

Analizy makroekonomiczne

# PRZEGLĄD KWARTALNY

16 lutego 2021

---

## Trzeba zaszczepić w sobie cierpliwość

---



---

Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
[bosbank.analizy@bosbank.pl](mailto:bosbank.analizy@bosbank.pl)

**Łukasz Tarnawa**  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
[lukasz.tarnawa@bosbank.pl](mailto:lukasz.tarnawa@bosbank.pl)

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
[aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl](mailto:aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl)

---



## Synteza

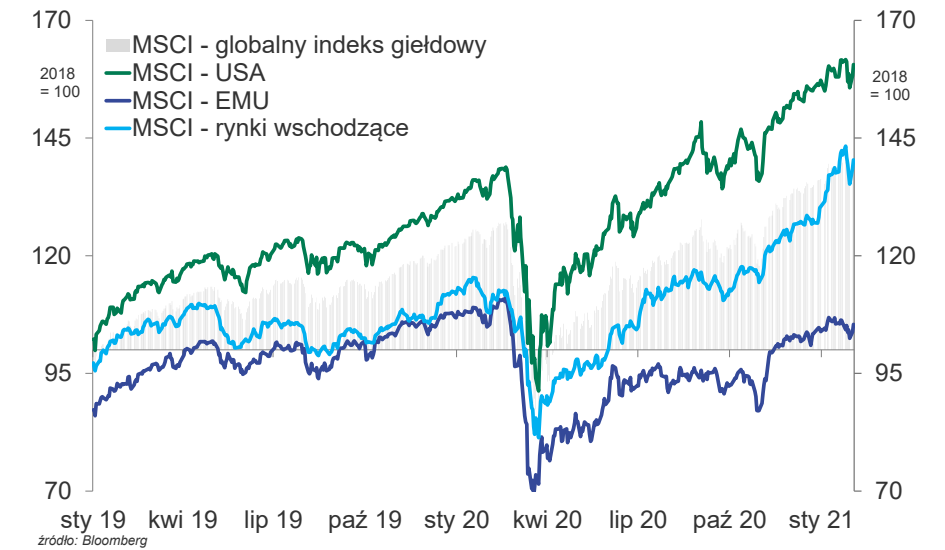
- Przełom 2020 i 2021 r. przyniósł wzrost zmienności na globalnym rynku finansowym. Rozpoczęcie procesu szczepień wspiera oczekiwania na ożywienie aktywności gospodarczej w 2021 r., niemniej kolejne mutacje wirusa oraz powolne tempo szczepień w Europie skutkują wzrostem niepewności co do skali tego ożywienia.
- W rezultacie w nadchodzących kwartałach oczekujemy kontynuacji spadku globalnej premii za ryzyko, niemniej przy ograniczonej skali tej poprawy oraz utrzymujących się pandemicznych wyzwaniach średniokresowych dla gospodarki światowej.
- Biorąc pod uwagę te wyzwania nie oczekujemy silnego i trwałego wzrostu inflacji w gospodarce globalnej, jak również zakładamy utrzymanie luźnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych.
- Na przełomie 2020 i 2021 r. pogłębiło się geograficzne zróżnicowanie perspektyw gospodarczych. Lepsze perspektywy dotyczą USA – przy ograniczonej skali restrykcji gospodarczych, szybkim tempie szczepień oraz dalszym luzowaniu fiskalnym, z kolei słabsze – strefy euro – przy zaostrzeniu restrykcji w I kw., powolnym tempie szczepień oraz opóźnieniach w operacyjnym wdrożeniu Next Generation EU.
- Po spadku polskiego PKB w 2020 r. o 2,8% r/r, w tym roku oczekujemy jego wzrostu o 4,0% r/r, przy wciąż wysokim ryzyku dla prognozy z tytułu sytuacji epidemicznej w kraju i na świecie. Dotychczasowe poluzowanie polityki fiskalnej ma istotne znaczenie dla ograniczenia skali upadłości firm oraz dla utrzymania miejsc pracy, niemniej w dalszym ciągu sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw jest trudna, co w trakcie roku będzie wymuszało optymalizację kosztową oraz ograniczało ożywienie aktywności inwestycyjnej.
- Inaczej niż w wielu regionach, w Polsce w 2020 r. wskaźnik inflacji CPI pozostał wysoki. W efekcie, przy wysokiej bazie odniesienia oraz trudniejszej sytuacji cyklicznej (porównaniu do sytuacji sprzed pandemii) oczekujemy wyraźnego spadku inflacji bazowej obniżającej wskaźnik CPI poniżej 2,5% r/r w trakcie 2021 r.
- Przy utrzymujących się ryzykach dla gospodarki, umiarkowanej inflacji oraz wyraźnie łagodnej retoryce większości członków Rady Polityki Pieniężnej oczekujemy stabilizacji stóp NBP przynajmniej do końca 2021 r.
- Polityka pieniężna NBP (stopy procentowe blisko zera, program skupu obligacji) będą w średnim okresie ograniczały umocnienie krajowej waluty, jednocześnie nie zakładamy aby w najbliższych miesiącach bank centralny był tak aktywny w celu osłabienia złotego, jak to miało miejsce pod koniec 2020 r.



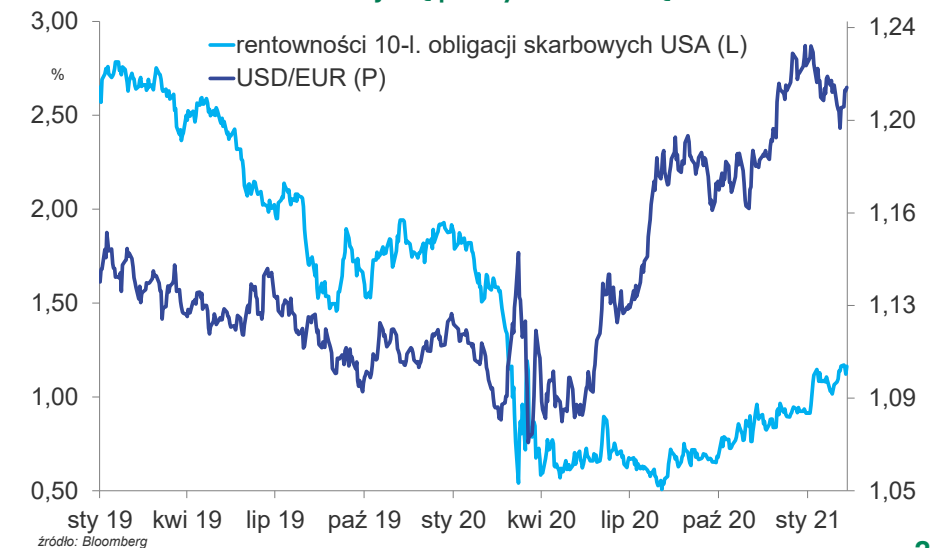
## Przełom roku pod znakiem wzrostu zmienności rynkowej, sytuacja pandemiczna wciąż niepewna

- Po silnym spadku globalnej awersji do ryzyka na przełomie 2020 i 2021 r., początek roku przyniósł wzrost zmienności nastrojów rynkowych, przy rosnącej niepewności dot. perspektyw gospodarczych.
- Z jednej strony pozytywne nastroje rynkowe wzmagają: – lepsze od oczekiwań dane dot. aktywności w większości gospodarek w IV kw. 2020 r.; – oczekiwania poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w 2021 r. w związku z rozpoczęciem w wielu krajach procesu szczepień przeciwko COVID-19; – stabilizowanie się pod koniec stycznia sytuacji epidemicznej w USA i Europie; – wzrost prawdopodobieństwa poluzowania polityki fiskalnej w USA poprawiające prognozy gospodarcze w USA.
- Z drugiej strony szereg informacji i danych ograniczał optymizm, w tym: – pojawienie się nowych mutacji wirusa; – pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA i Europie w grudniu i styczniu i związane z tym wydłużanie, a nawet zaostrzanie restrykcji gospodarczych w wielu państwach, skutkujące obniżeniem prognoz gospodarczych na I kw. 2021 r.; – problemy produkcyjne koncernów farmaceutycznych i ograniczenie dostaw szczepionek spowalniające proces szczepień, – wzrost niepewności dot. długookresowej skuteczności szczepień m.in. w związku z mutacjami wirusa.
- Zwiększenie szansy na kolejny pakiet fiskalny stymulujący gospodarkę USA w warunkach postępującego procesu szczepień poskutkowało wzmocnieniem oczekiwań na ożywienie aktywności gospodarczej oraz inflacji w USA i tym samym trwalszym wzrostem rentowności obligacji skarbowych w USA, co okresowo ciążyło aktywom rynków wschodzących.
- Jednocześnie na ten trend nałożyła się zmienność globalnej awersji do ryzyka. Wyhamowanie silnego optymizmu z końca 2020 r. poskutkowało także ograniczeniem presji na osłabienie dolara.

### Na przełomie 2020 i 2021 r. większa zmienność nastrojów na globalnym rynku finansowym



### Wzrost rentowości amerykańskich obligacji stymulowany oczekiwaniem na luźniejszą politykę fiskalną w USA

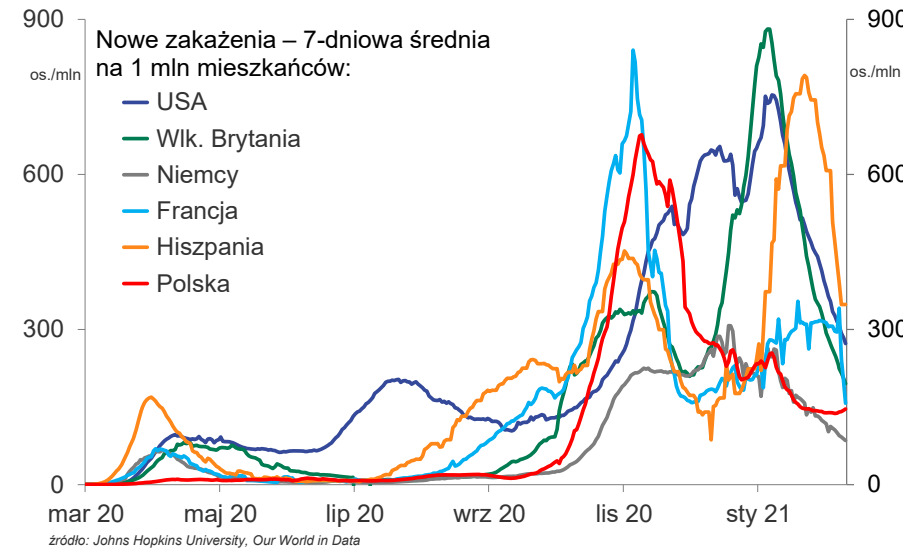




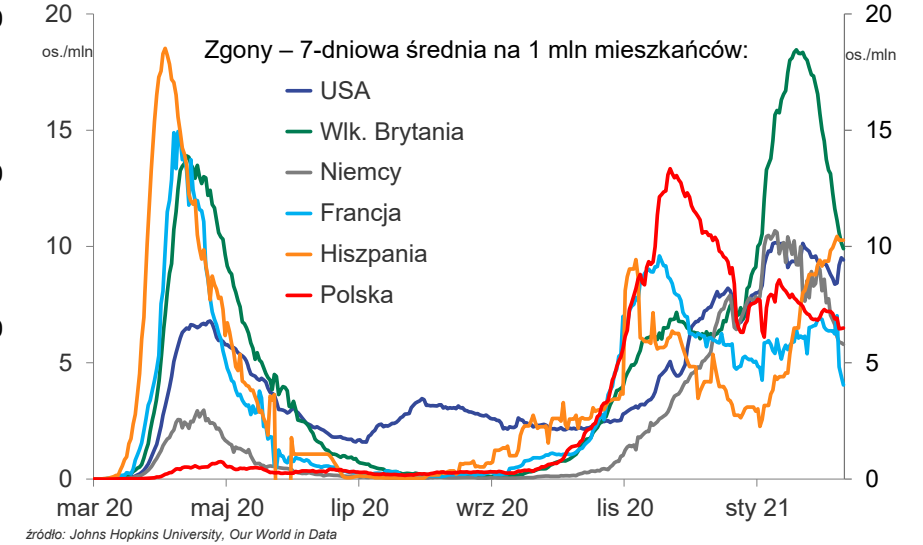
# Utrzymywanie restrykcji stabilizuje sytuację epidemiczną w I kw., w dłuższej perspektywie kluczowa skuteczność programu szczepień...

- Po gwałtownym zaostreniu sytuacji epidemicznej na przełomie roku, w lutym w większości krajów sytuacja stabilizowała się. Wydłużane na początek 2021 r. restrykcje gospodarcze pozwoliły ograniczyć liczbę nowych zachorowań oraz śmiertelności.
- Kluczową kwestią pozostaje tempo procesu szczepień oraz skuteczność szczepionek. Według informacji zewnętrznych ośrodków, dane dla Izraela (największy odsetek zaszczepionych – 45% jedną dawką, a 30% dwiema) wskazują na pierwsze pozytywne efekty w zakresie ograniczenia śmiertelności i hospitalizacji.
- W Europie kontynentalnej, na tle Izraela, USA i Wielkiej Brytanii wyraźnie wolniejszy proces szczepień. Głównym problemem mniejsza dostępność szczepionek.
- Wdrożenie szczepień na szeroką skalę daje szansę dla ożywienia gospodarki w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony wyzwania związane z mutacjami wirusa oraz niepewność dot. długookresowej skuteczności szczepień, skutkują ryzykami dla formułowanych scenariuszy.

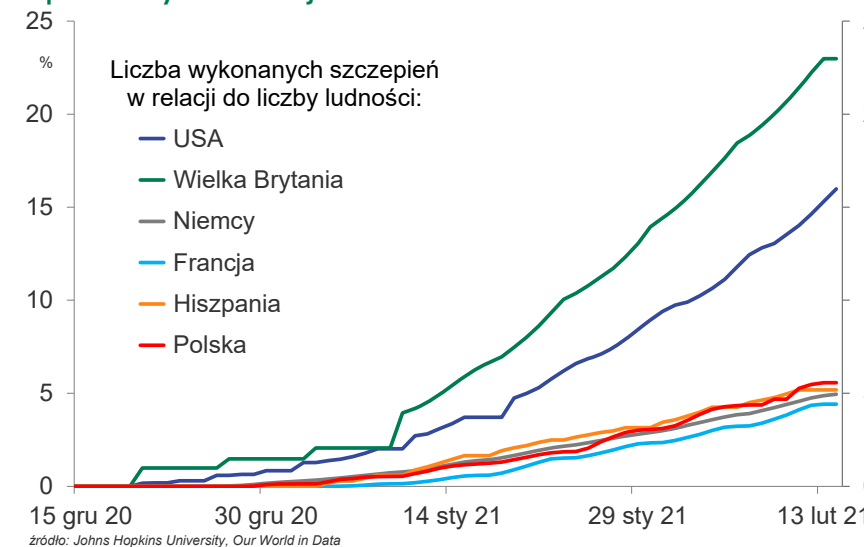
## W większości krajów obostrzenia zahamowały liczbę zachorowań...



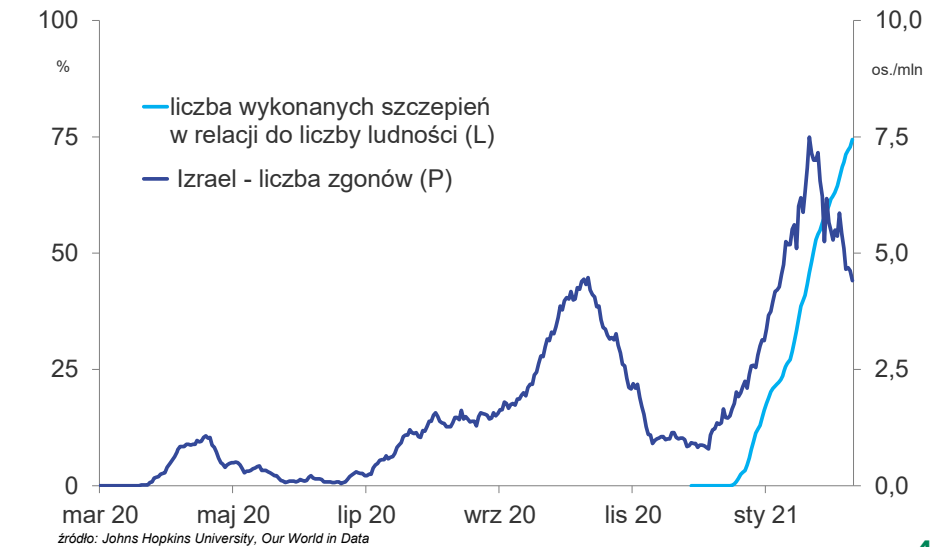
## ...oraz liczbę zgonów



## Szybsze tempo szczepień w USA i Wielkiej Brytanii, słabiej w Europie kontynentalnej...



## ...w Izraelu najwyższy wskaźnik wykonanych szczepień





## ...stąd utrzymująca się niepewność dot. skali ożywienia gospodarczego w 2021 r.

- Przełom 2020 i 2021 przyniósł sporo zmiennych informacji w kontekście krótko- i średnioterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego (mniejsza skala spowolnienia aktywności w IV kw. w okresie drugiej fali epidemii, rozpoczęcie procesu szczepień, ale wydłużanie, a często nawet zaostrzanie restrykcji gospodarczych (głównie w Europie) w I kw. oraz niepewność związana z nowymi mutacjami wirusa i skutecznością szczepień).
- W większości regionów czynnikiem wyraźnie stabilizującym sytuację gospodarczą w II poł. 2020 r. była solidna aktywność przemysłu wraz z ożywieniem globalnej wymiany handlowej. Przy ograniczonej aktywności w usługach, globalny trend przekierowania części wydatków gospodarstw domowych z usług na towary wspierał przemysł.
- W nadchodzących kwartałach oczekujemy utrzymania tego trendu, niemniej jeżeli bieżące ograniczenia będą utrzymywać / powtarzać się, ryzyko dla przemysłu także zacznie rosnąć w związku wyzwaniem dla finansów publicznych z tytułu *lockdownów*.
- Z początkiem 2021 r. utrzymała się obniżona lub jeszcze osłabła mobilność ludności, co poskutkowało korektami w dół prognoz gospodarczych dla większości gospodarek na I kw. 2021 r. i tym samym w całym 2021 r.
- Na prognozy całoroczne silniej wpłynąć będzie natomiast proces nabierania odporności populacyjnej i oczekiwane otwieranie gospodarek. Rozpoczęcie programu szczepień w wielu państwach poskutkowało wyraźną poprawą nastrojów w kontekście prognoz średnioterminowych i jest także głównym powodem utrzymania prognoz wyraźnego ożywienia aktywności gospodarczej na świecie w 2021 r.
- Jednak informacje epidemiczne z początku br. (nowe mutacje wirusa) oraz w wielu regionach wolniejsze od oczekiwań tempo szczepień poskutkowało wzrostem niepewności co do tempa tego ożywienia w trakcie roku. Pandemia wg badań wciąż jest źródłem podwyższonego ryzyka dla gospodarki globalnej, stąd rok po wybuchu pandemii utrzymuje się podwyższone ryzyko dla formułowanych prognoz makroekonomicznych.

