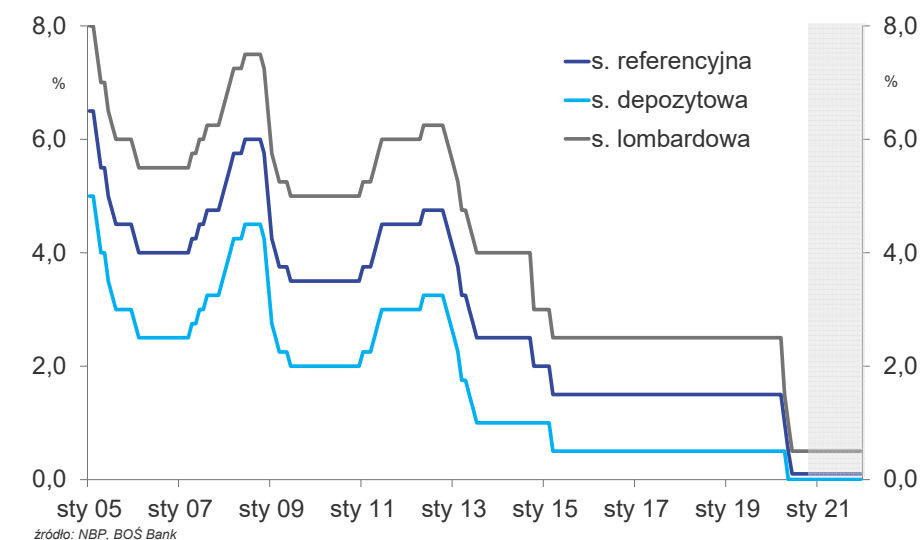
źródło: GUS, MF, BOŚ Bank



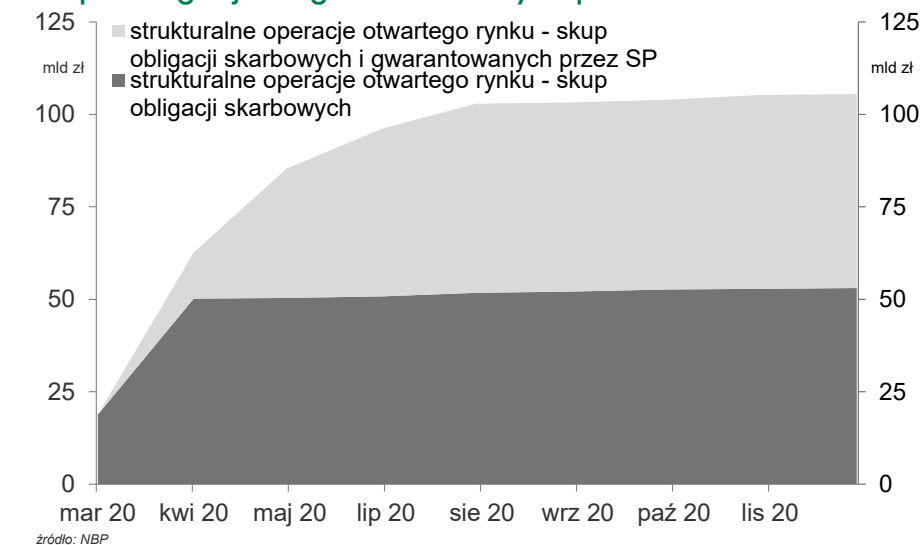
RPP utrzymuje łagodną politykę pieniężną...

