

Kwartalny raport makroekonomiczny
Biuro Badań i Analiz BGK

Grudzień 2020

Globalny wciąż pod wpływem koronawirusowych efektów

Jesienna fala koronawirusowych zakażeń i związanych z nią restrykcji epidemicznych negatywnie oddziałuje na globalną gospodarkę. Jej wpływ jest jednak zdecydowanie mniejszy niż w trakcie wiosny, a wyniki największych gospodarek są bardziej zróżnicowane. W USA nasilenie pandemii wyhamowało poprawę kondycji rynku pracy. Koniunktura pozostaje silnie uzależniona od nadal nieuzgodnionej polityki fiskalnej, co – pomimo mocnych wyników w III kwartale – studzi optymizm. W Chinach nabrało tempa odrabianie pandemicznych strat z pierwszych miesięcy roku. Indeksy koniunktury wskazują na najlepsze od dekady wyniki. W strefie euro, po słabym odbiciu w lecie, przełom roku przynosi ponowne, spowodowane restrykcjami, osłabienie wzrostu. Silnie poluzowane policy-mix ma zapewnić odbicie gospodarcze w kolejnym roku. To jednak w skali globalnej będzie uzależnione od skuteczności i tempa wprowadzania szczepionki na koronawirusa.

W krajowej gospodarce słaby przełom roku, perspektywy na kolejny jednak dobre

Restrykcje epidemiczne odcisnęły piętno na krajowej gospodarce. Nieunikniony jest głęboki spadek konsumpcji w IV kwartale bieżącego roku. Jego konsekwencją będzie ponowne obniżenie dynamiki PKB. W efekcie, w całym roku PKB spadnie o około 3%. Zważywszy nieprędkie perspektywy luzowania ograniczeń epidemicznych, słabe będzie również wejście w nowy rok. Niemniej, podobnie jak w lecie, na wiosnę oczekujemy zdecydowanego odreagowania. Łatwość odbudowy zapewniać będą wciąż relatywnie niewielkie ubytki na rynku pracy oraz mocne wyniki przemysłu. Kolejne kwartały, wraz z efektami niskiej bazy, będą przynosić imponujące wyniki. Oczekujemy, że cały przyszły rok Polska gospodarka zakończy na wysokim, prawie 5-procentowym plusie.

Polityki monetarne wciąż będą przynajmniej częściowo neutralizować impulsy negatywne dla cen długu

Na bazowych rynkach długu, rentowności najważniejszych benchmarków stopniowo oddalają się od rekordowo niskich poziomów notowanych w poprzednich kwartałach. Ruch może postępować w najbliższych miesiącach. Sprzyjają temu oczekiwania na poprawę stanu globalnej koniunktury oraz postęp we wprowadzaniu szczepionek. W tym samym kierunku oddziaływać będzie powszechne luzowanie fiskalne. Skalę zmian ograniczać będą wciąż luźne polityki monetarne najważniejszych banków centralnych. Na krajowy FI największy wpływ będą miały działania NBP. Zakładamy, że będą one skutkować wypłaszczeniem krzywej.

Dolar może zacząć odrabiać straty, złoty będzie korzystać na postcovidowej odbudowie

Na FX zatrzymane zostały wzrosty EURUSD. Przyjęcie kolejnego pakietu fiskalnego w USA może dać impuls do umocnienia dolara w najbliższych miesiącach. Jednocześnie EURPLN może dalej przesunąć się w dół, odrabiając koronakryzysowe wzrosty. Służyć temu będzie poprawa krajowej koniunktury. Skalę umocnienia złotego wobec euro może zredukować retoryka NBP.