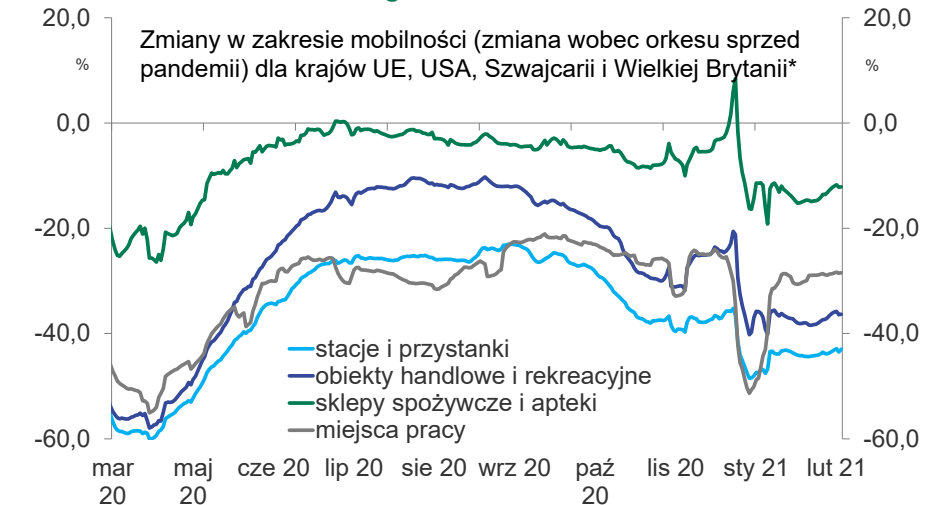
2021-02-16

Klauzula poufności: BOS jawne

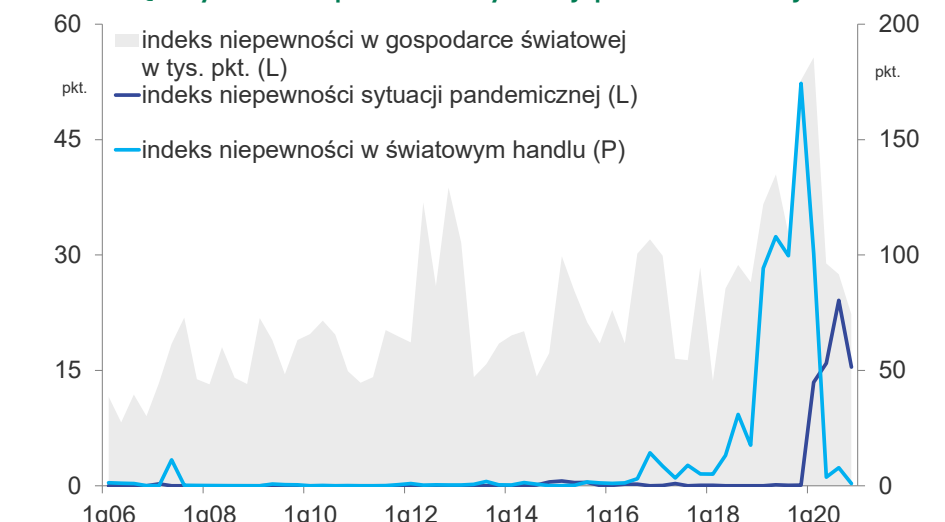
BOS  
BANK

30 lat

### Z początkiem 2021 r. dalsze obniżenie mobilności ludności w większości regionów



### W IV kw. dalszy spadek niepewności w globalnym handlu, ale wciąż wysoka niepewność sytuacji pandemicznej

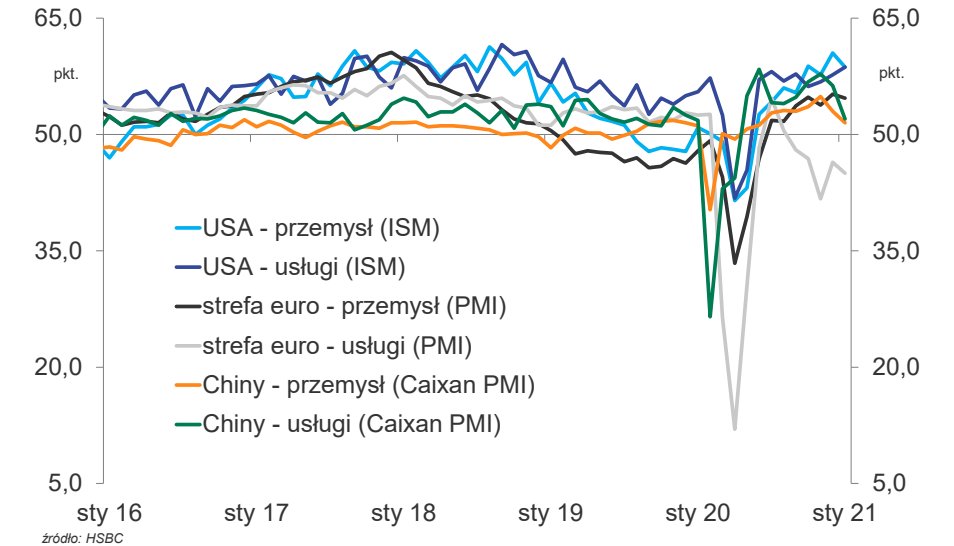




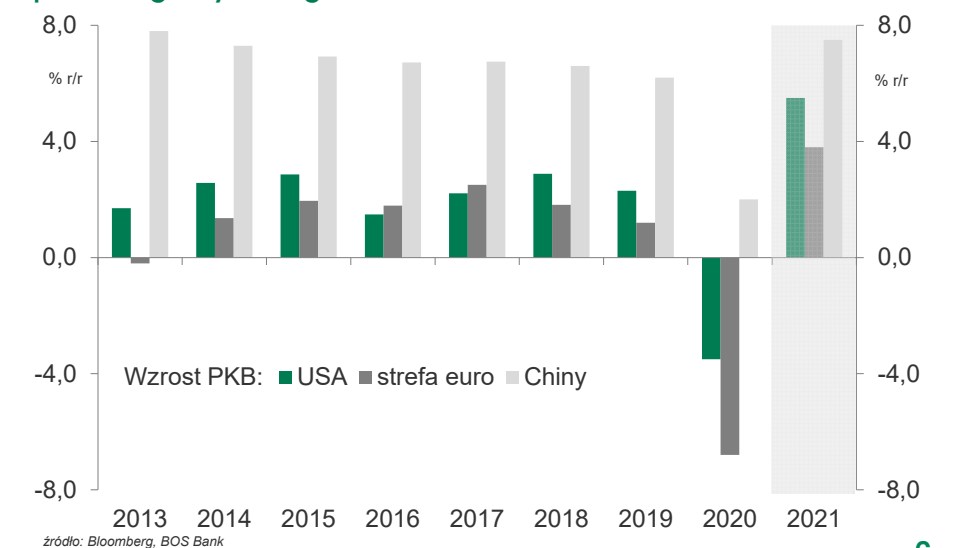
## W 2021 r. wciąż wyraźne zróżnicowanie geograficzne sytuacji gospodarczej

- Wzrost zróżnicowania wpływu kolejnej fali pandemii na sektory gospodarki (stabilna sytuacja w przemyśle, nadal słaba w części usług), zróżnicowana skala restrykcji gospodarczych, różne tempo szczepień w poszczególnych państwach oraz zróżnicowana skala rozluźniania polityki fiskalnej wpływają na zróżnicowanie prognoz gospodarczych na 2021 r. dla poszczególnych regionów świata.
- Choć kolejna fala pandemii zdecydowanie nie pozostała bez wpływu na gospodarkę USA, to ograniczona skala wdrażanych restrykcji społecznych i gospodarczych w IV kw. 2020 oraz w I kw. 2021 r. przełożyła się na niewielką skalę pogorszenia wskaźników koniunktury gospodarczej na przełomie roku. Ponadto zapowiedź silnego impulsu fiskalnego w USA, jak również solidne tempo szczepień w USA, wyraźnie poprawiają perspektywy gospodarki amerykańskiej w perspektywie 2021 r.
- Po tym jak w II poł. 2020 r. najkorzystniej prezentowały się wskaźniki gospodarcze z Chin, styczniowy okresowy wzrost liczby zachorowań, okresowe zamknięcie kilku miast i prowincji oraz ograniczenia przemieszczania się przed okresem świątecznym chińskiego nowego roku poskutkowało silniejszym dostosowaniem danych także z chińskiej gospodarki z początkiem 2021 r.
- Choć w 2021 r. zakładamy ożywienie aktywności w strefie euro, to nie zniweluje ono jeszcze skali spadku notowanego w 2020 r. W Europie obowiązują bardziej restrykcyjne obostrzenia, tempo szczepień przebiega zdecydowanie wolniej, a pozytywny dla gospodarek efekt uruchomienia programu Next Generation EU w większym stopniu będzie wspierał aktywność gospodarczą dopiero na przełomie 2021 i 2022 r.

Na przełomie roku pogorszenie wskaźników koniunktury globalnej, przy wyższym zróżnicowaniu geograficznym



W 2021 r. zróżnicowana skala ożywienia aktywności w poszczególnych regionach

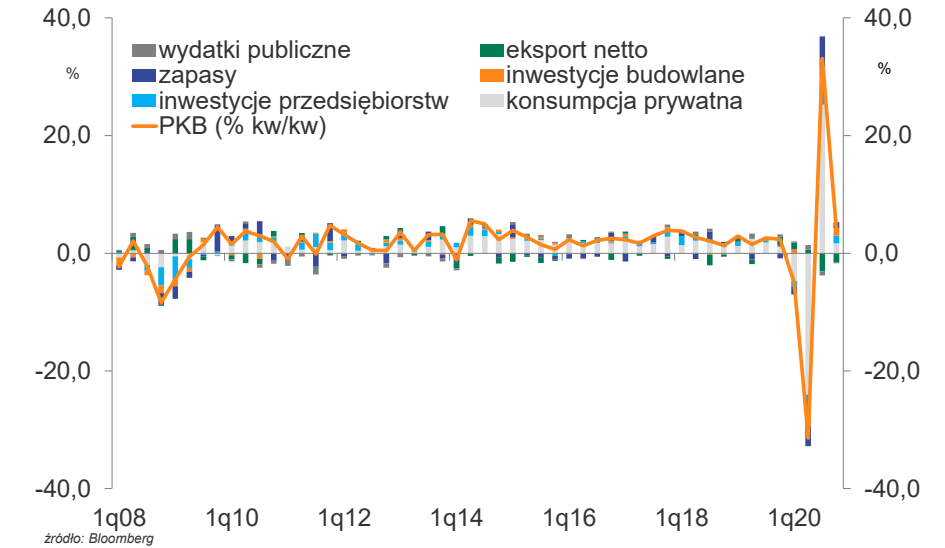




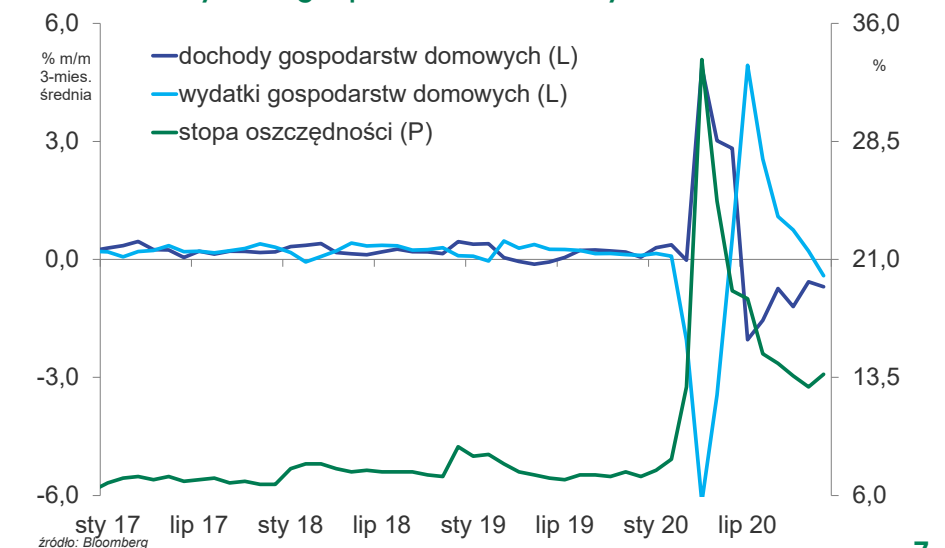
# Postępujący proces szczepień i nowy pakiet fiskalny przestankami do korekty w górę prognoz PKB w USA...

- Wzrost PKB w IV kw. zaskoczył pozytywnie, w szczególności w zakresie inwestycji przedsiębiorstw, ponadto ograniczona skala restrykcji gospodarczych sprzyjała utrzymaniu wskaźników koniunktury gospodarczej w USA na solidnych poziomach.
- Jednocześnie jednak jesienna fala pandemii i wygasanie wprowadzonych wiosną 2020 r. transferów publicznych dla gospodarstw domowych poskutkowało pogorszeniem sytuacji na rynku pracy oraz osłabieniem konsumpcji prywatnej pod koniec 2020 r.
- Opublikowane ostatnio dane wskazują na utrzymujące się średniookresowe wyzwania dla gospodarki z tytułu pandemii, niemniej napływające w ostatnich tygodniach informacje o planowanym nowym pakiecie fiskalnym w USA poskutkowało korektą w górę prognozy wzrostu gospodarczego na 2021 r. do ok. +5,5% r/r (po spadku o 3,5% r/r w 2020 r.).
- Uzyskanie przez Partię Demokratyczną połowy miejsc Senatem z początkiem stycznia istotnie zwiększyło prawdopodobieństwo wdrożenia nowego programu pomocowego prezydenta J. Bidena, o znacznie wyższej wartości (1,9 bln USD) wobec projektu uchwalonego w grudniu 2020 r. (niespełna 1,0 bln USD). Pakiet przewiduje m. in. wypłatę po 1,4 tys. USD na osobę oraz do 3,6 tys. USD rocznie na dziecko. Poza bezpośrednim wsparciem finansowym dla gospodarstw domowych pakiet przewiduje zwiększenie środków przeznaczonych dla szkół, stowarzyszeń oraz władz lokalnych mających na celu walkę ze skutkami pandemii.
- Według planów administracji prezydenckiej środki w ramach nowego pakietu zostaną wypłacane pod koniec I kw., co dodatkowo wzmocni pozytywny efekt uruchomienia grudniowego pakietu pomocowego.
- Przy poprawie perspektyw konsumpcji prywatnej, wzroście cen ropy naftowej (ważnego czynnika dla sektora wydobywczego) oraz utrzymaniu niskiego kosztu kredytu można oczekiwać stabilizacji inwestycji przedsiębiorstw oraz mieszkaniowych.

## W IV kw. solidne – jak na kolejną falę pandemii – tempo wzrostu gospodarczego...



## ...choć ograniczenie pod koniec roku pomocy publicznej osłabiło wydatki gospodarstw domowych

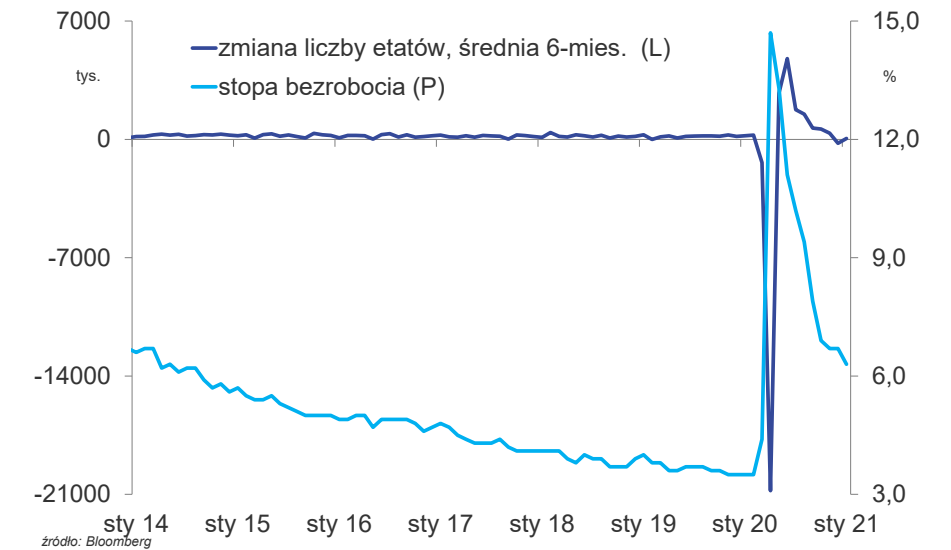




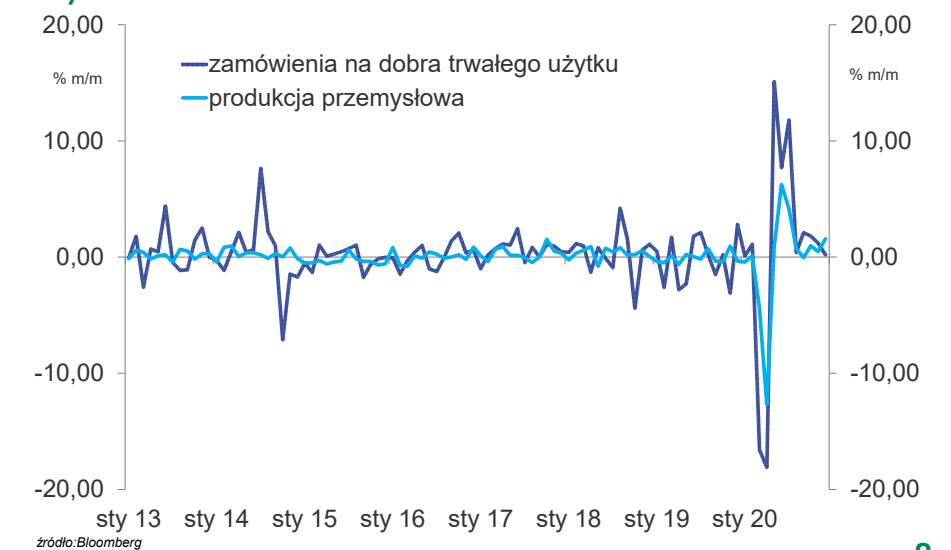
## ...choć trwałe skutki pandemii nie pozostaną bez wpływu na średnioterminowe prognozy gospodarcze

- Wznowienie wypłat transferów dla gospodarstw domowych będzie w krótkim okresie wspierać wydatki konsumpcyjne, ponadto postępujący proces szczepień w USA obniża także ryzyka średnioterminowe dla gospodarki w kontekście zagrożenia epidemicznego.
- Jednocześnie utrzymujące się wyzwania globalne związane z pandemią, w tym niższa skala ożywienia aktywności w Europie będą ciężać aktywności gospodarczej w średnim okresie. Ponadto jak wskazują wyniki analiz zewnętrznych ośrodków, bieżące luzowanie fiskalne (głównie o charakterze transferów), przy wciąż dalekiej od stabilnej sytuacji epidemicznej, będzie miało niższy pozytywny efekt mnożnikowy dla aktywności, wobec standardowych działań np. redukcji podatków czy wzrostu wydatków infrastrukturalnych.
- Nawet bowiem przy oczekiwanym solidnym ożywieniu PKB w 2021 r., w ujęciu uśrednionym (I. 2020–2021) wzrost PKB będzie relatywnie niski, co może hamować tempo wzrostu zatrudnienia i tym samym skalę ożywienia aktywności w dłuższej perspektywie.
- W 2021 r. oczekiwany jest dalszy spadek bezrobocia, niemniej mało prawdopodobny jest spadek stopy bezrobocia do poziomu sprzed pandemii, który wg zewnętrznych ośrodków analitycznych najwcześniej będzie możliwy w 2022 r. (przy założeniu stabilnej sytuacji epidemicznej oraz braku innych szoków gospodarczych w przyszłości).
- Styczniowe dane z rynku pracy wskazały na ograniczenie wzrostu zatrudnienia w przemyśle, który od połowy 2020 r. notował bardzo dobre wyniki. Choć sytuacja w globalnym przemyśle cały czas będzie wspierała aktywność gospodarczą, to bez szerszego ożywienia w pozostałych sektorach gospodarki, nie będzie w stanie silnie rosnąć w dłuższej perspektywie, szczególnie przy wygasającym efekcie niskich baz odniesienia.

### Na przełomie 2020 / 2021 wyhamowanie tempa poprawy sytuacji na rynku pracy



### Aktywność przemysłu pozostaje silna, choć dynamika ożywienia osłabła



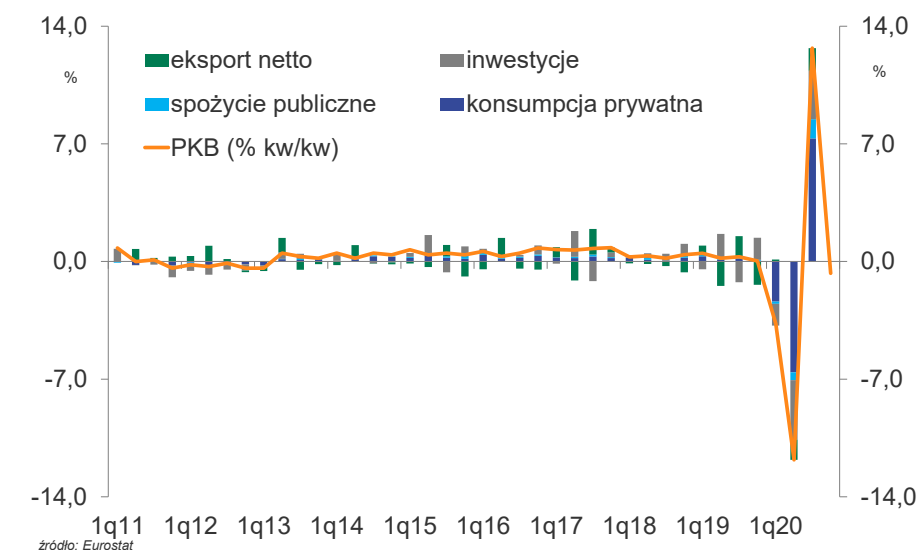




## Dłuższy okres restrykcji gospodarczych oraz powolne tempo szczepień w strefie euro ogranicza skalę ożywienia aktywności w 2021 r...

- Jesienno-zimowy lockdown okazał się znacznie mniej negatywny dla wzrostu gospodarczego strefy euro w IV kw., w porównaniu z sytuacją z wiosny ub.r. W IV kw. PKB spadł o 0,7% kw/kw, co było niespodzianką *in plus*. W wielu gospodarkach regionu pozytywnie zaskoczyły inwestycje firm, solidnie rósł także eksport wpisując się w globalny trend ożywienia przemysłu.
- Pomimo tych optymistycznych sygnałów, prognozy wzrostu PKB w strefie euro w 2021 r. uległy lekkiemu obniżeniu, na co wpłynęło wydłużenie w większości państw strefy euro praktycznie na cały I kw. dotychczasowych restrykcji gospodarczych, a w wielu z nich, nawet ich zaostrzenie wobec sytuacji z grudnia (m.in. w Niemczech czy Francji).
- W rezultacie z początkiem roku oczekujemy ponownego osłabienia konsumpcji prywatnej oraz pogłębienia spadku aktywności w usługach.
- Poza wyzwaniem krótkoterminowymi związanymi z sytuacją epidemiczną, zdecydowanie wolniejsze tempo szczepień w Europie w porównaniu na przykład z USA przekłada się także na ryzyko wolniejszego odbicia aktywności w II kw. i przesunięcia szerszego otwarcia gospodarki (i tym samym silniejszego ożywienia) na II poł. roku.
- Zakładamy, że w 2021 r. PKB w strefie euro wzrośnie o 3,8% r/r, po spadku o 6,8% r/r w całym 2020 r.