- Na posiedzeniach we wrześniu, październiku i listopadzie Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, nie zmieniając także praktycznie treści komunikatu po posiedzeniu. Rada zdecydowała o utrzymaniu niezmiennych parametrów polityki pieniężnej także w okresie pogorszenia sytuacji epidemicznej i wdrażania kolejnych obostrzeń administracyjnych. Jednocześnie, wobec bardzo pesymistycznej projekcji NBP z lipca, w listopadowej projekcji NBP podwyższył prognozę wzrostu PKB na 2020 r., pomimo gorszych perspektyw aktywności w samym IV kw. br.
- Listopadowa decyzja Rady oraz pojawiające się w minionych tygodniach wypowiedzi członków RPP potwierdzają brak skłonności członków Rady do dalszych obniżek stóp procentowych i zdecydowanie ograniczają ryzyko takiego poluzowania w kolejnych miesiącach.
- Jednocześnie, biorąc pod uwagę wyraźne spowolnienie aktywności krajowej gospodarki w I. 2020-2021, utrzymującą się podwyższoną niepewność dot. perspektyw średnioterminowych w gospodarce oraz oczekiwany spadek wskaźnika inflacji w 2021 r., sądzimy, że perspektywa podwyżek stóp procentowych NBP jest odległa. Według naszych założeń stopy procentowe pozostaną na bieżącym, historycznie niskim poziomie przynajmniej do końca 2021 r.
- W ostatnich tygodniach skala skupu obligacji skarbowych przez NBP uległa zmniejszeniu, co jest pochodną utrzymującej się bardzo korzystnej sytuacji rynkowej. Na gotowość do ewentualnego zwiększenia zaangażowania NBP wskazywała część przedstawicieli Rady w kontekście pogorszenia sytuacji epidemicznej jesienią.

Stopy procentowe w okolicach 0% w 2021 r...



...i prawdopodobne utrzymanie operacji strukturalnych skupu obligacji SP i gwarantowanych przez SP

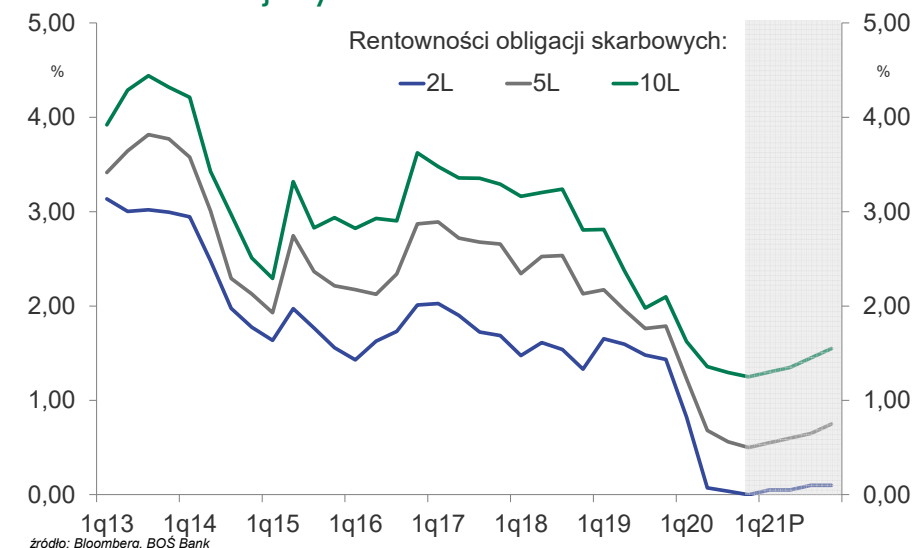




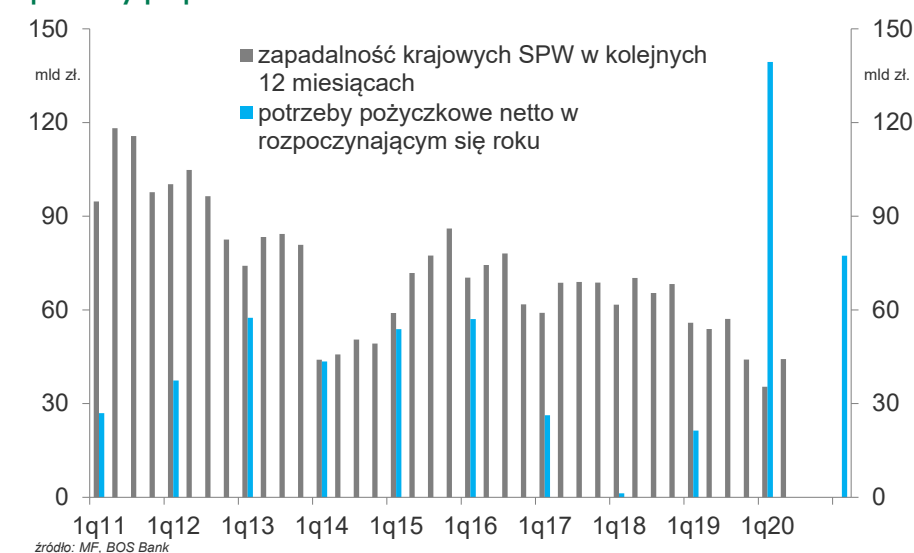
...co utrzymuje rentowności krajowych SPW blisko historycznych poziomów...

- W perspektywie 2021 r. oczekujemy nieznacznego wzrostu rentowności krajowych obligacji skarbowych, przy lekkim wystromieniu krzywej dochodowości.
- W kierunku wzrostu rentowności będzie oddziaływało ograniczenie globalnej premii za ryzyko, lekki wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, przyspieszenie aktywności gospodarki krajowej i poprawy nastrojów rynkowych. Silna redukcja stóp procentowych oraz uruchomienie operacji strukturalnych skupu obligacji przez NBP przełożyło się na odmienne kształtowanie się cen krajowych obligacji wraz ze zmieniającym się apetytem na ryzyko na rynkach globalnych, tj. dotychczas spadek awersji do ryzyka skutkował powrotem kapitału zagranicznego na rynek krajowy i spadkiem rentowności SPW. W warunkach kryzysowych działania NBP utrzymywały rentowności na niskich poziomach, co ogranicza obecnie relatywną stopę zwrotu z obligacji krajowych względem rynków bazowych i tym samym popyt inwestorów.
- Jednocześnie skalę wzrostu rentowności krajowych SPW będzie w istotnym stopniu ograniczać utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych i środowisko niskich stóp globalnie, jak również utrzymanie łagodnej polityki pieniężnej RPP.
- Większość wypowiedzi członków RPP wypowiada się bardzo ostrożnie co do możliwości zacieśnienia polityki pieniężnej, dodatkowo przy naszej prognozie spadku inflacji CPI w trakcie 2021 r. oczekiwania długiego okresu niskich stóp dodatkowo się wzmocnią.
- W szczególności, kontynuacja przez NBP programu skupu obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez SP będzie w dalszym ciągu znacząco niwelować potencjalną presję na spadek cen SPW z tytułu gwałtownego wzrostu potrzeb pożyczkowych i podaży papierów skarbowych.
- Znaczne nadwyżki płynności i ograniczona przestrzeń do silnego wzrostu akcji kredytowej będą także czynnikiem utrzymującym solidny popyt na papiery skarbowe ze strony sektora bankowego.

Polityka NBP będzie istotnie ograniczać wzrost rentowności krajowych SPW...