### W IV kw. mniejsza wobec obaw skala spadku PKB



### W I kw. 2021 r. dalsze obniżenie mobilności ludności w warunkach zaostrzenia restrykcji



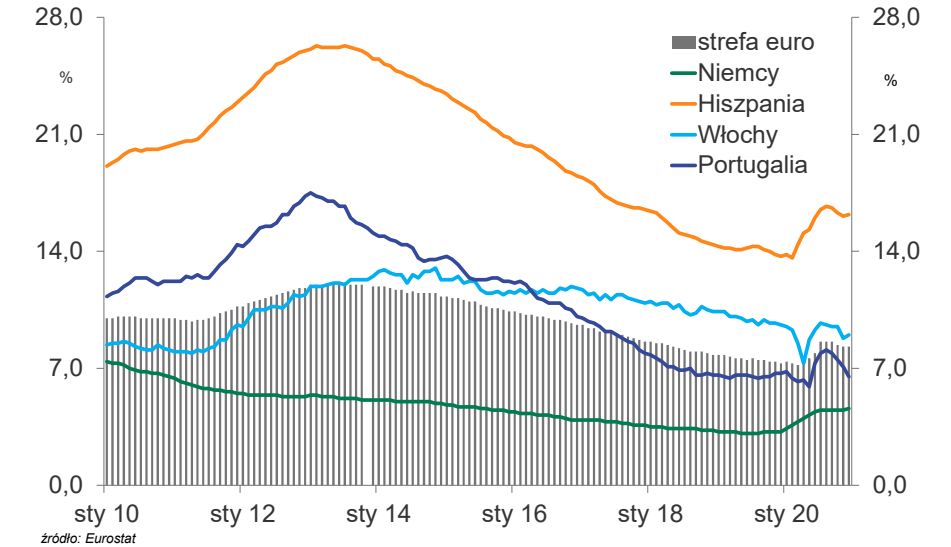
\*zmiana wobec styczeń - luty 2020, średnia ważona wartością PKB; 7-dniowa średnia krocząca  
źródło: Google Mobility Report, BOS Bank



## ...przy utrzymujących się wyzwaniach średniokresowych, w szczególności w tzw. gospodarkach peryferyjnych

- Nadal wyzwaniem długookresowym dla strefy euro pozostaje wysoki poziom bezrobocia (w wielu krajach utrzymujący się przed pandemią). Choć programy fiskalne ograniczyły istotnie skalę wzrostu bezrobocia jako bezpośredniego następstwa szoku ekonomicznego wynikającego z pandemii, to w dłuższym horyzoncie postępująca likwidacja miejsc pracy w części sektorów będzie hamowała ożywienie na rynku pracy.
- W średnim okresie pozytywnie na aktywność gospodarczą w strefie euro będzie wpływać rozpoczęcie wydatkowania środków w ramach Next Generation EU, któremu nie będzie towarzyszyć istotny wzrost ryzyka sytuacji fiskalnej najsłabszych krajów (uwspólnotowanie części długu). Ten efekt będzie jednak silniej wpływać na aktywność dopiero pod koniec 2021 r., w największym stopniu wspierając ożywienie w 2022 r.
- Biorąc pod uwagę solidne ożywienie aktywności w globalnym przemyśle w II poł. ub.r., w nadchodzących kwartałach jeszcze utrzymać się będzie dużo korzystniejsza sytuacja gospodarcza w Niemczech w porównaniu do pozostałych krajów strefy euro, w szczególności tzw. gospodarek peryferyjnych. W I poł. tego roku, przy korzystnych perspektywach wzrostu w USA i Chinach, popyt zagraniczny pozostanie ważnym motorem wzrostu gospodarczego w Europie. Ponadto, większa skala pomocy publicznej w Niemczech będzie wspierała sektor przedsiębiorstw czy też niemiecki rynek pracy.
- Jednocześnie trudno oczekiwać, aby w trend tak dynamicznego ożywienia w przemyśle utrzymał w dłuższej perspektywie – na co także wskazuje lekkie wyhamowanie wzrostu aktywności w przemyśle pod koniec roku. Oczekiwane otwieranie gospodarek skutkuje ponownym przekierowaniem wydatków gospodarstw domowych do sektora usług, z kolei nawet jeżeli ten proces będzie opóźniał się, w coraz większym stopniu także sektorowi przemysłu będą cięższe skutki gospodarcze kolejnych lockdownów.

W średnim okresie rynek pracy wyzwaniem dla sytuacji gospodarczej w wielu krajach strefy euro



Dobra kondycja w przemyśle wsparciem gospodarki niemieckiej





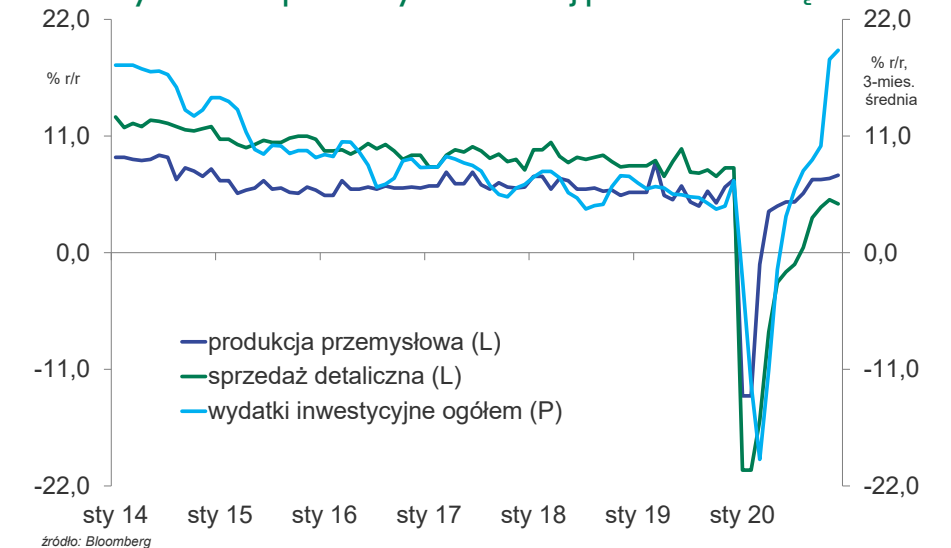
# Oczekiwane solidne ożywienie aktywności w Chinach w 2021 r., choć także z coraz większymi wyzwaniami

- Choć styczniowe pogorszenie sytuacji epidemicznej w Chinach okazało się okresowe i ograniczone co do skali, to jednak ponowne zamknięcie części miast i prowincji oraz wzrost restrykcji w okresie nowego roku chińskiego poskutkowało solidnym pogorszeniem wskaźników koniunktury gospodarczej w Chinach z początkiem 2021 r., po tym jak nieprzerwanie od II kw. 2020 r. obserwowano ich solidną poprawę.
- Biorąc pod uwagę relatywnie szybkie ustabilizowanie się sytuacji epidemicznej zakładamy, że po okresowym osłabieniu aktywności nastąpi relatywnie szybkie jej ożywienie. Ponadto już od I kw. 2021 r. roczne wskaźniki wzrostu gospodarczego bardzo silnie będą wspierane niskimi bazami odniesienia. Szacujemy, że w całym roku dynamika wzrostu PKB wzrośnie do +7,8% r/r wobec +2,0% r/r w 2020 r.
- Choć styczniowe pogorszenie wskaźników koniunktury w większym stopniu dotyczyło usług (silniej bezpośrednio dotkniętych skutkami pogorszenia sytuacji epidemicznej), to także w przemyśle nastąpiło lekkie wychłodzenie koniunktury. Ponadto zaobserwowane już w grudniu wyhamowanie dynamiki sprzedaży detalicznej może zwiastować spowolnienie ożywienia popytu konsumpcyjnego.
- Biorąc pod uwagę utrzymujący się w kolejnych miesiącach podwyższony globalny popyt (w tym na towary silniej związane z pandemią tj. artykuły medyczne oraz elektronikę) nie oczekujemy w nadchodzących kwartałach spowolnienia aktywności w chińskim przemyśle. Z drugiej strony trwalsze skutki pandemii dla gospodarki globalnej (ubytek potencjału gospodarczego oraz dochodów), czy ponowny wzrost też w trakcie 2021 r. popytu gospodarstw domowych na usługi, będą ograniczać skalę dalszego przyspieszenia aktywności w przemyśle i globalnym handlu, stąd nie zakładamy dalszego wzmocnienia dynamiki produkcji przemysłu (poza wpływem niższych baz odniesienia).
- Przy aktualnych wyzwaniach dla aktywności gospodarczej oczekujemy utrzymania luźnej polityki monetarnej oraz fiskalnej (gł. w zakresie wydatków inwestycyjnych) w 2021 r.

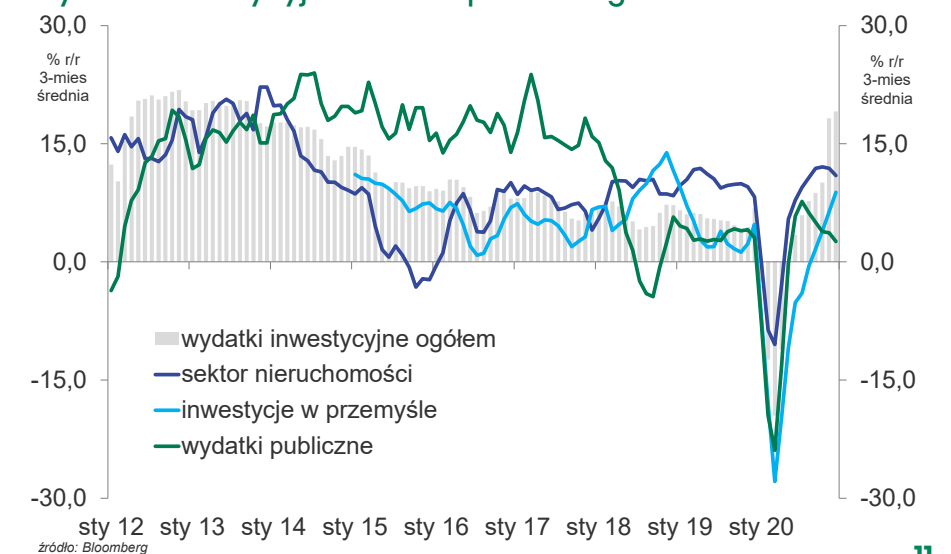
2021-02-16

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Pod koniec 2020 r. dobre dane z gospodarki chińskiej, choć dynamika sprzedaży detalicznej przestała rosnąć



Potencjał dla dalszego wsparcia gospodarki przez wyższe wydatki inwestycyjne sektora publicznego





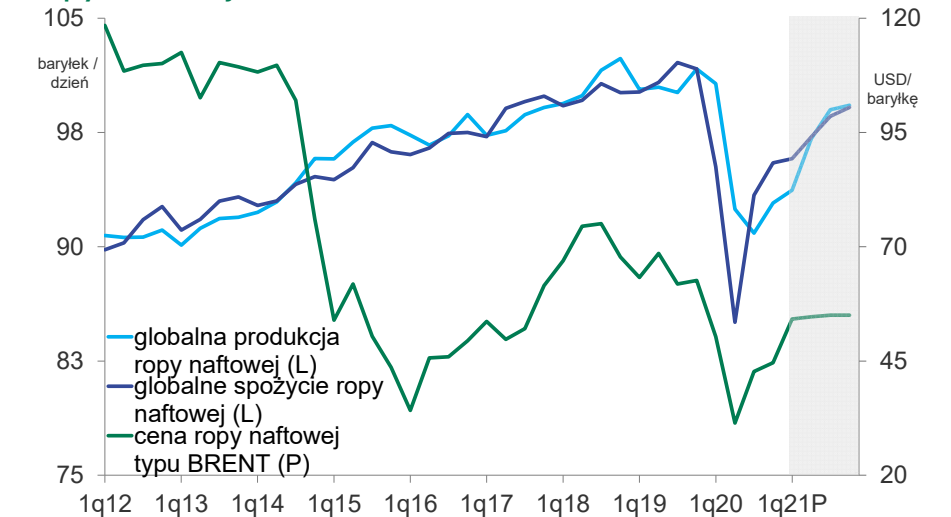
## W 2021 r. w wielu regionach okresowy wzrost inflacji z bardzo niskich poziomów

- W 2021 r. oczekujemy wzrostu inflacji w większości regionów, głównie ze względu na bardzo niską statystyczną bazę odniesienia (silny spadek inflacji w 2020 r.).
- W 2021 r. silnie wzrośnie kontrybucja cen energii we wzrost inflacji, na co wpłynie odnotowana z początku 2021 r. korekta wzrostowa cen ropy naftowej.
- Wzrost cen surowca jest reakcją na odradzający się popyt, jednocześnie według ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych w kolejnych miesiącach silnie wzrośnie także podaż surowca, co powinno ograniczyć dalszy wzrost cen ropy. Choć nie można wykluczyć okresowych silniejszych wzrostów cen (w zależności od nastrojów rynkowych dot. ożywienia aktywności), to nie zakładamy w br. trwałego wzrostu cen ropy istotnie powyżej 60 USD/baryłkę, co będzie ograniczało dalszy wzrost cen energii w II poł. br.
- W wielu regionach (zarówno w USA jak i w strefie euro) oczekiwany jest także wzrost inflacji bazowej, po jej silnym dostosowaniu w 2020 r. w okresie szoku gospodarczego. Niskie bazy odniesienia oraz oczekiwane ożywienie popytu, jak również sygnalizowane w wielu wskaźnikach koniunktury rosnące koszty, wpłyną na wzrost inflacji.
- W rezultacie w 2021 r., w USA prawdopodobny jest okresowy wzrost inflacji powyżej poziomu 2,0% r/r (celu Fed), natomiast wciąż daleko od celu EBC będzie utrzymywać się wskaźnik inflacji HICP dla strefy euro.
- Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę nasze ostrożne założenia dot. tempa ożywienia aktywności, w tym tempa odradzania się popytu konsumpcyjnego – w szczególności w strefie euro – nie uważamy, aby silniejszy wzrost inflacji okazał się trwałym zjawiskiem, przy wciąż sytuacji na rynku pracy wyraźnie słabszej, wobec okresu pandemii.
- Nieco więcej niepewności można przypisać prognozom inflacji w USA w związku z pojawiającymi się propozycjami zmian legislacyjnych (wprowadzenie płacy minimalnej) oraz znaczącej skali luzowania polityki fiskalnej. Niemniej na obecnym etapie jest jeszcze zbyt mało informacji, aby oceniać ryzyka inflacyjne z tego tytułu.

2021-02-18

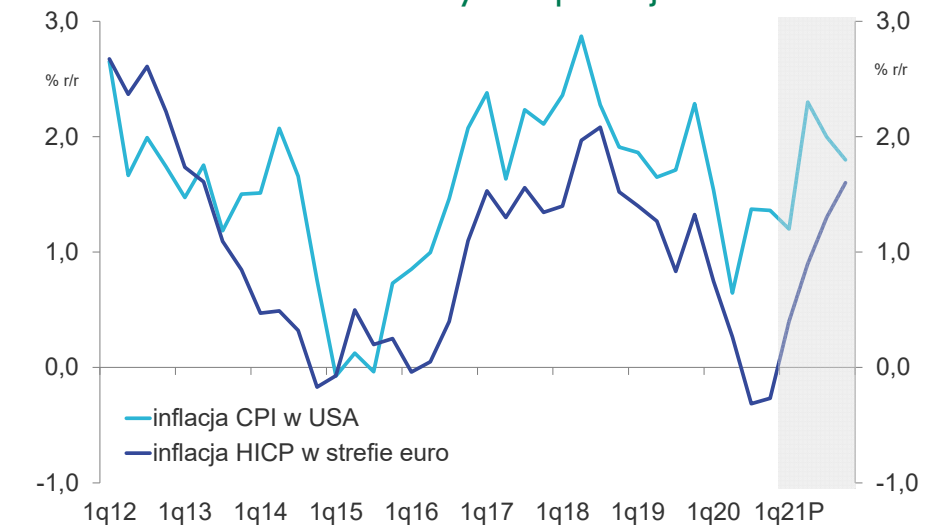
Klauzula poufności: BOŚ jawne

### W II poł. 2021 r. oczekiwane ograniczenie wzrostów cen ropy naftowej



źródło: US Energy Information Administration, BOŚ Bank

### W USA inflacja CPI jedynie okresowo powyżej celu Fed, w strefie euro wskaźnik HICP cały czas poniżej celu EBC



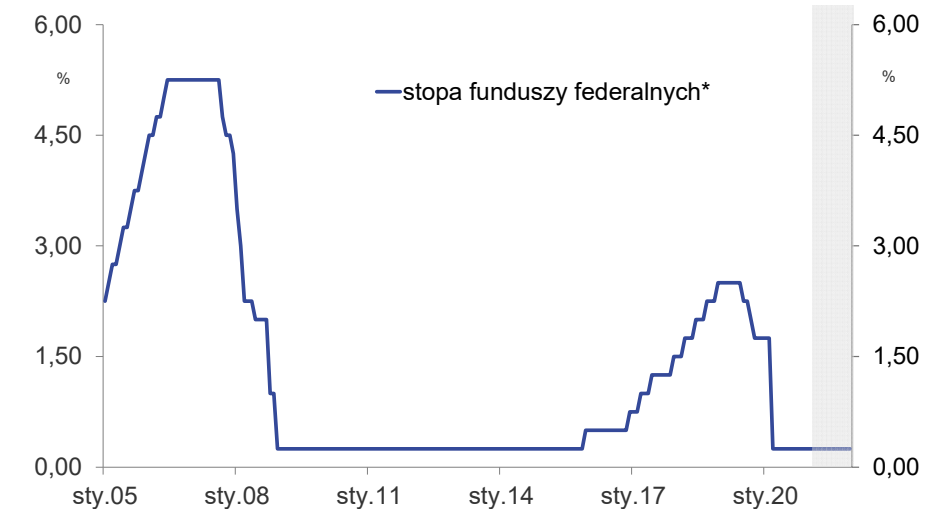
źródło: Bloomberg, BOŚ Bank



## Ograniczenie prawdopodobieństwa dalszego poluzowania polityki pieniężnej Fed, perspektywa jej zacieśnienia wciąż odległa...

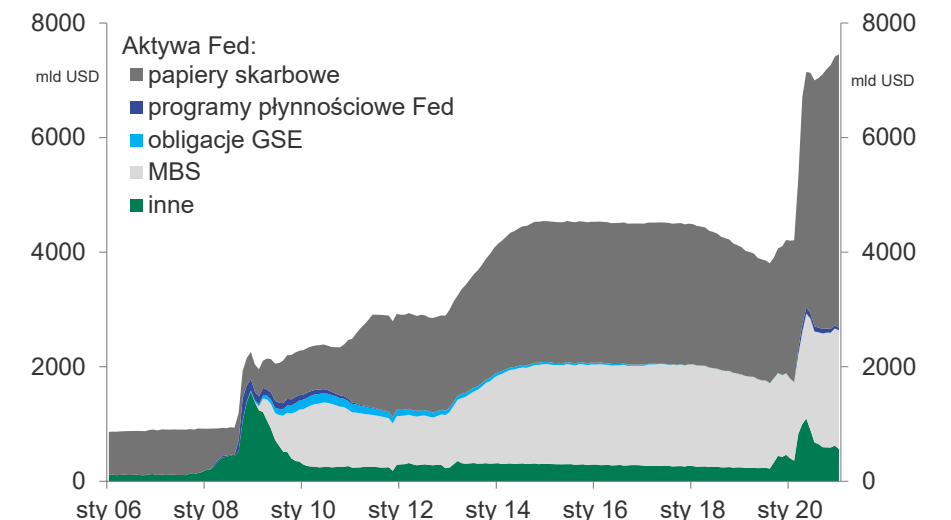
- Na posiedzeniu w grudniu i styczniu komitet FOMC utrzymał stabilne stopy procentowe (0,0% - 0,25% dla stopy funduszy federalnych), skalę skupu aktywów oraz zapisy dot. *forward guidance* w odniesieniu do stóp procentowych i programu skupu aktywów (QE). W grudniu zdecydowana większość członków FOMC oczekiwała w czwartkowej prognozie utrzymania bieżącego poziomu stóp do końca 2023 r.
- Poprawa prognoz gospodarczych, w tym związanych z luzowaniem polityki fiskalnej, wyraźnie ogranicza ryzyko dalszego poluzowania polityki pieniężnej, zakładając stopniowe ograniczanie wpływu pandemii na gospodarkę.
- Jednocześnie nie oczekujemy w nadchodzących miesiącach zacieśnienia polityki pieniężnej (np. poprzez ograniczenie programu skupu aktywów) pomimo zakładanej poprawy sytuacji gospodarczej i wzrostu inflacji. Zgodnie ze zmianą zapisów *forward guidance* z sierpnia 2020 r. spełnienie celu inflacyjnego Fed zakłada możliwość okresowego przekroczenia przez inflację celu Fed, stąd FOMC będzie ostrożniej reagował na wzrost inflacji nawet powyżej 2,0% r/r. Z tego względu nie sądzimy, aby FOMC istotnie zmienił swoją retorykę w połowie roku w reakcji na oczekiwany wzrost inflacji, który w dużym stopniu będzie skutkiem bardzo niskich baz odniesienia.
- W takim tonie wypowiedział się prezes Fed J. Powell po styczniowym posiedzeniu komitetu wskazując na wciąż przeważające – w ocenie członków komitetu – ryzyko deflacji, wobec zagrożenia wzrostem inflacji.
- Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach FOMC utrzyma postawę *wait-and-see* i najwcześniej w III kw. wskaże na możliwość zakończenia programu skupu aktywów, co może nastąpić na przełomie 2021 i 2022 r., przy utrzymujących się w tym okresie stabilnych stopach procentowych.