...pomimo skokowego wzrostu potrzeb pożyczkowych i podaży papierów

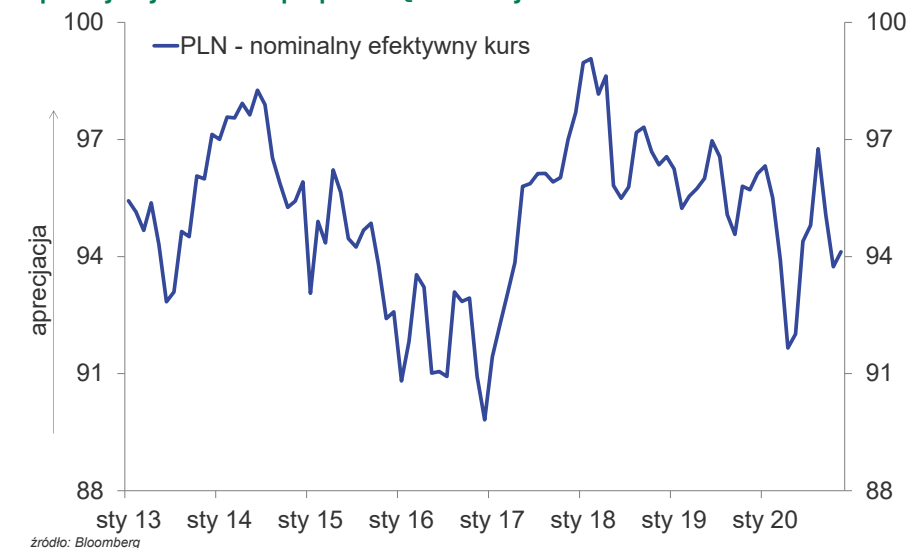




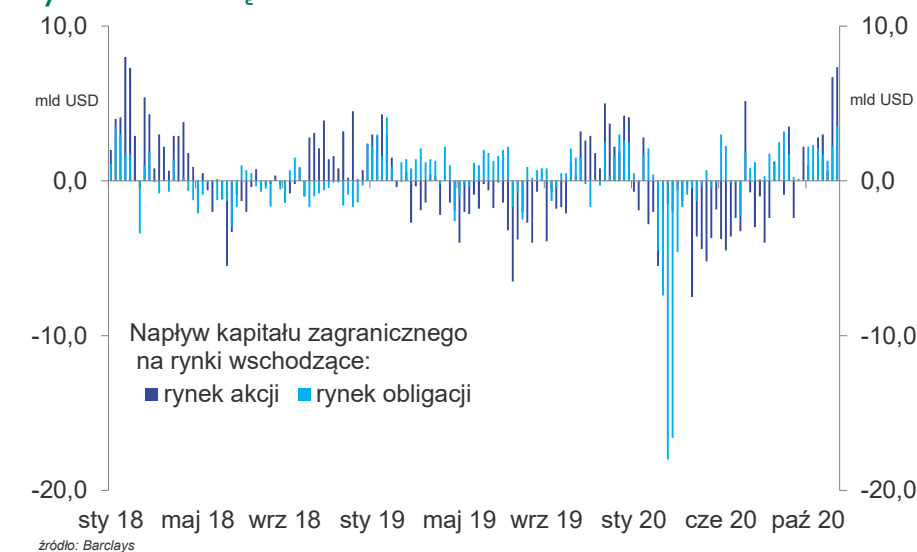
...ale ogranicza potencjał dla umocnienia złotego

- W IV kw. złoty pozostawał pod wpływem sytuacji epidemicznej, w szczególności tracił na wartości w okresie pogorszenia sytuacji w Europie i w kraju oraz ponownie zyskiwał na wartości w okresie wzrostu apetytu na ryzyko po informacjach dot. szczepionek przeciw COVID-19.
- Przy zakładanej poprawie sytuacji gospodarczej oraz rynkowej, w tym utrzymania napływu kapitału zagranicznego na rynki wschodzące oczekujemy w perspektywie 2021 r. aprecjacji kursu złotego w kierunku 4,35 PLN/EUR oraz w kierunku 4,05 PLN/CHF (przy ograniczonym wzmocnieniu złotego wobec dolara ze względu na zakładane wzmocnienie amerykańskiej waluty na rynku globalnym).
- Jednocześnie obniżyliśmy prognozę tempa aprecjacji złotego wobec wcześniejszej prognozy w szczególności w I poł. 2021 r. Powodem oczekiwanej mniejszej skali aprecjacji jest wyraźne pogorszenie krajowej sytuacji epidemicznej jesienią i korekty prognoz gospodarczych w krótkim okresie.
- Istotnym czynnikiem ograniczającym atrakcyjność polskiej waluty jest polityka pieniężna NBP. Wysoka skala obniżek stóp poskutkowała dołączeniem NBP do grona banków centralnych ze stopami procentowymi bliskimi zera, redukując potencjalny pozytywny dla złotego efekt wyższych, dodatnich stóp.
- Skup obligacji przez NBP w średnim okresie może wspierać krajowe aktywa, jeżeli poluzowanie fiskalne będzie miało charakter okresowy, a cyklicznie pomoże złagodzić skalę osłabienia gospodarki. Jednocześnie jednak niepewność rynkową może zwiększać brak określonego planu skupu aktywów (prognozowana wartość / perspektywa czasowa programu skupu) oraz potencjalne obawy rynkowe przed scenariuszem zbyt silnego zaangażowania NBP w papiery skarbowe oraz gwarantowane przez Skarb Państwa.

Jesienna fala pandemii negatywna dla złotego, lekka aprecjacja wraz z poprawą nastrojów....



...i silniejszym napływem kapitału zagranicznego na rynki wschodzące



Dane i prognozy makroekonomiczne

| wskaźniki krajowe | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Produkt Krajowy Brutto | % r/r | 3,3 | 3,8 | 3,1 | 4,9 | 5,3 | 4,1 | -3,5 | 4,2 |
| Popyt krajowy | % r/r | 4,8 | 3,3 | 2,3 | 4,9 | 5,6 | 3,0 | -4,7 | 3,8 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 2,6 | 3,8 | 3,9 | 4,8 | 4,3 | 4,0 | -4,2 | 4,5 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | 10,0 | 6,1 | -8,2 | 4,0 | 9,4 | 7,2 | -11,5 | 2,1 |
| Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB | % PKB | -1,3 | 0,5 | 0,9 | 0,1 | 0,0 | 1,0 | 1,0 | 0,7 |
| Produkt Krajowy Brutto | mld PLN | 1 720 | 1 800 | 1 861 | 1 989 | 2 120 | 2 274 | 2 276 | 2 417 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących | % PKB | -2,6 | -0,9 | -0,8 | -0,3 | -1,3 | 0,5 | 3,8 | 3,1 |
| | mld EUR | -10,6 | -3,9 | -3,4 | -1,5 | -6,5 | 2,6 | 19,2 | 16,9 |
| Transfery z Unii Europejskiej* | mld EUR | 16,5 | 13,0 | 10,0 | 11,1 | 15,7 | 16,3 | 15,2 | 14,7 |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego | %, śr. | 12,3 | 10,5 | 8,9 | 7,3 | 6,1 | 5,4 | 6,0 | 6,9 |
| Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej | % r/r | 0,2 | 0,9 | 2,3 | 3,3 | 2,6 | 2,2 | -1,2 | -0,8 |
| Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej | % r/r | 3,6 | 3,3 | 3,8 | 5,3 | 7,2 | 7,2 | 5,3 | 4,5 |
| | % r/r, real. | 3,6 | 4,3 | 4,4 | 3,2 | 5,4 | 4,9 | 2,2 | 2,1 |
| Inflacja CPI | % r/r, śr. | 0,0 | -0,9 | -0,6 | 2,0 | 1,7 | 2,2 | 3,5 | 2,3 |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii | % r/r, śr. | 0,6 | 0,3 | -0,2 | 0,7 | 0,7 | 1,7 | 3,9 | 2,2 |
| Depozyty ogółem | % r/r | 9,3 | 7,4 | 9,4 | 4,2 | 9,1 | 8,2 | 12,4 | 4,6 |
| Kredyty ogółem | % r/r | 6,8 | 6,9 | 4,9 | 3,8 | 7,1 | 5,0 | 0,7 | 2,3 |
| Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010) | % PKB | -3,6 | -2,6 | -2,4 | -1,5 | -0,2 | -0,7 | -10,8 | -5,5 |
| Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010) | % PKB | 50,4 | 51,3 | 54,3 | 50,6 | 48,8 | 46,0 | 60,7 | 61,3 |