### W 2021 r. stabilne stopy procentowe Fed...



\*od grudnia 2008 górna granica przedziału dla stopy funduszy federalnych  
źródło: Federal Reserve, BOS Bank

### ...ograniczenie skali programu skupu aktywów najwcześniej pod koniec roku



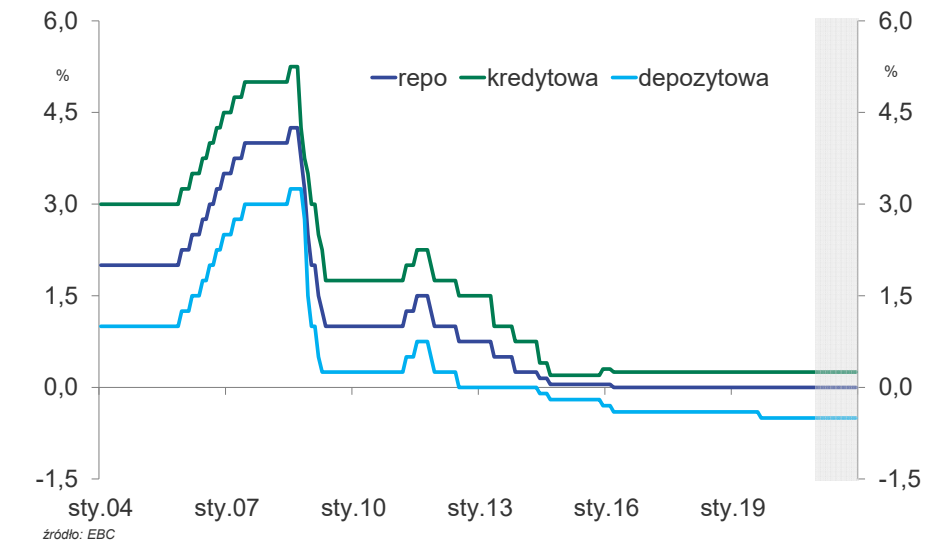
źródło: Federalreserve



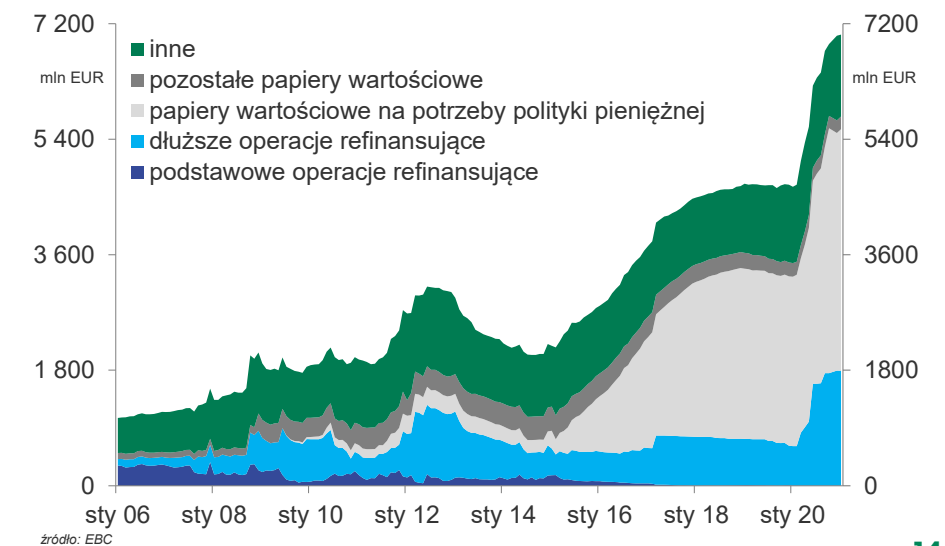
## ...tym bardziej w strefie euro

- Na posiedzeniu w grudniu Rada EBC utrzymała stabilne stopy procentowe (0,0% stopa repo i -0,5% stopa depozytowa). Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Rada zwiększyła wartość programu PEPP o 500 mld EUR do 1,85 bln EUR oraz wydłużyła horyzont trwania programu, co najmniej do końca marca 2022 r.
- Zakładając stopniowe wygasanie ryzyka dla gospodarki związanego z pandemią, oczekujemy stabilnych parametrów polityki pieniężnej EBC w całym 2021 r.
- Oczekiwany wzrost bieżącej inflacji oraz ograniczenie ryzyka dla wzrostu gospodarczego, wyhamowanie aprecjacji euro (notowane z początkiem roku) oraz oczekiwane przez nas dalsze wzmocnienie dolara i osłabienie euro w 2021 r. będą ograniczać presję na rozluźnianie nie polityki pieniężnej EBC z tytułu średnioterminowych prognoz inflacyjnych.
- Jednocześnie zgodnie z wypowiedziami prezes EBC Ch. Lagarde oczekiwany wzrost inflacji HICP w br. nie będzie miał wpływu na decyzje Rady (ze względu na oczekiwany okresowy charakter tego wzrostu - bardzo niską bazą odniesienia).
- Przy powyższych założeniach oczekujemy, że EBC utrzyma przez cały 2021 r. postawę *wait-and-see* przy szansach na wygasanie niepewności krótkookresowej, ale wciąż wysokiej niepewności średniookresowej co do rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro.

### Dalsze obniżenie prawdopodobieństwa redukcji stóp procentowych EBC...



### ...zwiększenie skali programu skupu aktywów przynajmniej do marca 2022 r.

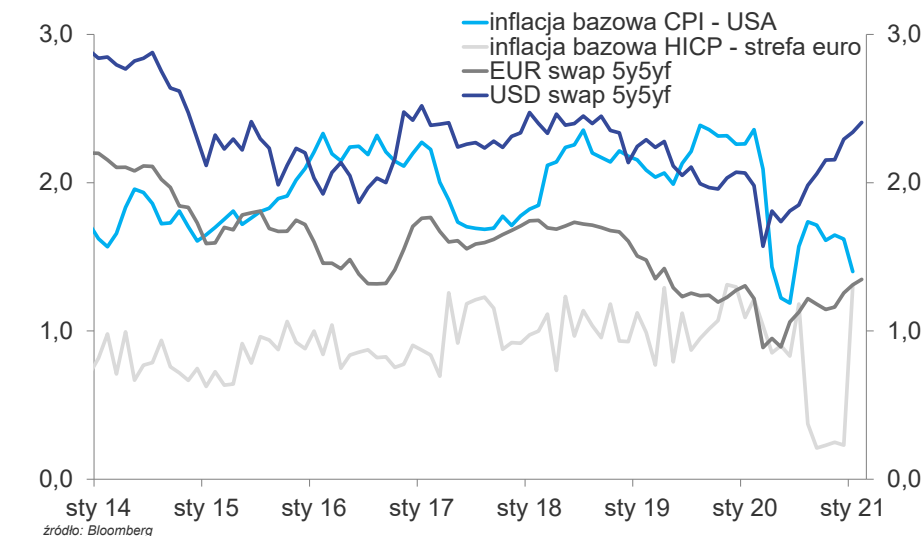




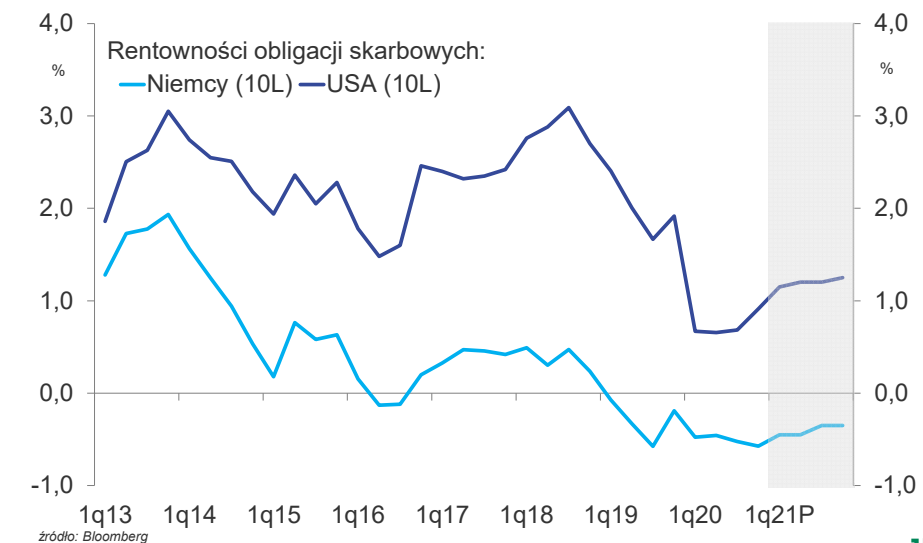
## Ograniczony potencjał dla wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych pomimo oczekiwanej poprawy sytuacji gospodarczej

- Pomimo poprawy perspektyw gospodarczych na świecie w 2021 r., wzrostu inflacji z bardzo niskich poziomów z 2020 r. oraz oczekiwanego spadku globalnej awersji do ryzyka, oczekujemy niewielkiej skali wzrostu rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.
- Zakładając wdrożenie w trakcie I kw. kolejnego pakietu fiskalnego w USA przyspieszającego domknięcie luki popytowej skorygowaliśmy lekko w górę prognozy rentowności obligacji skarbowych w USA, niemniej przy zakładanym przez nas braku zmian w polityce pieniężnej Fed oraz biorąc pod uwagę nasze ostrożne założenia co do średnioterminowych perspektyw ożywienia gospodarki nie oczekujemy utrzymania dotychczasowego trendu silnego wzrostu rentowności długoterminowych w USA.
- O ile w I poł. br. presja wzrostowa rentowności może w większym stopniu dotyczyć rynku amerykańskiego, to jeżeli w II poł. roku sytuacja w strefie euro zacznie poprawiać się szybciej, można oczekiwać lekkiego wzrostu rentowności także w przypadku papierów niemieckich.
- Podwyższona niepewność i zmienność sytuacji rynkowej (w warunkach wciąż wysokiej niepewności dot. rozwoju sytuacji pandemicznej) przekłada się na większą wrażliwość rynków finansowych, stąd w krótkim okresie należy liczyć się z utrzymaniem podwyższonej zmienności notowań. Wydaje się, że dopiero II poł. 2021 r. przyniesie więcej klarowności co do perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz polityki pieniężnej głównych banków centralnych i zweryfikuje założenia co do perspektyw długookresowych stóp procentowych.

### Nie oczekujemy trwałego silnego wzrostu inflacji w USA uzasadniającego silne wzrosty rentowności obligacji



### Utrzymujące się ryzyka dla tempa ożywienia przestankami do ograniczonego potencjału dla wzrostu rentowności





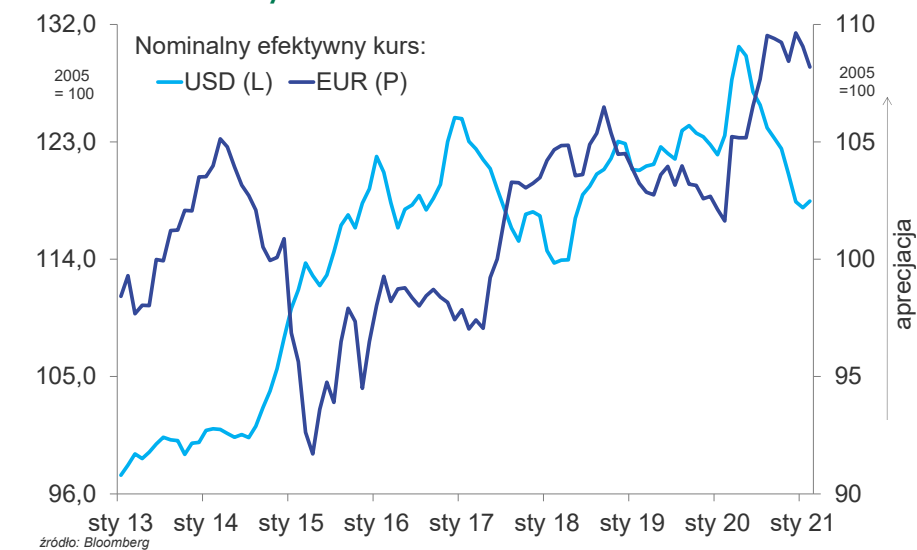
## Lepsze perspektywy gospodarki amerykańskiej powinny wspierać notowania dolara...

- Wyraźny spadek globalnej awersji do ryzyka cały ciężył z początkiem 2021 r. notowaniom dolara, nawet pomimo wyraźnej poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w USA (na tle pozostałych regionów gospodarki).
- Podtrzymujemy ocenę, że bieżące osłabienie dolara w większym stopniu ma charakter cykliczny, a nie strukturalny. Choć wzrost deficytu sektora finansów publicznych teoretycznie może osłabiać dolara, to dane historyczne wskazują, że w większym stopniu na kurs dolara wpływają oczekiwania dot. polityki pieniężnej (często luzowaniu polityki fiskalnej / pogorszeniu parametrów fiskalnych towarzyszy luzowanie polityki monetarnej). Choć nie oczekujemy zacieśnienia polityki pieniężnej Fed, to w dłuższym okresie oczekiwania dot. polityki banków centralnych Fed i EBC powinny wspierać dolara.
- Biorąc pod uwagę nasze ostrożne założenia dot. ustępowania ryzyka związanego z pandemią, jak również trwałe skutki gospodarcze lockdownów nie oczekujemy utrzymania w dłuższym okresie tak silnego napływu kapitału na rynki wschodzące, jak miało to miejsce na przełomie roku w okresie kumulacji optymizmu dot. procesu szczepień, co także powinno wspierać notowania amerykańskiej waluty.
- Ostateczny kompromis dot. umowy długookresowej EU – Wielka Brytania znacząco ogranicza średniookresowe ryzyka dla gospodarek europejskich, jednocześnie ogranicza presję deprecyjną funta brytyjskiego, która w minionych kwartałach wspierała notowania euro. Perspektywa realizacji Next Generation EU oraz częściowe uwspólnotowanie długu w ramach EMU może wspierać notowania wspólnej waluty, niemniej przy utrzymujących się strukturalnych wyzwaniach długookresowych oraz ograniczonej skali współpracy nie sądzimy, aby był trwałym oraz silnym motorem dalszej aprecjacji euro, (całkiem solidnej w 2020 r.).
- Biorąc pod uwagę powyższe założenia oczekujemy osłabienia kursu euro wobec dolara poniżej 1,20 USD/EUR w trakcie 2021 r.

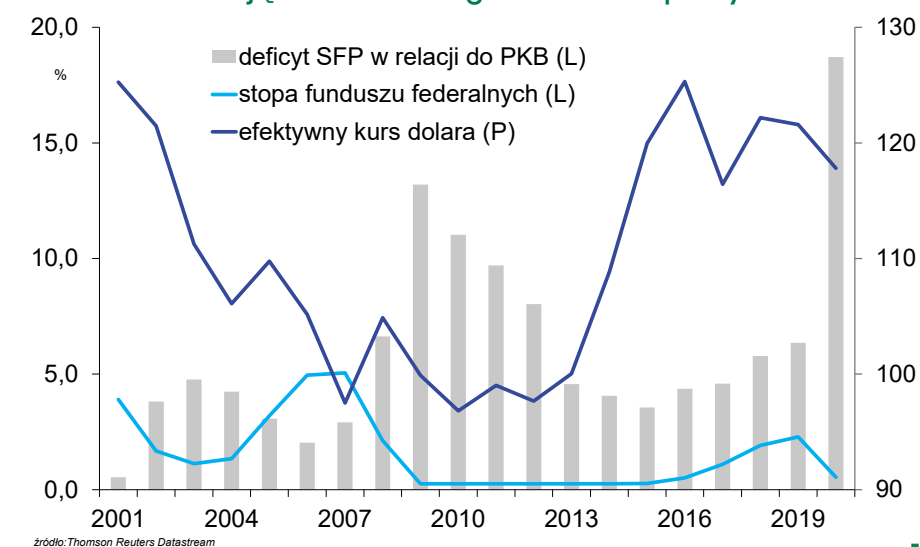
2021-02-16

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Na początku 2021 r. wyhamowanie deprecjacji dolara, niewielkie zmiany notowań euro



### Luzowanie polityki fiskalnej w USA nie powinno osłabiać dolara zakładając brak dalszego luzowania polityki Fed



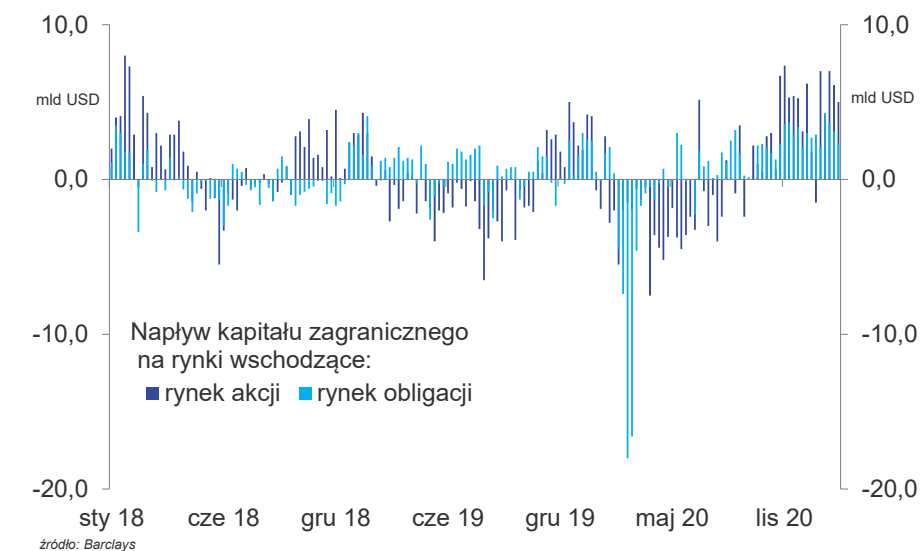




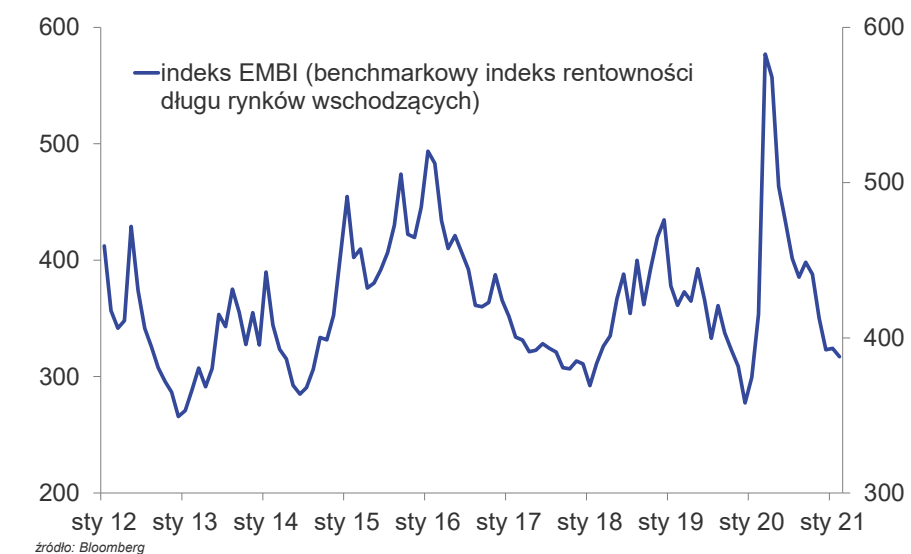
## ...przy umiarkowanie optymistycznych nastrojach wobec aktywów rynków wschodzących

- Na przełomie roku silnie wzrósł popyt na aktywa rynków wschodzących w warunkach spadku globalnej awersji do ryzyka w oczekiwaniu na skuteczne ograniczenie skutków pandemii dzięki wdrażaniu szczepień.
- Późniejsze wyzwania związane z sytuacją epidemiczną w niewielkim przełożyły się na wyhamowanie tego popytu. Negatywnie na aktywa rynków wschodzących wpływały natomiast okresowo wzmożenie oczekiwań na wzrost inflacji i ograniczenie luzowania polityki pieniężnej w USA.
- Zakładane przez nas ograniczenie tych obaw powinno wspierać aktywa rynków wschodzących, niemniej nie zakładamy powrotu do optymizmu notowanego na przełomie roku, przy bardzo silnym wzmocnieniu cen tych aktywów na początku roku, a jednocześnie ostrożnych prognozach ożywienia gospodarczego i ograniczenia ryzyka związanego z pandemią.
- W tych warunkach globalnych zakładamy większe różnicowanie aktywów poszczególnych rynków wschodzących, przy tylko umiarkowanie optymistycznych perspektywach dla całej ich grupy.

Po nasileniu na przełomie roku zakładamy już wolniejszy napływ kapitału zagranicznego na rynki wschodzące...