| Stopa referencyjna NBP | %, k.o. | 2,00 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 0,10 | 0,10 |
| Stopa kredytu lombardowego NBP | %, k.o. | 3,00 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 0,50 | 0,50 |
| Stopa depozytowa NBP | %, k.o. | 1,00 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,00 | 0,00 |
| WIBOR 3M | %, k.o. | 2,06 | 1,72 | 1,73 | 1,72 | 1,72 | 1,71 | 0,22 | 0,25 |
| Obligacje skarbowe 2L | %, k.o. | 1,78 | 1,56 | 2,01 | 1,69 | 1,33 | 1,43 | 0,00 | 0,15 |
| Obligacje skarbowe 5L | %, k.o. | 2,13 | 2,21 | 2,87 | 2,66 | 2,13 | 1,79 | 0,50 | 0,75 |
| Obligacje skarbowe 10L | %, k.o. | 2,51 | 2,94 | 3,62 | 3,29 | 2,81 | 2,10 | 1,25 | 1,55 |
| PLN/EUR | PLN, k.o. | 4,26 | 4,26 | 4,42 | 4,17 | 4,30 | 4,26 | 4,45 | 4,35 |
| PLN/USD | PLN, k.o. | 3,51 | 3,90 | 4,18 | 3,48 | 3,76 | 3,80 | 3,81 | 3,78 |
| PLN/CHF | PLN, k.o. | 3,54 | 3,94 | 4,12 | 3,57 | 3,82 | 3,92 | 4,15 | 4,03 |
| założenia zewnętrzne | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P |
| PKB - USA | % r/r | 2,5 | 3,1 | 1,7 | 2,3 | 3,0 | 2,2 | -3,8 | 4,0 |
| PKB - strefa euro | % r/r | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 2,7 | 1,9 | 1,3 | -7,3 | 3,7 |
| PKB - Chiny | % r/r | 7,4 | 7,0 | 6,8 | 6,9 | 6,8 | 6,2 | 2,0 | 6,5 |
| Inflacja (CPI) - USA | % r/r, śr. | 1,5 | 0,2 | 1,3 | 2,1 | 2,4 | 1,9 | 1,2 | 1,8 |
| Inflacja (HICP) - strefa euro | % r/r, śr. | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | 0,3 | 0,7 |
| Stopa funduszy federalnych Fed** | %, k.o. | 0,25 | 0,50 | 0,75 | 1,50 | 2,50 | 1,75 | 0,25 | 0,25 |
| LIBOR USD 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | - | 0,25 | 0,25 |
| Obligacje USA 10L | %, k.o. | 2,18 | 2,28 | 2,46 | 2,42 | 2,70 | 1,92 | 0,85 | 1,00 |
| Stopa repo EBC | %, k.o. | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EURIBOR 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | - | -0,50 | -0,40 |
| Obligacje GER 10L | %, k.o. | 0,54 | 0,63 | 0,20 | 0,42 | 0,24 | -0,19 | -0,55 | -0,40 |
| LIBOR CHF 3M | %, k.o. | - | - | - | - | - | - | -0,75 | -0,75 |
| USD/EUR | USD, k.o. | 1,22 | 1,09 | 1,05 | 1,20 | 1,15 | 1,12 | 1,17 | 1,15 |
| Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę | USD, śr. | 98,9 | 52,4 | 43,8 | 54,3 | 71,0 | 64,1 | 42,0 | 50,0 |

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* środki rejestrowane po stronie rachunku bieżącego (gt. WPR) oraz rachunku kapitałowego (fundusze strukturalne)

** górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz)

źródła: prognozy BOŚ Bank, dane historyczne: NBP, GUS, Bloomberg

Dane i prognozy makroekonomiczne

| wskaźniki krajowe | | 1q20 | 2q20 | 3q20 | 4q20P | 1q21P | 2q21P | 3q21P | 4q21P |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Produkt Krajowy Brutto | % r/r | 1,9 | -8,4 | -1,6 | -5,1 | -1,7 | 9,2 | 3,5 | 6,1 |
| Popyt krajowy | % r/r | 1,0 | -9,9 | -3,3 | -6,1 | -1,6 | 8,1 | 3,2 | 5,7 |
| Spżycie indywidualne | % r/r | 1,2 | -10,8 | -2,0 | -5,5 | -2,0 | 11,5 | 3,0 | 6,7 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | 0,9 | -10,7 | -13,5 | -16,0 | -7,3 | 2,2 | 5,4 | 5,0 |
| Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB | % PKB | 0,9 | 1,5 | 1,7 | 1,0 | -0,1 | 1,1 | 0,3 | 0,4 |
| Saldo rachunku obrotów bieżących | % PKB | 1,1 | 2,3 | 3,2 | 3,8 | 3,8 | 3,6 | 3,4 | 3,1 |
| | mld EUR | 4,6 | 6,6 | 4,1 | 3,9 | 4,7 | 6,2 | 3,1 | 2,8 |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego | %, śr. | 5,4 | 6,1 | 6,1 | 6,6 | 7,0 | 6,7 | 6,6 | 6,9 |
| Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej | % r/r | 0,6 | -1,7 | -1,5 | -2,2 | -2,0 | -1,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod. | % r/r | 7,7 | 3,8 | 4,8 | 4,0 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| | % r/r, real. | 3,0 | 0,6 | 1,7 | 1,0 | 2,1 | 1,8 | 2,2 | 2,4 |
| Inflacja CPI | % r/r, k.o. | 4,6 | 3,3 | 3,2 | 2,9 | 2,1 | 2,4 | 2,1 | 2,3 |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii | % r/r, k.o. | 3,6 | 4,1 | 4,3 | 4,0 | 3,0 | 2,1 | 1,6 | 1,1 |
| Stopa referencyjna NBP | %, k.o. | 1,00 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Stopa kredytu lombardowego NBP | %, k.o. | 1,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| Stopa depozytowa NBP | %, k.o. | 0,50 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| WIBOR 3M | %, k.o. | 1,17 | 0,26 | 0,22 | 0,22 | 0,22 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Obligacje skarbowe 2L | %, k.o. | 0,82 | 0,07 | 0,04 | 0,00 | 0,05 | 0,05 | 0,10 | 0,15 |
| Obligacje skarbowe 5L | %, k.o. | 1,23 | 0,68 | 0,56 | 0,50 | 0,55 | 0,60 | 0,65 | 0,75 |
| Obligacje skarbowe 10L | %, k.o. | 1,62 | 1,36 | 1,30 | 1,25 | 1,30 | 1,40 | 1,45 | 1,55 |
| PLN/EUR | PLN, k.o. | 4,55 | 4,47 | 4,53 | 4,45 | 4,43 | 4,40 | 4,38 | 4,35 |
| PLN/USD | PLN, k.o. | 4,15 | 3,98 | 3,87 | 3,81 | 3,81 | 3,80 | 3,79 | 3,78 |
| PLN/CHF | PLN, k.o. | 4,30 | 4,18 | 4,19 | 4,15 | 4,13 | 4,09 | 4,06 | 4,03 |

| założenia zewnętrzne | | 1q20 | 2q20 | 3q20P | 4q20P | 1q21P | 2q21P | 3q21P | 4q21P |
|--|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PKB - USA | % r/r | 0,3 | -9,0 | -2,9 | -3,5 | -0,5 | 10,0 | 3,1 | 3,8 |
| PKB - strefa euro | % r/r | -3,3 | -14,8 | -4,3 | -6,7 | -2,1 | 12,6 | 1,0 | 4,6 |
| PKB - Chiny | % r/r | -6,8 | 3,2 | 4,9 | 6,7 | 9,0 | 6,0 | 5,5 | 5,5 |
| Stopa funduszy federalnych Fed* | %, k.o. | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| LIBOR USD 3M | %, k.o. | - | - | - | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| Obligacje USA 10L | %, k.o. | 0,67 | 0,66 | 0,68 | 0,85 | 0,85 | 0,90 | 0,95 | 1,00 |
| Stopa repo EBC | %, k.o. | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| EURIBOR 3M | %, k.o. | - | - | - | -0,50 | -0,45 | -0,40 | -0,40 | -0,40 |
| Obligacje GER 10L | %, k.o. | -0,48 | -0,46 | -0,52 | -0,55 | -0,50 | -0,45 | -0,40 | -0,40 |
| LIBOR CHF 3M | %, k.o. | - | - | - | -0,75 | -0,75 | -0,75 | -0,75 | -0,75 |
| USD/EUR | USD, k.o. | 1,10 | 1,12 | 1,17 | 1,17 | 1,16 | 1,16 | 1,16 | 1,15 |
| Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę | USD, śr. | 50,3 | 31,4 | 42,7 | 43,5 | 45,0 | 48,3 | 51,7 | 55,0 |

% r/r - procentowa zmiana wobec poprzedniego roku

śr. - przeciętnie w okresie

k.o. - na koniec okresu

real. - po korekcie o zmiany cen

* górna granica przedziału celu Fed (szerokość przedziału 25 pkt. baz.)

źródła danych historycznych: NBP, GUS, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.