...przy wyższych wyzwaniach dla dalszego wzrostu ich cen

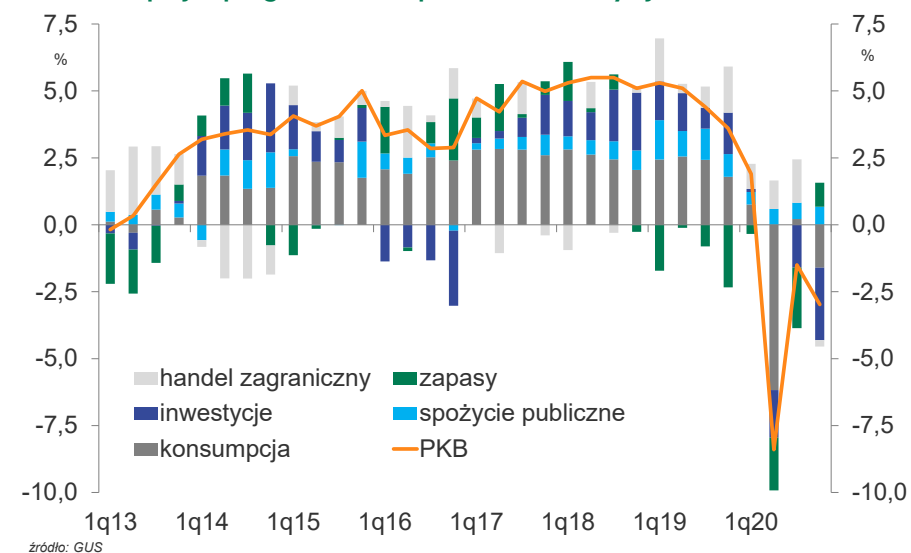




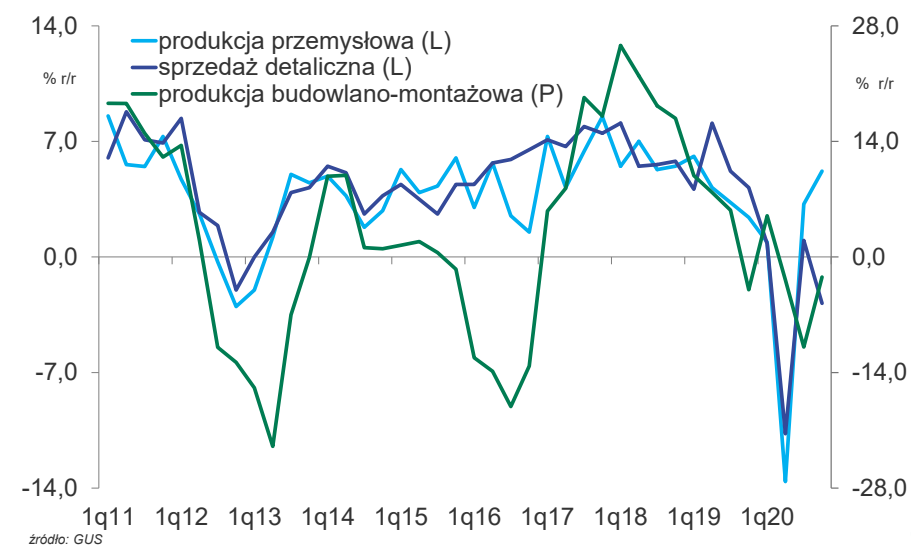
## PKB w Polsce obniżył się w 2020 r. o 2,8% r/r

- Według danych GUS PKB w Polsce obniżył się w całym 2020 r. o 2,8% r/r, po wzroście o 4,5% r/r w 2019 r. W IV kw. PKB także spadł o 2,8% r/r, w porównaniu do -1,5% r/r w III kw. W ujęciu zmian kwartalnych po korekcie o sezonowość PKB obniżył się o 0,7%, zdecydowanie mniej wobec spadku w II kw. (o 9,0% kw/kw) podczas wiosennego lockdownu.
- Pomimo wydłużenia do końca roku obowiązywania większości obostrzeń wdrożonych w październiku i listopadzie (z wyjątkiem okresowego otwarcia w grudniu galerii handlowych) skala spadku PKB w IV kw. okazała się mniejsza od naszych oczekiwań, na co w głównej mierze wpłynęło utrzymanie solidnej koniunktury w przemyśle, a także silny popyt konsumpcyjny w handlu w okresach zawieszania restrykcji.
- Ponadto, wydaje się, że inaczej niż na wiosnę w IV kw. dostępnych było dużo mniejszych obiektów handlowych czy usługowych (np. naprawy), które wiosną były często dobrowolnie (tj. nie administracyjnie) zamykane lub konsumenci przy okresowo bardzo wysokich obawach epidemicznych odsuwali w czasie skorzystanie z tych usług / zakupów.
- Choć ubiegłoroczny spadek PKB jest najgorszym wynikiem krajowej gospodarki od 1995 r., to jak na warunki kryzysu epidemicznego jest to wynik bardzo dobry. Porównując te wyniki do oczekiwań sprzed kilku miesięcy, przede wszystkim należy wskazać na dużo szybsze oraz silniejsze ożywienie w przemyśle. Brak restrykcji epidemicznych w tym sektorze, jak również globalny efekt przekierowania części dochodów na towary z usług poskutkowało nieoczekiwanie gwałtownym przyspieszeniem wzrostu aktywności w tym sektorze od połowy roku. Ten sam efekt – choć w mniej spektakularnej skali wspierał wyniki w handlu detalicznym.
- Oczywiście ten efekt mógł wystąpić dzięki niespotykanej skali pomocy publicznej stabilizującej sytuację finansową gospodarstw domowych zarówno w kraju (wspierające spożycie gospodarstw domowych), jak i na świecie (pośrednio wspierając polski eksport).

### W IV kw. lekkie pogłębienie spadku PKB. Wciąż niezła konsumpcja, pogłębienie spadku inwestycji



### W IV kw. solidne odbicie przemysłu, stabilne dane w budownictwie i handlu

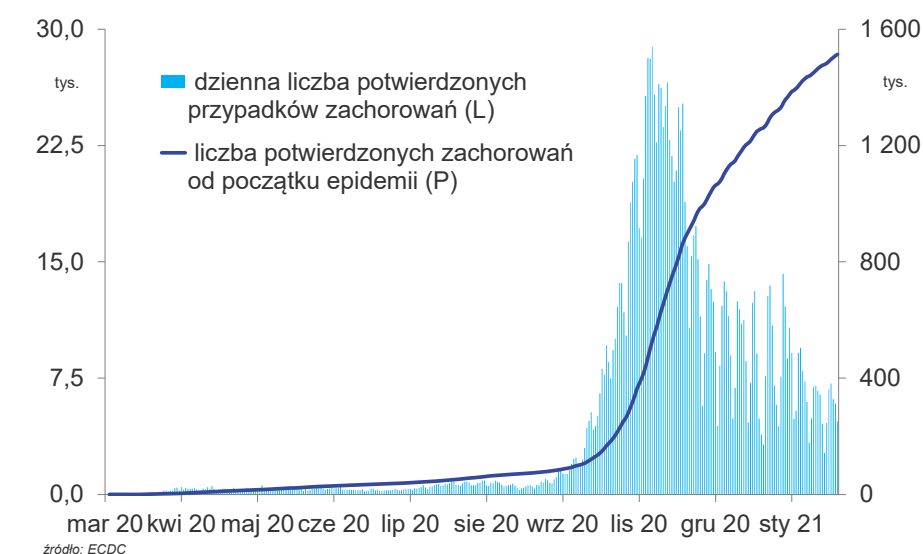




## Utrzymujące się z początkiem 2021 r. restrykcje administracyjne hamulcem silniejszego ożywienia aktywności w I kw...

- Podobnie jak w większości państw europejskich wydłużenie restrykcji gospodarczych z początkiem 2021 r. będzie jeszcze hamowało ożywienie aktywności gospodarczej w I kw.
- Po ożywieniu aktywności w handlu w okresie świątecznym, ponownie zamknięcie galerii handlowych w styczniu, utrzymanie zamkniętych obiektów gastronomii, zakwaterowania oraz kultury i rozrywki poskutkowało kolejnym wyraźnym ograniczeniem mobilności ludności w styczniu.
- Utrzymująca się przez kilka tygodni stabilna sytuacja epidemiczna może pozytywnie wpływać na popyt konsumpcyjny w zakresie udostępnianych w trakcie I kw. usług. Wciąż jednak ograniczenia sanitarne (np. liczba dostępnych miejsc w kinach) oraz „martwy” sezon ferii zimowych będą istotnie hamowały ożywienie aktywności.
- Co więcej, w I kw. okresowo osłabiać aktywność gospodarki mogą niekorzystne warunki atmosferyczne, głównie w budownictwie, ale także w usługach i handlu, z powodu dodatkowego ograniczenia mobilności osób.
- Z drugiej strony – zgodnie z dostępnymi badaniami jakościowymi, nie wydaje się aby okresowe pogorszenie sytuacji epidemicznej w części Chin w pierwszych tygodniach 2021 r. silniej wpłynęło na globalne łańcuchy dostaw i tym samym wyższe ryzyko krótkoterminowe dla krajowego przemysłu, gdzie wciąż w najbliższym czasie powinna utrzymywać korzystna koniunktura.
- Na podstawie dostępnych informacji i założeń (tj. utrzymanie otwartych galerii handlowych od lutego, utrzymanie otwartych hoteli oraz obiektów kulturalnych), stabilnej sytuacji w przemyśle, oczekujemy spadku PKB w skali o ok. 2,0 r/r. Mniejsza skala spadku PKB w ujęciu rocznym z początkiem 2021 r. w porównaniu do wyników z ostatnich miesięcy 2020 r. w decydującym stopniu będzie wynikała z dużo niższej bazy odniesienia sprzed roku – kiedy gwałtowne tąpnięcie aktywności wiosną ub.r. rozpoczęło się w II poł. marca.

### Z początkiem roku stabilna sytuacja epidemiczna w Polsce...



### ...niemniej utrzymujące się restrykcje gospodarcze nadal ograniczają mobilność ludności



\*zmiana wobec styczeń - luty 2020, 7-dniowa średnia krocząca  
źródło: Google Mobility Report

2021-02-16

Klauzula poufności: BOŚ jawne



## ...w trakcie roku oczekiwane ożywienie aktywności, choć niepewność co do jego skali pozostaje wysoka

- Oslabiona mobilność osób ciążyła aktywności firm z sektora usług konsumpcyjnych, natomiast stabilny wzrost zużycia energii elektrycznej wskazuje na utrzymujące się ożywienie w wielu innych sektorach.
- Wskaźniki koniunktury NBP z końca ub.r. wskazują na niewielką poprawę prognoz na I kw. 2021 r., ale kontynuację poprawy wskaźnika rocznego. Tym samym firmy nadal bieżące problemy uznają za zjawisko okresowe, czemu zapewne sprzyja stopniowe ożywienie popytu (stymulowane solidną koniunkturą w przemyśle i mniejszą skalą obostrzeń w ujęciu branżowym).
- Niezmiennie kluczowym czynnikiem stabilizującym nastroje firm oraz ich sytuację finansową jest pomoc publiczna, w tym środki w kolejnych edycjach tarcz antykrzysowych i tarczy finansowej 2.0 PFR
- Indeksy koniunktury pozostają jednak wyraźnie poniżej poziomów z I 2017–2018, co sugeruje ostrożność w formułowaniu prognoz.

### Z początkiem 2021 r. utrzymujący się wzrost krajowego zapotrzebowania na energię elektryczną



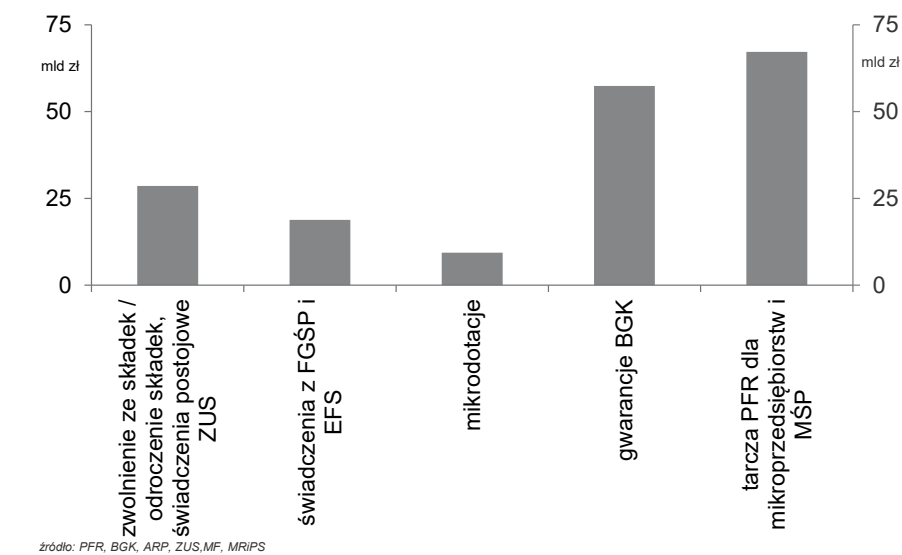
### Odradzający się popyt i brak symptomów kryzysu płynnościowego powinny poprawiać sytuację firm...



### Postępująca poprawa wskaźników koniunktury gospodarczej, choć daleko do poziomów sprzed pandemii



### ...przy istotnym wpływie wsparcia polityki fiskalnej

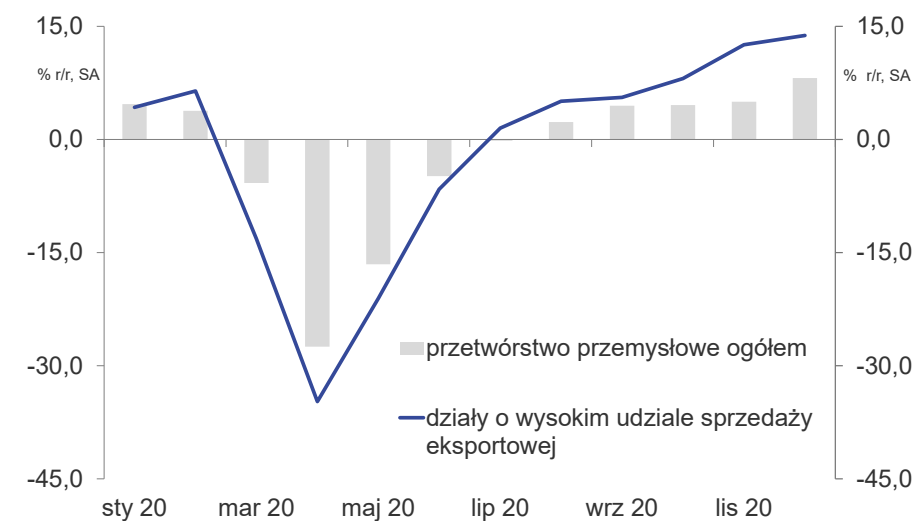




## W 2021 r. oczekujemy utrzymania wzrostu eksportu...

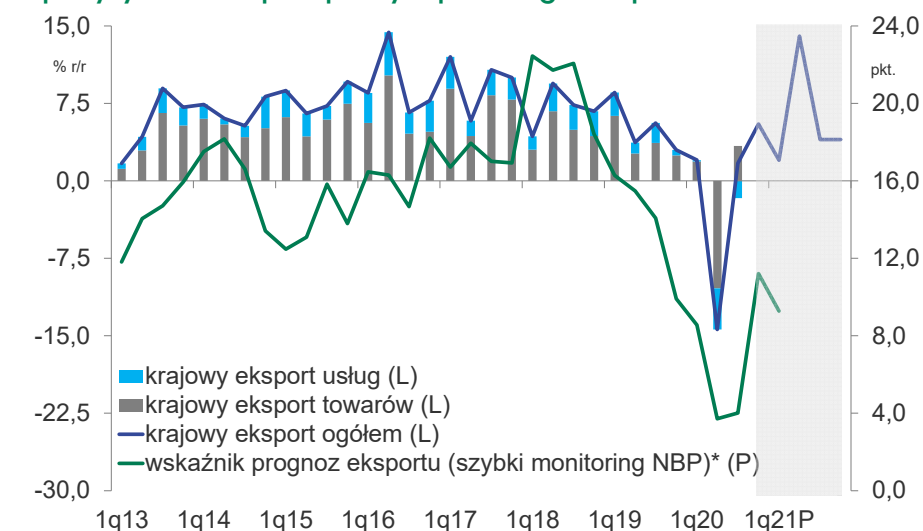
- Biorąc pod uwagę utrzymującą się korzystną koniunkturę w globalnym przemyśle, solidne wyniki krajowej produkcji przemysłowej (w tym szczególnie w działach przetwórstwa przemysłowego o wysokim udziale sprzedaży eksportowej), utrzymanie solidnych prognoz eksportu przedsiębiorstw (wg badania NBP) oczekujemy w nadchodzących kwartałach podtrzymania wzrostu krajowego eksportu.
- Do połowy roku, poza utrzymującym się trendem globalnym przesuwania wydatków gospodarstw domowych z usług na towary, roczna dynamika eksportu wspierana będzie przez bardzo niską bazę odniesienia (okresowe gwałtowne wstrzymanie aktywności w gospodarce globalnej i światowym handlu na przełomie I i II kw.).
- Jednocześnie w dłuższej perspektywie 2021 r. nie oczekujemy silnego przyspieszenia wzrostu eksportu (w szczególności w ujęciu zmian kwartalnych), pomimo oczekiwanego ożywienia globalnej aktywności. Wciąż bowiem, w szczególności w strefie euro, skala odbicia gospodarki będzie (jak na warunki kryzysu z 2020 r.) ograniczona, ponadto, prawdopodobnie od II poł. 2021 r. silniej odradzać się będzie sektor usług, przy stopniowo wygasającym „nadwyżkowym” popycie na towary.
- W 2021 r. nie oczekujemy także gwałtownego wzrostu eksportu usług. Krajowy eksport usług ucierpiał w niewielkim stopniu z tytułu pandemii, przy niewielkim udziale eksportu z tytułu podróży zagranicznych, ograniczonym stopniu spowolnienia w eksporcie usług biznesowych oraz skutkujące m.in. ograniczeniem konkurencyjności polskich operatorów na unijnych rynkach).

### W II poł. 2020 r. dynamiczne ożywienie w przemyśle, w szczególności produkcji eksportowej...



źródło: GUS

### ...korzystna koniunktura globalna z przełomu roku pozytywna dla perspektyw polskiego eksportu w 2021 r.



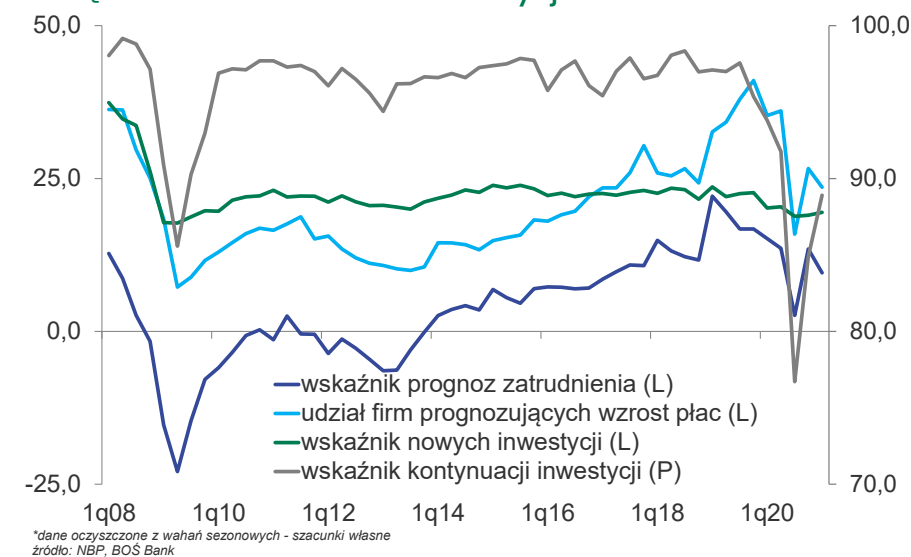
źródło: GUS, Eurostat, BOŚ



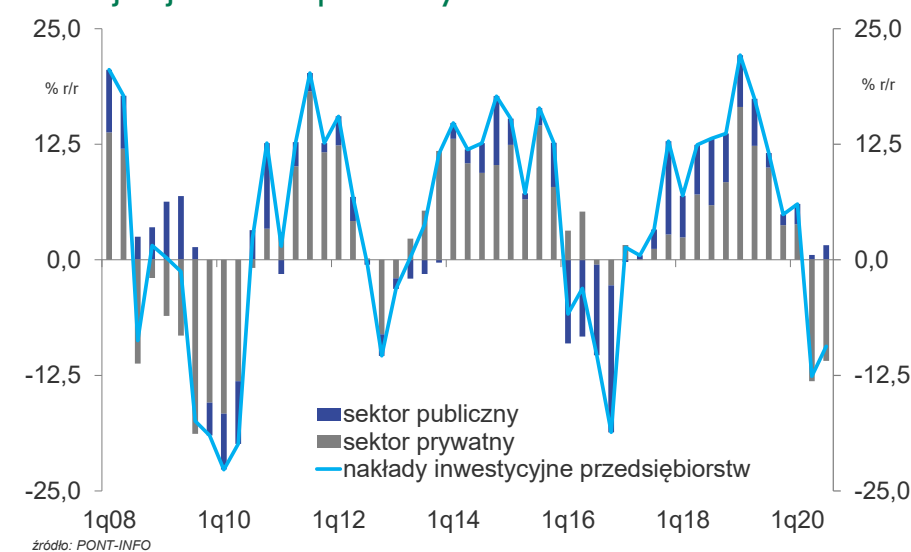
## ...przedsiębiorstwa pozostaną jednak ostrożne w zakresie inwestycji i zatrudnienia...

- Pomoc publiczna była kluczowa dla utrzymania stabilności finansowej przedsiębiorstw w 2020 r. Dotychczasowe dane wskazują na skuteczność polityki utrzymania miejsc pracy oraz zapewnienia bezpiecznej sytuacji płynnościowej przedsiębiorstw.
- Jednocześnie jednak pomoc publiczna nie jest w stanie zrekompensować strat z tytułu pandemii. Wyniki najnowszego badania NBP nt. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw potwierdzają natomiast naszą ostrożność co do skali poprawy średniokresowej sytuacji firm oraz dostosowań ich aktywności w zakresie inwestycji i zatrudnienia.
- Z początkiem roku wskaźniki rynku pracy wskazują na wyraźnie wolniejsze tempo wzrostu zatrudnienia oraz nasilenie spadku presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw.
- Dla wielu przedsiębiorstw 2021 r. wciąż będzie rokiem zmagania się o przetrwanie / poprawę wyniku finansowego, co będzie skutkowało optymalizacją kosztów oraz ostrożnymi decyzjami inwestycyjnymi. Pomimo wyraźnego odbicia, wskaźniki koniunktury NBP dot. inwestycji (rozpoczynania nowych oraz kontynuacji rozpoczętych) utrzymują się wyraźnie poniżej długookresowej średniej. Z tego względu, choć skala spadku inwestycji przedsiębiorstw okazała się niższa wobec naszych prognoz z początku pandemii (szacowany spadek ok. 12% r/r), zakładamy, że w 2021 r. dojdzie jedynie do ograniczenia dalszego spadku (-0,6% r/r) a nie ich dynamicznego ożywienia.
- W 2020 r. czynnikiem ograniczającym spadek nakładów inwestycyjnych w firmach było zdecydowanie mniejsze ograniczenia wydatków inwestycyjnych firm z istotnym udziałem Skarbu Państwa. Ta relatywnie korzystniejsza sytuacja utrzyma się zapewne w 2021 r., biorąc pod uwagę, że głównie te przedsiębiorstwa operują w branżach mniej bezpośrednio dotkniętych pandemią (przemysł, energetyka, przedsiębiorstwa komunalne).

### Według badania NBP firmy nadal ostrożne co do zwiększania zatrudnienia i inwestycji



### W 2020 r. silne ograniczenie inwestycji firm prywatnych, w mniejszej skali firm publicznych

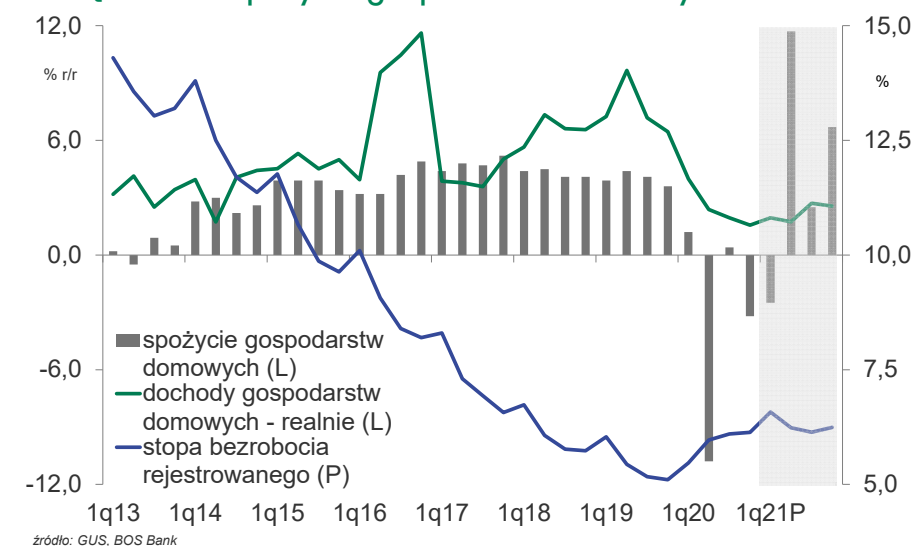




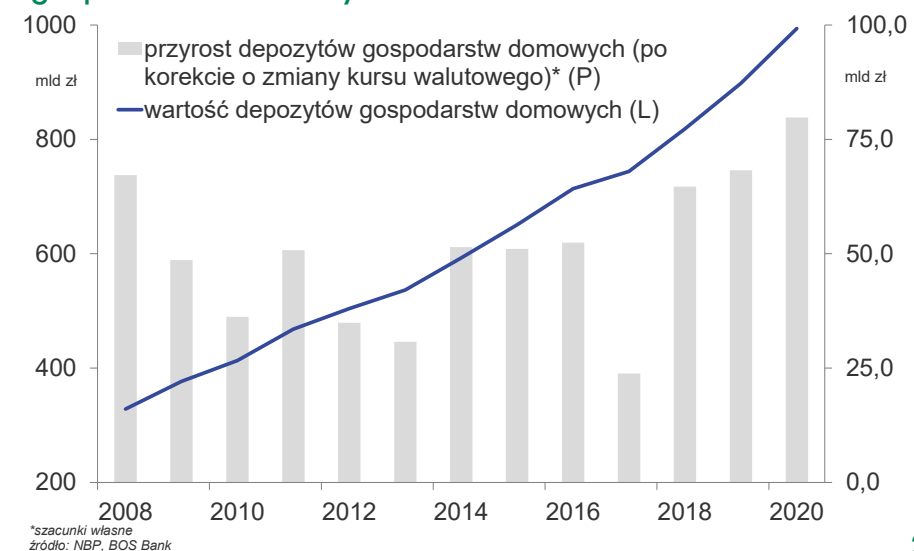
## ...a niższe tempo wzrostu dochodów będzie ograniczać ożywienie wydatków gospodarstw domowych

- Biorąc pod uwagę wyzwania dot. wzrostu popytu na pracę zakładamy, że w 2021 r. (średniorocznie) zatrudnienie w gospodarce narodowej nie zmieni się w stosunku do ub.r. (0,0% r/r wobec szacowanego spadku o 1,0% r/r w 2020 r.). Oczekujemy także stabilizacji stopy bezrobocia rejestrowanego (6,3% na koniec 2021 r. oraz w ujęciu średniorocznym). Pomimo ożywienia aktywności oraz szans na ograniczenie niepewności, wygasanie w trakcie roku 12-miesięcznego okresu obowiązkowego utrzymywania zatrudnienia (warunku otrzymywania pomocy finansowej) oraz optymalizacja kosztów w firmach będą skutkowały jedynie bardzo powolnym ożywieniem popytu na pracę. Tym samym sytuacja na rynku pracy w 2021 r. będzie wyraźnie mniej korzystna niż to miejsce przed pandemią.
- Niska dynamika zatrudnienia oraz wyraźnie niższe niż w latach ubiegłych tempo wzrostu wynagrodzeń skutkują niższą dynamiką wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Z drugiej strony czynnikiem stabilizującym konsumpcję prywatną powinien być wzrost oszczędności w 2020 r. Choć w sporej części gospodarstwa domowe przekierowały część wydatków z usług na towary, to jednak pomimo wyraźnego ograniczenia wzrostu dochodów, w 2020 r. miał miejsce solidny wzrost depozytów gospodarstw domowych na co wpłynęły ograniczenia podażowe w sektorze usług. Wraz z szerszym odmrażaniem aktywności gospodarczej w trakcie roku zapewne te środki będą częściowo przeznaczane na konsumpcję.
- Prognozujemy, że w 2021 r. spożycie gospodarstw domowych wzrośnie o 4,3% r/r. Choć jest to solidna dynamika wzrostu solidna, to jak na bardzo niską bazę odniesienia (spadek konsumpcji o 3% r/r w 2020r.) trudno uznać ten wynik za bardzo mocny,

### Wyraźnie wolniejszy wzrost dochodów będzie ograniczał skalę wzrostu spożycia gospodarstw domowych...



### ...wsparciem dla konsumpcji solidny wzrost oszczędności gospodarstw domowych w 2020 r.

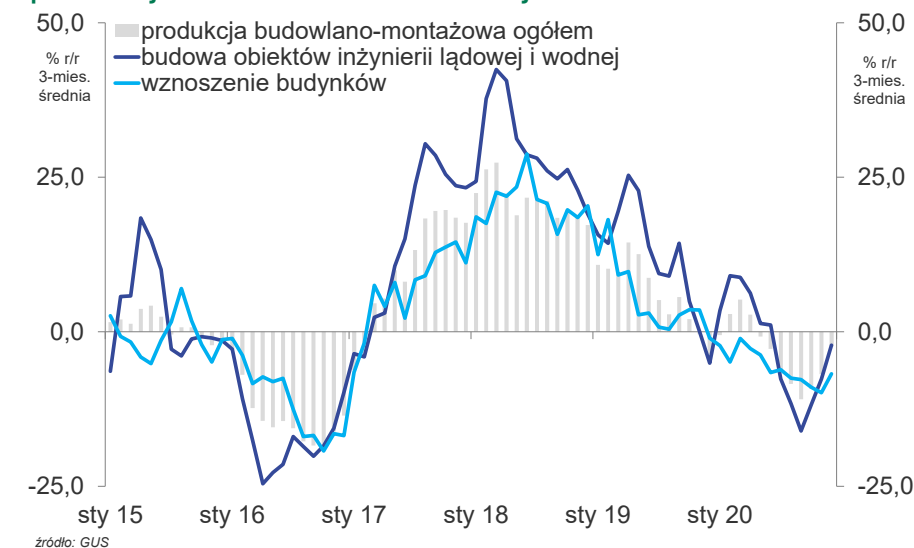




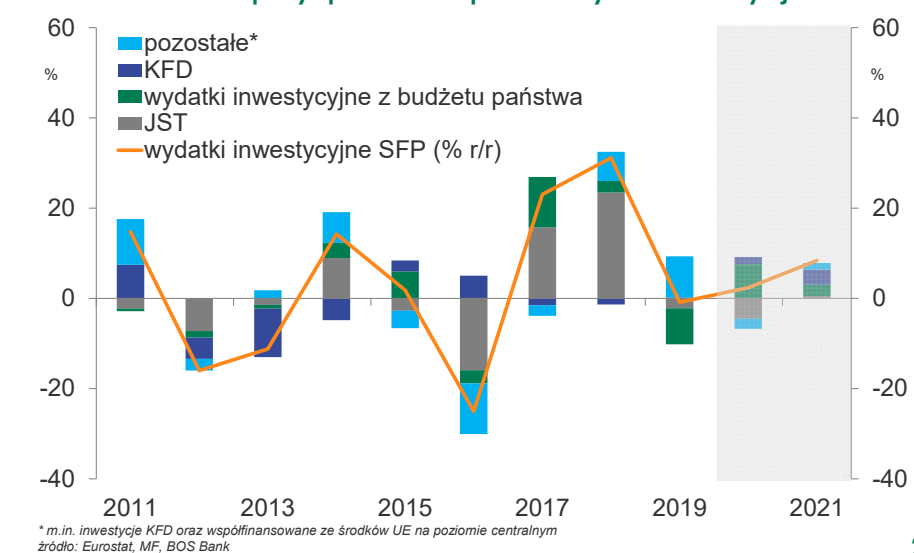
## W 2021 r. oczekujemy silniejszego wzrostu inwestycji publicznych

- W 2020 r. na słabszym od naszych założeń poziomie ukształtowała się wartość inwestycji sektora finansów publicznych, które wg naszych przybliżonych szacunków wzrosły realnie o ok. 2% r/r, przy silnym osłabieniu inwestycji JST. W efekcie przy ograniczonym negatywnym wpływie pandemii na sektor budowlany niższy publiczny popyt inwestycyjny pogłębił spadek produkcji budowlano-montażowej (której dodatkowo ciążyło ograniczenie aktywności w zakresie budownictwa komercyjnego oraz – w mniejszym stopniu – budownictwa mieszkaniowego).
- Pomimo tych słabszych danych oczekujemy w 2021 r. silniejszego wzrostu inwestycji publicznych w skali ok. 8% r/r, przy założeniu, że słabsze realizacje inwestycji publicznych w 2020 r. w większym stopniu wynikały z wolniejszego przebiegu projektów inwestycyjnych a nie całkowitej rezygnacji z ich realizacji. Świadczy o tym rosnąca w ostatnich miesiącach skala rozpoczynanych projektów.
- Pewne ożywienie sytuacji w zakresie inwestycji publicznych sygnalizowały także pod koniec roku stabilizujące się wyniki produkcji budowlano-montażowej, w tym w szczególności w firmach zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej.
- Choć w 2021 r. wpływ środków w ramach projektu Next Generation UE będzie jeszcze ograniczony i silniej będzie wspierał wydatki publiczne od 2022 r., to dane dot. wydatkowania środków UE w ramach perspektywy 2014-2020 dają jeszcze potencjał dla lekkiego wzrostu wydatków w ramach „standardowych” programów budżetu UE, w których beneficjentem są jednostki publiczne.

### W II poł. 2020 r. negatywnie zaskoczyły słabe wyniki produkcji budowlano-montażowej...



### ...po słabszym od oczekiwań ożywieniu inwestycji SFP, w br. oczekiwane przyspieszenie publicznych inwestycji



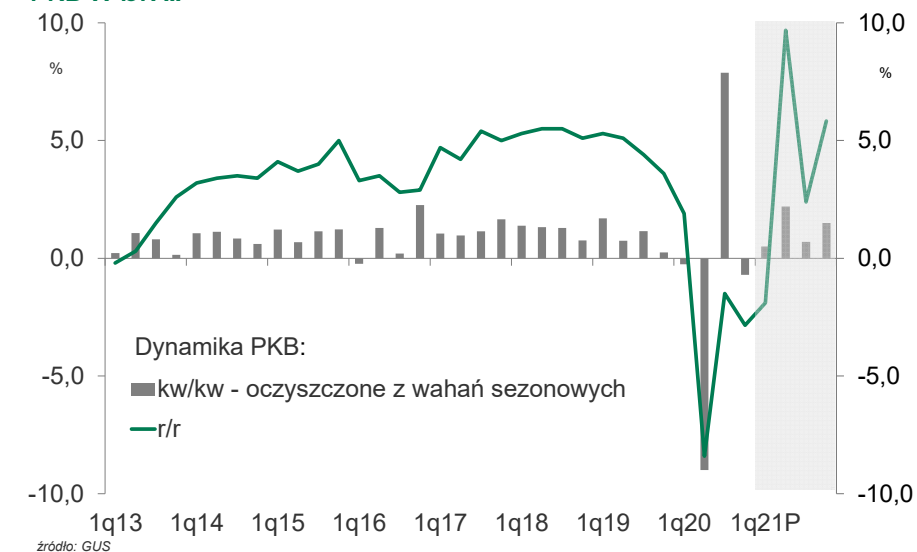




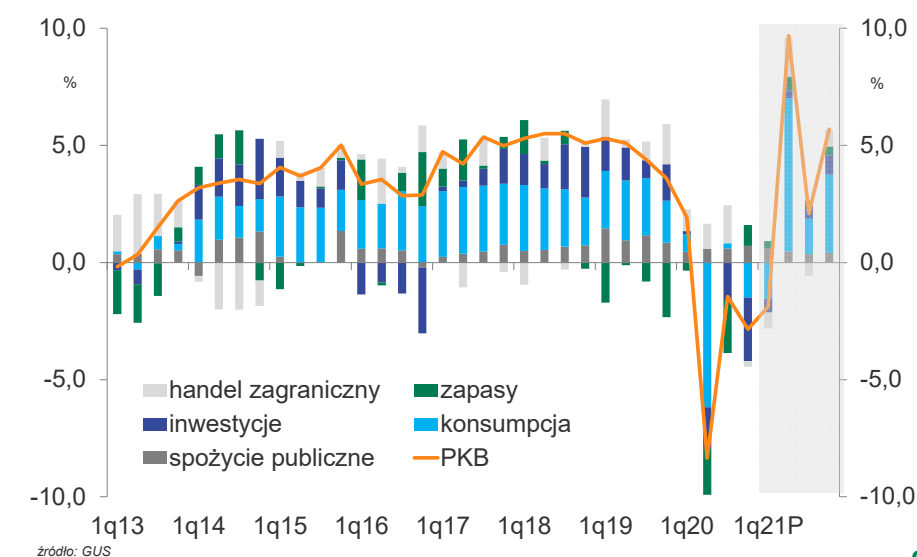
## Oczekiwany wzrost PKB w 2021 r. na poziomie ok. 4,0% r/r

- Bieżąca sytuacja epidemiczna przekłada się na krótkookresowe wyzwania, niemniej zakładając kontynuację procesu szczepień, jak również nabycia naturalnej odporności podtrzymujemy scenariusz ożywienia aktywności gospodarczej w trakcie 2021 r.
- Z drugiej strony, napływające informacje o powolnym tempie szczepień w Europie, a przede wszystkim wyższa niepewność dot. rozwoju pandemii w kontekście kolejnych mutacji wirusa wpływa na utrzymujące się ryzyko dot. skali tego ożywienia. Poza niepewnością dot. samej pandemii, istotnym czynnikiem hamującym skalę odbicia aktywności będzie w naszej ocenie utracona w 2020 r. wartość potencjału wytwórczego i trwałe (w części branż) ograniczenie aktywności.
- Szacujemy, że w 2021 r. PKB wzrośnie o 4,0% r/r. Choć taki wynik może się wydawać solidny, to jednak w dużej mierze będzie on efektem bardzo niskiej bazy odniesienia sprzed roku (niespotykana po 1995 r. skala spadku PKB w 2020 r.).
- W naszej ocenie bilans ryzyka dla prognozy PKB w 2021 r. jest przechylony w kierunku niższego wzrostu, głównie z uwagi na niepewność co do rozwoju pandemii. Z drugiej strony, gdyby sytuacja pandemiczna stabilizowała się, pozytywnie może zaskoczyć silniejsze odbicie inwestycji publicznych oraz ewentualne silniejsze ożywienie spożycia gospodarstw domowych w warunkach ograniczonego pogorszenia sytuacji na rynku pracy oraz dotychczasowego wzrostu oszczędności.

Efekty bazy silnie podwyższające roczne tempo wzrostu PKB w br. ...



...w szczególności dla spożycia gospodarstw domowych

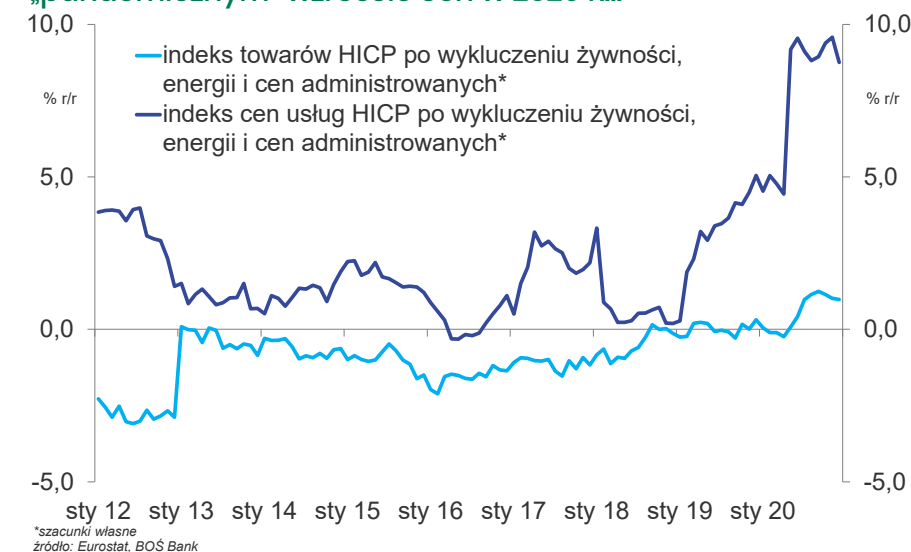




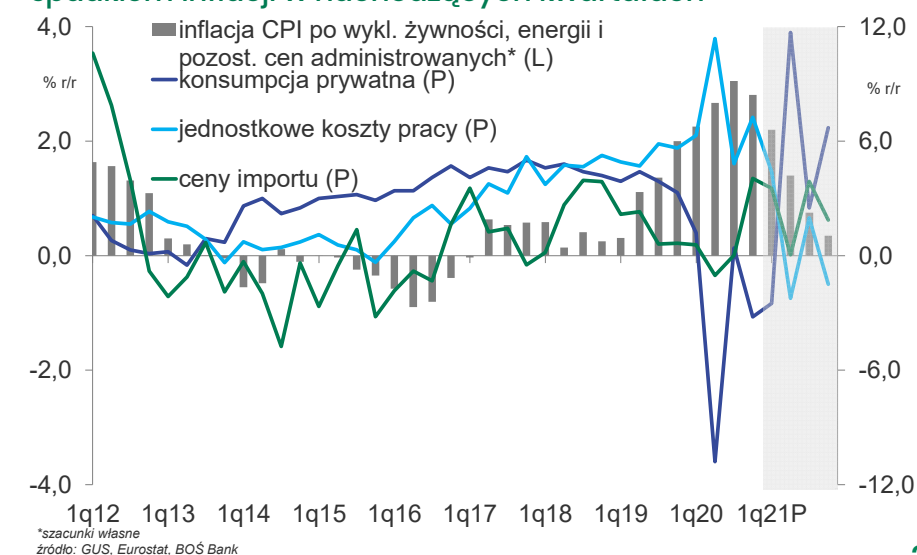
## Warunki cykliczne oraz wysoka baza odniesienia będą obniżać inflację w 2021 r...

- Choć grudniowy spadek inflacji bazowej (w tym wskaźnika dodatkowo wykluczającego ceny administrowane) w części wynikał z efektów okresowych (odmienny układ sezonowy cen biletów lotniczych na przełomie roku), to w części także zapoczątkował w naszej ocenie okres spadku inflacji bazowej w 2021 r.
- W grudniu silniej oddziaływały efekty bazy, ponadto – inaczej niż w okresie wiosennym – ograniczenie podaży oraz popytu związane z pandemią (ceny biletów lotniczych) przełożyło się na solidny spadek cen. Uważamy, że wiosenny skokowy wzrost wskaźnika CPI po wykluczeniu cen żywności, energii oraz cen administrowanych wynikał tylko w części z przeliczenia na klientów wyższych kosztów działalności. W części natomiast ten wzrost wynikał z problemów metodologicznych wyznaczania indeksów cen w sytuacji ograniczonych możliwości ich rejestracji (brak dostępności danych).
- Tym samym, tak jak w przypadku Polski nietypowy (w porównaniach międzynarodowych) był efekt skokowego wzrostu inflacji bazowej w 2020 r., tak w 2021 r. oczekujemy jej spadku przy wysokich (a nie niskich – jak w większości krajów – statystycznych bazach odniesienia).
- Zakładamy, że przy wyraźnym spadku dynamiki jednostkowych kosztów pracy, niższego wzrostu dochodów gospodarstw domowych, otwieraniu kolejnych obszarów usługowych będzie raczej towarzyszył spadek dynamiki cen (zachęcający do zwiększenia popytu) niż ich silniejsze wzrosty (rekompensujące wcześniejsze ograniczenie podaży).
- W warunkach silniejszego wzrostu cen energii oraz surowców wpływających także na nieco wyższą dynamikę cen importu, na nieco wyższym niż dotychczas poziomie może utrzymywać się inflacja towarów, niemniej przy silnych efektach bazy dla wielu grup usług, oczekujemy wyraźnego spadku obliczanego przez nas wskaźnika CPI po wykluczeniu żywności, energii i cen administrowanych do 1,2% r/r z 2,7% r/r szacowanych na 2020 r.

### W 2021 r. bardzo wysoka baza dla indeksu cen usług po „pandemicznym” wzroście cen w 2020 r...



### ...dodatkowo warunki cykliczne przemawiające za spadkiem inflacji w nadchodzących kwartałach

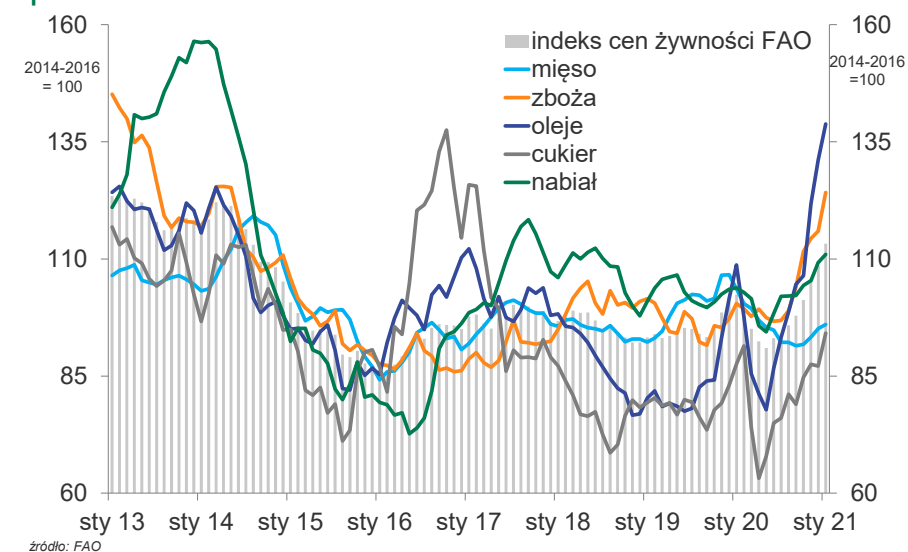




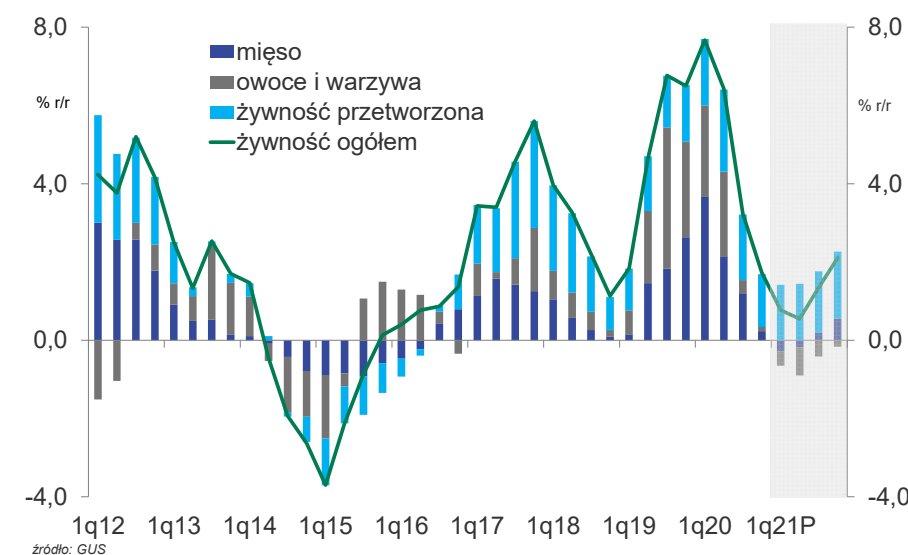
## ...pomimo ograniczenia spadku dynamiki cen żywności...

- W ujęciu średniorocznym w 2021 r. inflację obniżać będzie także niższa dynamika cen żywności, choć w przypadku żywności oczekujemy stopniowego wzrostu indeksu w trakcie 2021 r. po dynamicznym jego spadku w trakcie 2020 r.
- W trakcie 2021 r. oczekujemy ograniczonego wzrostu dynamiki cen żywności przetworzonej do poziomów wciąż zdecydowanie niższych wobec tych notowanych na początku 2020 r. W części notowany w ostatnich miesiącach wzrost cen surowców żywnościowych wynikał z efektów podażowych, w części natomiast z deprecjacji dolara i wzrostu cen ropy naftowej. Zakładając stabilizację / ograniczenie wpływu tych efektów (kurs dolara, ceny ropy naftowej) w kolejnych kwartałach, zakładamy ograniczenie dalszych wzrostów cen surowców żywnościowych, co powinno skutkować ograniczoną skalą wzrostu cen żywności przetworzonej w II poł. br.
- Odreagowanie cen mięsa na światowym rynku, w tym ograniczenie spadków na rynku wieprzowiny, powinno przekładać się na wyhamowanie w I poł. 2021 r. dotychczasowego silnego spadku cen detalicznych i spowodować lekki wzrost cen w II poł. 2021 r.
- Sporo przestrzeni do spadku dynamiki cen widzimy w kategorii owoców i warzyw, oczywiście przy założeniu braku istotnych anomalii pogodowych na wiosnę i latem. Choć w krótkim okresie warunki pogodowe mogą skutkować wyższą dynamiką cen owoców i warzyw importowanych, to wciąż w I poł. roku podwyższone bazy odniesienia dla warzyw i owoców dają potencjał do spadku rocznej dynamiki cen.
- Biorąc pod uwagę powyższe, po okresowym spadku inflacji cen żywności do poniżej 1,0% r/r w pierwszych miesiącach 2021 r. oczekujemy jej wzrostu w kierunku 2,5% r/r pod koniec roku.

### Silniejszy wzrost cen surowców żywnościowych na przełomie roku...



### ...będzie ograniczał spadek indeksu cen żywności ogółem

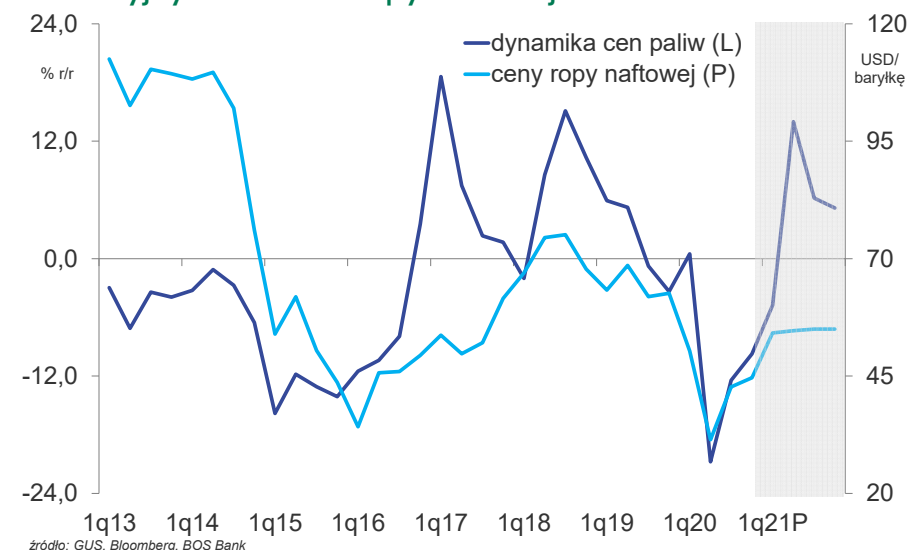




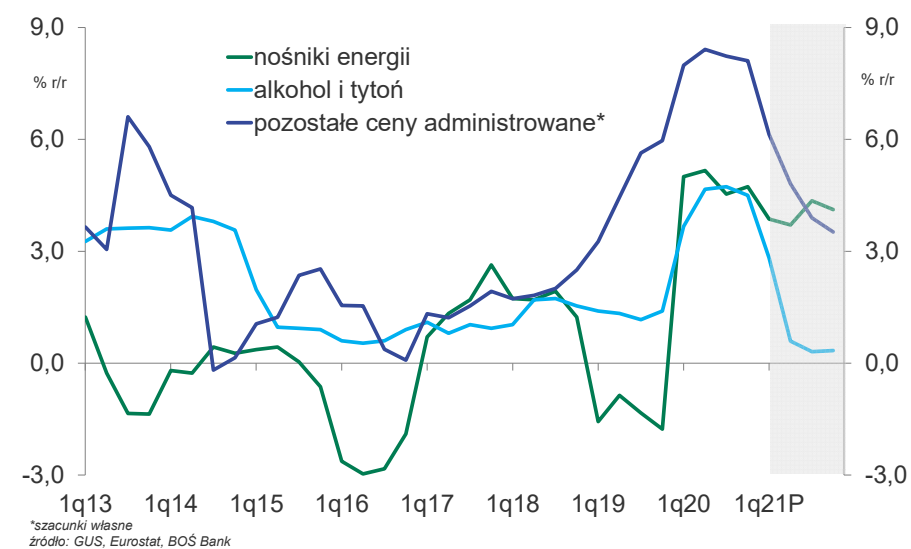
## ...wyraźnego wzrostu cen energii...

- Zakładając stabilizację cen ropy naftowej w trakcie 2021 r. w okolicach poziomu 55 USD/baryłkę (dla ropy Brent) oczekujemy skokowego wzrostu dynamiki cen paliw, po gwałtownym ich tąpnięciu w I poł. 2020 r.
- W rezultacie, ceny paliw z początkiem 2021 przestaną oddziaływać dezinflacyjnie. Przeciwnie, w trakcie roku można oczekiwać silnego wzrostu dynamiki cen paliw (z ujemnych dwucyfrowych poziomów w 2020 r. do dwucyfrowych dodatnich poziomów w 2021 r.) i wzrostu ich kontrybucji do indeksu CPI o 0,5 – 1,0 pkt proc. Ten wzrost będzie wynikał z bardzo niskiej bazy odniesienia, gdyż wg naszych szacunków, poziom cen paliw nie powróci w 2021 r. do poziomów notowanych w 2019 r.
- W 2021 r. kategorią podwyższającą inflację będą też nadal ceny energii elektrycznej (m.in. w efekcie wejścia w życie z początkiem roku opłaty mocowej). Na podstawie decyzji URE dot. poziomu taryf za energię elektryczną szacujemy, że jej wzrost wyniesie w 2021 r. 8,5% i będzie rozłożony na styczeń i luty. Szacujemy, że roczna dynamika cen nośników energii (szerszej kategorii obejmującej też ceny gazu, energii cieplnej i opału) utrzyma się w 2021 r. w okolicach poziomu 4,0% r/r, przy kontrybucji tej grupy towarów do indeksu CPI na poziomie +0,4 pkt. proc.
- W zakresie pozostałych cen o wysokim udziale decyzji administracyjnych na ceny, zakładamy ich spadek w 2021 r. Po silnym wzroście cen wywozu śmieci (ok. 50% r/r) nie oczekujemy utrzymania tak wysokiej dynamiki w 2021 r., ponadto resort finansów nie planuje w 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).

### W 2021 r. skokowy wzrost dynamiki cen paliw w reakcji na korekcyjny wzrost cen ropy naftowej



### W 2021 r. utrzymanie wyższej dynamiki cen nośników energii, lekki spadek dynamiki pozostałych cen administrowanych

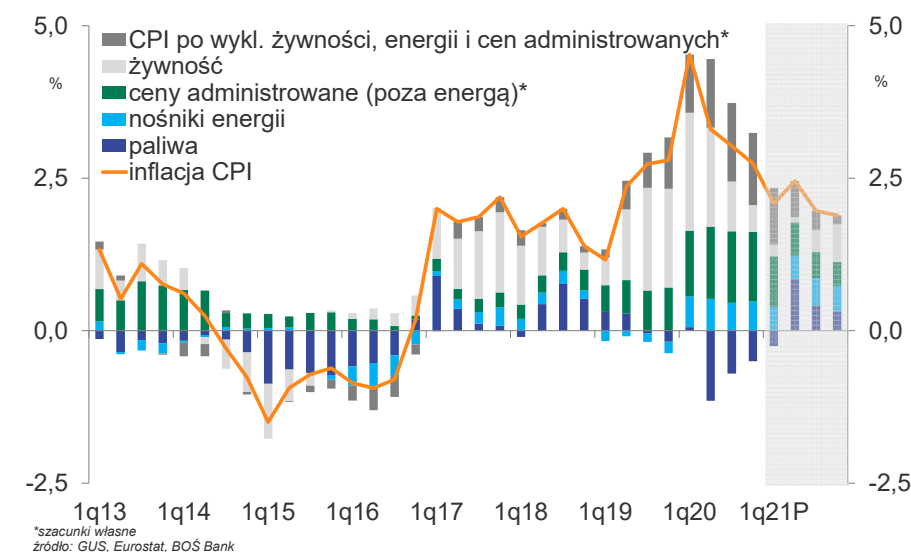




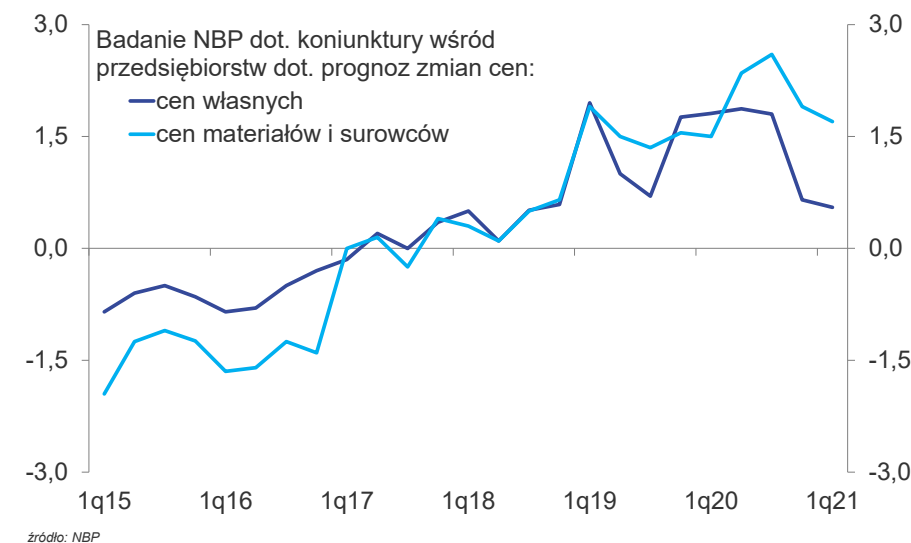
## ...oczekujemy obniżenia inflacji średniorocznej poniżej 2,5% r/r

- Szacujemy, że średnioroczny wskaźnik inflacji CPI w 2021 r. wyniesie 2,3% r/r., w I poł. roku utrzymując się w okolicach 2,5% r/r i w II poł. roku obniżając się w kierunku 2,0%.
- W trakcie roku oczekujemy sukcesywnego spadku indeksu cen inflacji po wykluczeniu cen żywności, energii i cen administrowanych jak również towarów i usług o wysokim udziale decyzji administracyjnych na ceny. Z drugiej strony oczekujemy skokowego wzrostu indeksu cen paliw oraz stopniowego wzrostu indeksu cen żywności. Indeks cen nośników energii powinien utrzymywać się w trakcie roku na stabilnym poziomie, blisko dynamik z 2020 r.
- Ścieżka prognozowanej przez nas inflacji CPI na 2021 r. odbiega od globalnych tendencji rynkowych obaw o wzrost inflacji w warunkach ożywienia aktywności. Taka sytuacja wynika jednak z odmiennej ścieżki inflacji bazowej w 2020 r., kiedy np. w USA czy strefie euro notowano solidne spadki inflacji, w tym właśnie za sprawą inflacji bazowej. Te wyższe efekty bazy przekładają się, łącznie z naszymi założeniami dot. ograniczonego wzrostu presji popytowej, na prognozę obniżenia inflacji.
- Choć jeszcze w trakcie 2020 r. krajowe przedsiębiorstwa w większym stopniu wskazywały na wyzwania kosztowe oraz oczekiwany wzrost tempa cen usług własnych, to z początkiem 2021 r. te oczekiwania zaczęły wyraźnie słabnąć, co potwierdza nasze założenie braku narastania presji cenowej.
- Bilans ryzyka dla prognozy bazowej uważamy za lekko przechylony w kierunku wyższego indeksu głównie ze względu na ryzyka (przynajmniej okresowego) silniejszego wzrostu cen paliw oraz żywności (w ślad za tendencjami na globalnym rynku surowców), przy zbilansowanych ryzykach dla prognoz w kategorii inflacji bazowej.

### W 2021 r. oczekiwany jeszcze lekki spadek inflacji CPI...



### Z początkiem 2021 r. obniżające się oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw

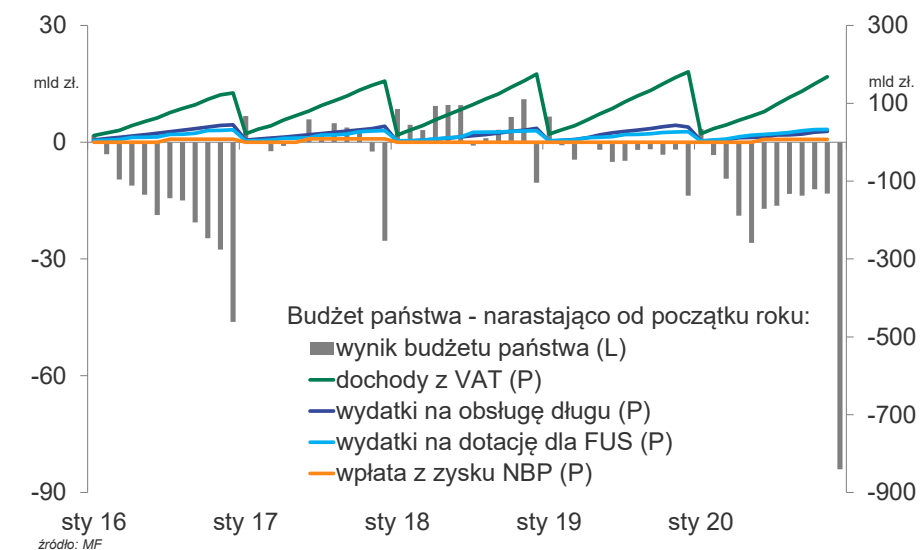




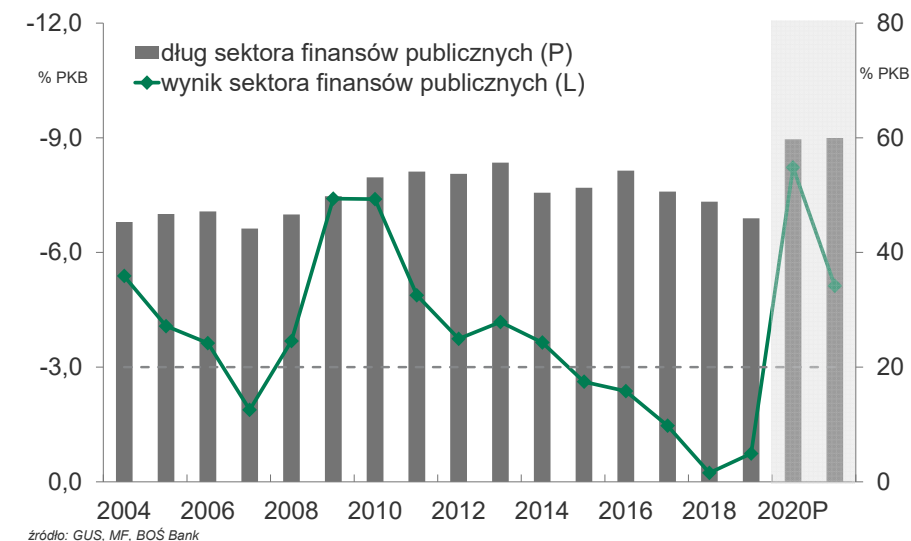
## Podobnie jak w większości krajów na świecie, pandemia z istotnym wpływem na krajowe finanse publiczne

- Według informacji resortu finansów deficyt budżetu państwa w 2020 r. wyniósł ok. 85 mld zł, co implikuje – zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami – skokowy wzrost deficytu budżetu państwa w grudniu.
- Niższa (wobec wcześniejszych oczekiwań) skala deficytu budżetu państwa, lepsze wyniki JST, jak również lepsze statystyki makroekonomiczne (rynek pracy oraz konsumpcja prywatna) przetożyły się na korektę w dół naszej prognozy deficytu SFP i długu publicznego (wg metodyki ESA) w 2020 r. do odpowiednio -8,2% PKB i 59,7% 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 hamować siłę tej poprawy. Szacujemy, że deficyt SFP wyniesie w 2021 r. ok. 5,1% PKB.
- Oczekujemy, że w okolicach poziomu 60% PKB będzie kształtował się poziom długu sektora finansów publicznych (wg metodyki unijnej ESA), natomiast państwowy dług publiczny (wg metodyki krajowej), nie przekroczy konstytucyjnego progu 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).

### W grudniu skokowy wzrost deficytu budżetu państwa



### W 2020 r. skokowy wzrost deficytu i długu SFP (wg ESA), skutki pandemii odczuwalne także w 2021 r.





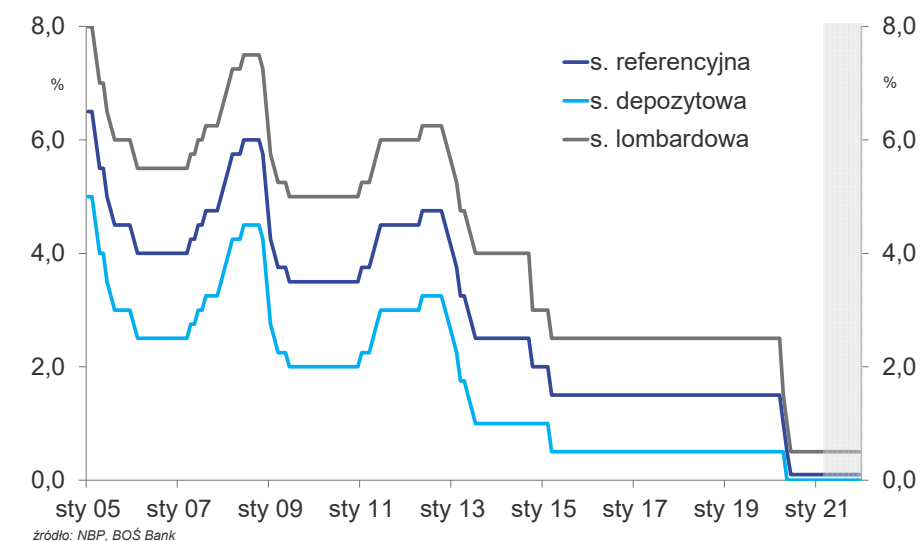
## RPP utrzymuje łagodną retorykę, kontynuuje program skupu obligacji...

- Na posiedzeniach w grudniu, styczniu i lutym Rada utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.
- Znaczące złagodzenie retoryki większości członków RPP w grudniu 2020 r. *post factum* okazało się jedynie okresowe i wiążemy je z kumulacją działań – obok interwencji NBP na rynku walutowym w II połowie grudnia – mających na celu osłabienie kursu złotego.
- Podczas wystąpień z początku 2021 r. prezes Adam Glapiński jednoznacznie stwierdził, że w scenariuszu bazowym stopy procentowe pozostaną niezmienione, a ich redukcja pozostaje opcją w sytuacji materializacji pesymistycznego scenariusza.
- Biorąc pod uwagę: – retorykę większości członków Rady (opowiadających się za utrzymaniem bardzo łagodnych warunków monetarnych w dłuższej perspektywie), – wyraźne spowolnienie aktywności krajowej gospodarki, – utrzymującą się podwyższoną niepewność dot. perspektyw średnioterminowych w gospodarce oraz – umiarkowany poziom 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., a z dużym prawdopodobieństwem także w 2020 r.
- W ostatnich tygodniach skala skupu obligacji skarbowych przez NBP uległa zmniejszeniu, co było pochodną utrzymującej się bardzo korzystnej sytuacji rynkowej. Na gotowość do ewentualnego zwiększenia zaangażowania NBP wskazywali członkowie Rady, w tym prezes NBP.
- Choć w komunikacie Rada utrzymała ocenę preferencji dla słabszego kursu złotego, wydarzenia z ostatnich tygodni w naszej ocenie potwierdzają, że pod koniec 2020 r. celem Rady było osłabienie złotego w ostatnich dniach roku i o ile nie dojdzie do bardzo silnego wzmocnienia złotego w kolejnych tygodniach bank centralny nie będzie interweniował na rynku FX.

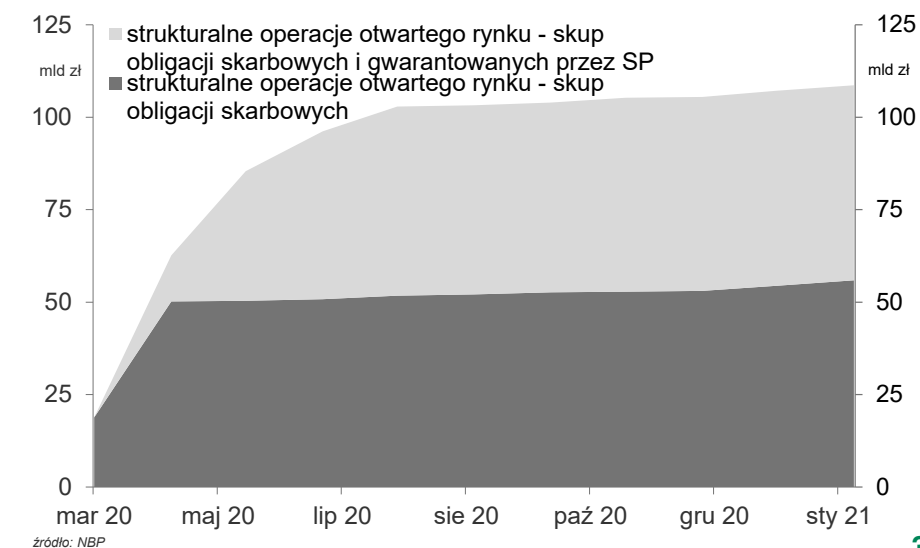
2021-02-16

Klauzula poufności: BOŚ jawne

Stopy procentowe NBP blisko zera w 2021 r...



...i prawdopodobne utrzymanie operacji skupu obligacji Skarbu Państwa i gwarantowanych przez SP





## ...co ogranicza potencjał dla wzrostu rentowności obligacji...

- 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, ożywienie aktywności gospodarki krajowej i poprawa nastrojów rynkowych. Silna redukcja stóp procentowych NBP 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 członków RPP wypowiada się bardzo ostrożnie co do możliwości zacieśnienia polityki pieniężnej, dodatkowo przy naszej prognozie utrzymania umiarkowanej inflacji w 2021 r. oczekiwania długiego okresu niskich stóp wzmocnią się.
- 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 (wzrostu rentowności) obligacji z tytułu wyższych potrzeb pożyczkowych i podaży papierów skarbowych w I. 2020-2021.
- Znaczne nadwyżki płynności i ograniczona przestrzeń do silnego wzrostu akcji kredytowej będą także czynnikiem utrzymującym solidny popyt na papiery skarbowe ze strony sektora bankowego.

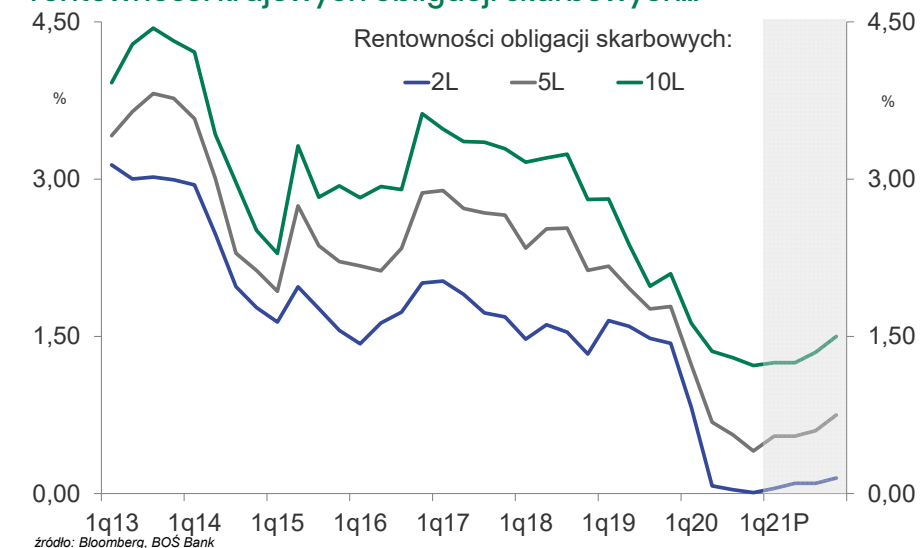
2021-02-16

Klauzula poufności: BOŚ jawne

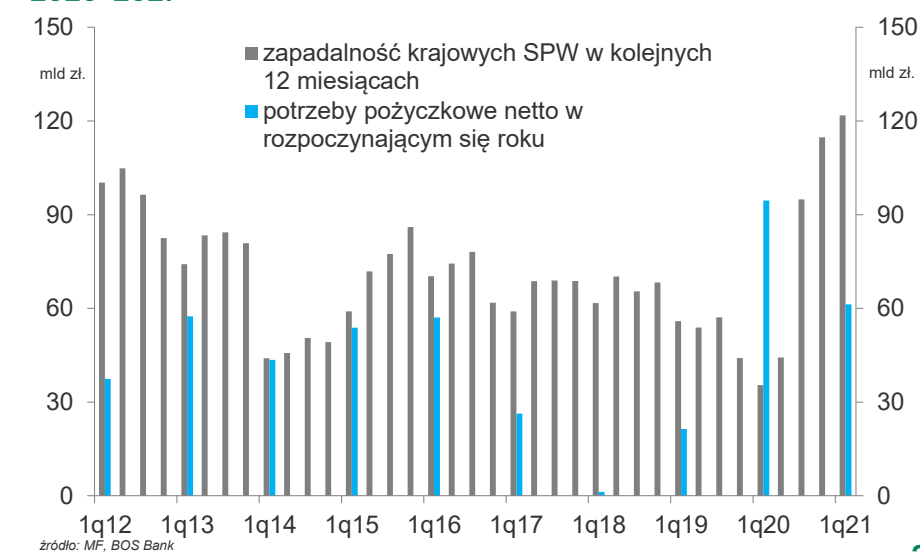
BOŚ  
BANK

30 lat

### Polityka NBP będzie istotnie ograniczać wzrost rentowności krajowych obligacji skarbowych...



### ...pomimo zdecydowanie wyższych podaży papierów w I. 2020-2021







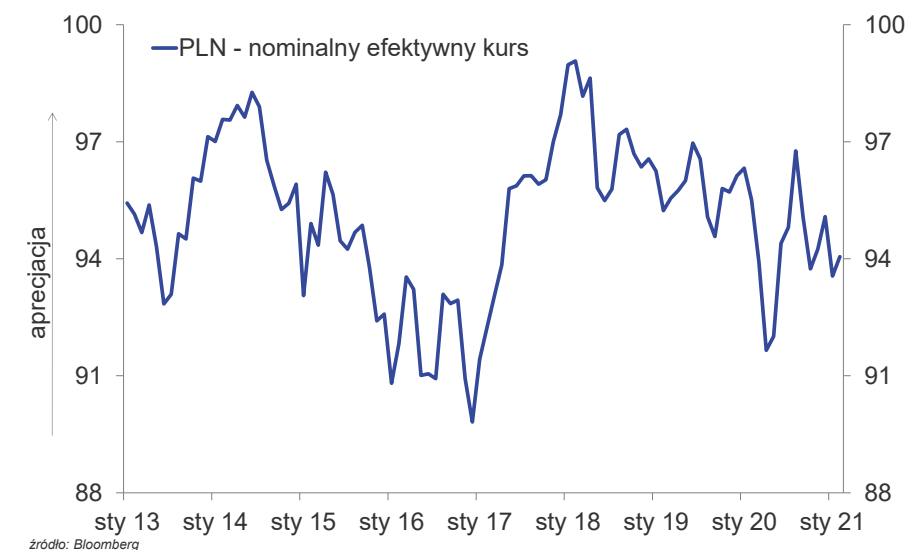
## ...okresowo osłabia natomiast notowania złotego

- Kurs złotego nie zyskał na poprawie nastrojów rynkowych na przełomie roku. Pod koniec grudnia NBP interweniował na rynku walutowym w celu osłabienia złotego, dodatkowo okresowo niektórzy członkowie Rady wyraźnie złagodzili retorykę, wskazując na możliwość dalszych redukcji stóp procentowych. W rezultacie na koniec 2020 r. kurs złotego ukształtował się na słabych poziomach 4,61 PLN/EUR i 4,26 PLN/CHF.
- Choć już od sierpnia w komunikacie Rada wskazywała na ryzyka związane z kursem złotego, to pomimo silniejszych notowań polskiej waluty nie podejmowała działań. Biorąc to pod uwagę, jak również ponowne ograniczenie proobniżkowej retoryki z początkiem 2021 r. uważamy, że grudniowe działania miały na celu osłabienie złotego na koniec 2020 r.
- Zakładając ustąpienie tego efektu i przy założeniu niższego poziomu globalnej awersji do ryzyka, oczekujemy dalszej lekkiej aprecjacji złotego w trakcie roku w kierunku 4,40 PLN/EUR i 4,07 PLN/CHF. Generalnie stabilne fundamenty krajowej gospodarki na tle rynków wschodzących oraz zakładane solidne tempo wzrostu gospodarczego powinny wspierać lekkie wzmocnienie kursu złotego.
- Jednocześnie skalę aprecjacji ograniczać będzie: – wciąż daleka od stabilnej sytuacja pandemiczna oraz utrzymująca się niepewność rynkowa przynajmniej w I poł. roku, – słabsze nastroje wokół europejskich aktywów, – polityka NBP.
- Nie oczekujemy w krótkim okresie ponownych interwencji na rynku FX, niemniej istotnym czynnikiem ograniczającym atrakcyjność polskiej waluty jest poziom stóp procentowych bliski zera, redukujący 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. Jednocześnie jednak niepewność rynkową może zwiększać brak określonego planu skupu aktywów (prognozowana wartość / perspektywa czasowa) oraz potencjalne obawy rynkowe przed scenariuszem zbyt silnego zaangażowania NBP w SPW.

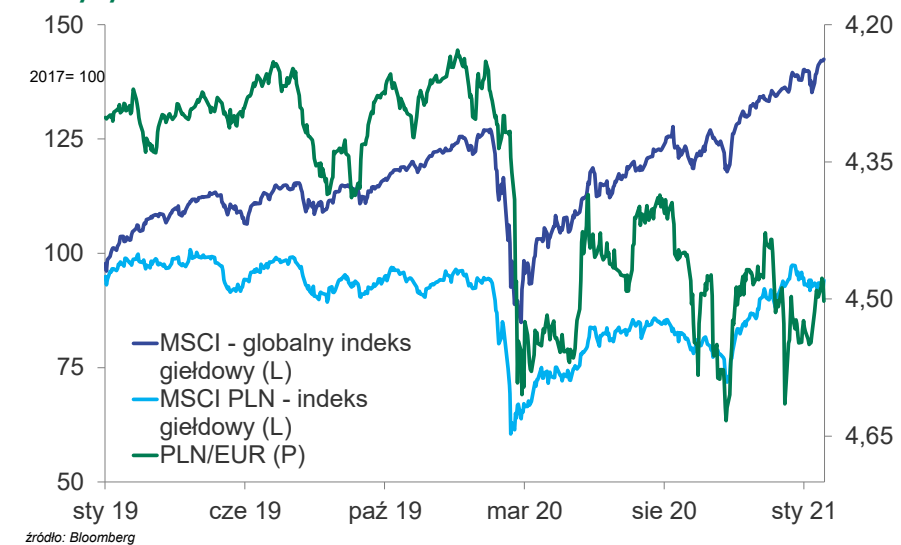
2021-02-16

Klauzula poufności: BOŚ jawne

### Interwencje NBP osłabiły złotego na przełomie roku...



### ...który nie zyskiwał w okresie spadku globalnej awersji do ryzyka



## Dane i prognozy makroekonomiczne

wskaźniki krajowe		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>4,0</b>
Popyt krajowy	% r/r	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,5	-3,7	3,9
Spżycie indywidualne	% r/r	2,6	3,8	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	4,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	1,9
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	-1,3	0,5	0,9	0,1	0,0	1,1	0,8	0,3
Produkt Krajowy Brutto	mld PLN	1 711	1 801	1 863	1 990	2 122	2 288	2 307	2 439
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	-2,6	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	3,1	2,6
	mld EUR	-10,6	-3,9	-3,4	-1,5	-6,5	2,6	16,2	14,3
Transfery z Unii Europejskiej*	mld EUR	16,5	13,0	10,0	11,1	15,7	16,3	19,0	17,8
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>12,3</b>	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	3,3	2,6	2,2	-0,9	0,1
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej	% r/r	3,6	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,6	4,9
	% r/r, real.	3,6	4,3	4,4	3,2	5,4	4,9	2,6	2,5
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, śr.	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,7	3,8	2,0
Depozyty ogółem	% r/r	9,3	7,4	9,4	4,2	9,1	8,2	12,7	4,3
Kredyty ogółem	% r/r	6,8	6,9	4,9	3,8	7,1	5,0	1,4	2,1
<b>Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)</b>	% PKB	<b>-3,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>-5,5</b>
Dług sektora finansów publicznych (ESA 2010)	% PKB	50,4	51,3	54,3	50,6	48,8	46,0	60,7	61,3
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>2,00</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>1,50</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>
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	0,21	0,20
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	1,78	1,56	2,01	1,69	1,33	1,43	0,01	0,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	2,13	2,21	2,87	2,66	2,13	1,79	0,41	0,75
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>2,51</b>	<b>2,94</b>	<b>3,62</b>	<b>3,29</b>	<b>2,81</b>	<b>2,10</b>	<b>1,22</b>	<b>1,50</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,26</b>	<b>4,26</b>	<b>4,42</b>	<b>4,17</b>	<b>4,30</b>	<b>4,26</b>	<b>4,61</b>	<b>4,40</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	3,51	3,90	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,73
PLN/CHF	PLN, k.o.	3,54	3,94	4,12	3,57	3,82	3,92	4,26	4,07
<b>założenia zewnętrzne</b>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>
PKB - USA	% r/r	2,5	3,1	1,7	2,3	3,0	2,2	-3,5	5,7
PKB - strefa euro	% r/r	1,4	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,8	3,8
PKB - Chiny	% r/r	7,4	7,0	6,8	6,9	6,8	6,0	2,0	7,8
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	0,1	1,0
<b>Stopa funduszy federalnych Fed**</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<b>0,50</b>	<b>0,75</b>	<b>1,50</b>	<b>2,50</b>	<b>1,75</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	0,25
Obligacje USA 10L	%, k.o.	2,18	2,28	2,46	2,42	2,70	1,92	0,91	1,25
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,05</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	0,54	0,63	0,20	0,42	0,24	-0,19	-0,58	-0,35
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-	-	-	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,22</b>	<b>1,09</b>	<b>1,05</b>	<b>1,20</b>	<b>1,15</b>	<b>1,12</b>	<b>1,22</b>	<b>1,18</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za baryłkę	USD, śr.	98,9	52,4	43,8	54,3	71,0	64,1	42,3	59,0

% 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	4q20	1q21P	2q21P	3q21P	4q21P
<b>Produkt Krajowy Brutto</b>	% r/r	<b>1,9</b>	<b>-8,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>9,7</b>	<b>2,4</b>	<b>5,8</b>
Popyt krajowy	% r/r	1,0	-9,9	-3,2	-2,7	-1,4	8,6	3,1	5,4
Spżycie indywidualne	% r/r	1,2	-10,8	0,4	-3,0	-2,6	11,7	3,0	6,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	0,9	-10,7	-9,0	-10,7	-4,6	2,0	4,1	3,6
Wkład salda obrotów z zagranicą we wzrost PKB	% PKB	0,9	1,5	1,7	-0,1	-0,6	1,1	-0,7	0,4
Saldo rachunku obrotów bieżących	% PKB	1,0	2,1	2,8	3,1	3,2	3,2	2,7	2,6
	mld EUR	4,6	5,5	3,2	2,8	4,8	6,1	0,7	2,7
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, śr.	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	-1,7	-1,5	-1,0	-1,2	0,8	0,5	0,2
Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narod.	% r/r	7,7	3,8	4,8	5,1	4,5	6,0	4,5	4,5
	% r/r, real.	3,0	0,6	1,7	2,2	2,2	3,4	2,3	2,4
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, k.o.	<b>4,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	% r/r, k.o.	3,6	4,1	4,3	3,7	3,1	2,0	1,5	1,3
<b>Stopa referencyjna NBP</b>	%, k.o.	<b>1,00</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>
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	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20
Obligacje skarbowe 2L	%, k.o.	0,82	0,07	0,04	0,01	0,05	0,10	0,10	0,15
Obligacje skarbowe 5L	%, k.o.	1,23	0,68	0,56	0,41	0,60	0,65	0,70	0,75
<b>Obligacje skarbowe 10L</b>	%, k.o.	<b>1,62</b>	<b>1,36</b>	<b>1,30</b>	<b>1,22</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,35</b>	<b>1,50</b>
<b>PLN/EUR</b>	PLN, k.o.	<b>4,55</b>	<b>4,47</b>	<b>4,53</b>	<b>4,61</b>	<b>4,50</b>	<b>4,47</b>	<b>4,42</b>	<b>4,40</b>
PLN/USD	PLN, k.o.	4,15	3,98	3,87	3,76	3,72	3,72	3,73	3,73
PLN/CHF	PLN, k.o.	4,30	4,18	4,19	4,26	4,17	4,13	4,09	4,07

założenia zewnętrzne		1q20	2q20	3q20P	4q20	1q21P	2q21P	3q21P	4q21P
PKB - USA	% r/r	0,3	-9,0	-2,8	-2,5	-0,6	11,8	6,1	6,0
PKB - strefa euro	% r/r	-3,2	-14,7	-4,3	-4,9	-2,7	11,9	2,5	4,5
PKB - Chiny	% r/r	-6,8	3,2	4,9	6,5	15,0	7,0	5,5	3,8
<b>Stopa funduszy federalnych Fed*</b>	%, k.o.	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>	<b>0,25</b>
LIBOR USD 3M	%, k.o.	-	-	-	-	0,20	0,25	0,25	0,25
Obligacje USA 10L	%, k.o.	0,67	0,66	0,68	0,91	1,15	1,20	1,20	1,25
<b>Stopa repo EBC</b>	%, k.o.	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
EURIBOR 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,55	-0,50	-0,50	-0,50
Obligacje GER 10L	%, k.o.	-0,48	-0,46	-0,52	-0,58	-0,45	-0,45	-0,35	-0,35
LIBOR CHF 3M	%, k.o.	-	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
<b>USD/EUR</b>	USD, k.o.	<b>1,10</b>	<b>1,12</b>	<b>1,17</b>	<b>1,22</b>	<b>1,21</b>	<b>1,20</b>	<b>1,19</b>	<b>1,18</b>
Cena ropy naftowej typu Brent za barytkę	USD, śr.	50,3	31,4	42,7	44,6	56,2	60,0	60,0	60,0

% 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.