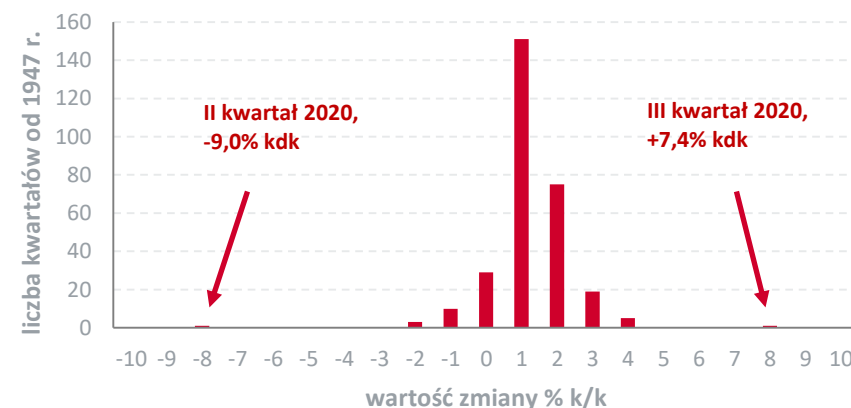


Za granicą

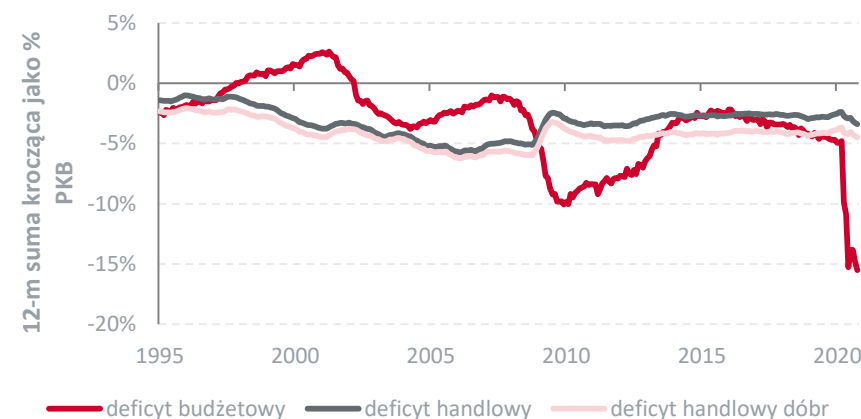
V-kształtne odbicie w USA stymulowane luzowaniem fiskalnym

- W USA III kwartał przyniósł V-kształtne odbicie dynamiki PKB. Przyrost PKB był oparty na tych komponentach, które w poprzednich kwartałach najsilniej ciążyły wzrostowi gospodarczemu, a więc w pierwszej kolejności na konsumpcji oraz w mniejszym stopniu na inwestycjach oraz zapasach. Z silnym odbiciem konsumpcji korespondowały względnie dobre nastroje gospodarstw domowych, zwłaszcza w odniesieniu do utrzymujących się problemów na rynku pracy. Nie byłoby to możliwe bez silnego impulsu ze strony polityki fiskalnej – głównie w postaci wysokich transferów do gospodarstw domowych.
- Ponadto, wzrost konsumpcji ma K-kształtny charakter. Beneficjentami koronakryzysu są relatywnie dobrze sytuowane gospodarstwa domowe i to one mogą pozwolić sobie na dodatkowe zakupy. Natomiast problemy z zatrudnieniem dotyczą w pierwszej kolejności najmniej zarabiających.
- Ujawniają się negatywne efekty obecnego policy-mix. Utrzymuje się bardzo szybki wzrost deficytu budżetowego oraz połączone z nim zwiększenie długu publicznego. Rośnie on w szybkim tempie, analogicznym do notowanego w okresie kryzysu z 2008 roku. Nominalne wzrosty są przy tym rekordowe. Od początku roku amerykański dług publiczny zwiększył się o ponad 4 bln dolarów, do poziomu przekraczającego 27 bln dolarów. Towarzyszyło temu gwałtowne rozszerzenie deficytu w bilansie handlowym. Po wiosennym załamaniu o wiele szybciej odbudowuje się napędzany konsumpcją import niż ograniczany niskimi cenami surowców eksport. W ujęciu geograficznym, wzrost deficytu nastąpił przede wszystkim w wymianie handlowej z Chinami. Stawia to pod znakiem zapytania skuteczność polityki nakierowanej na większe zrównoważenie w relacjach handlowych z Państwem Środka.

Rekordowa skala wahań PKB USA w II i III kwartale 2020*



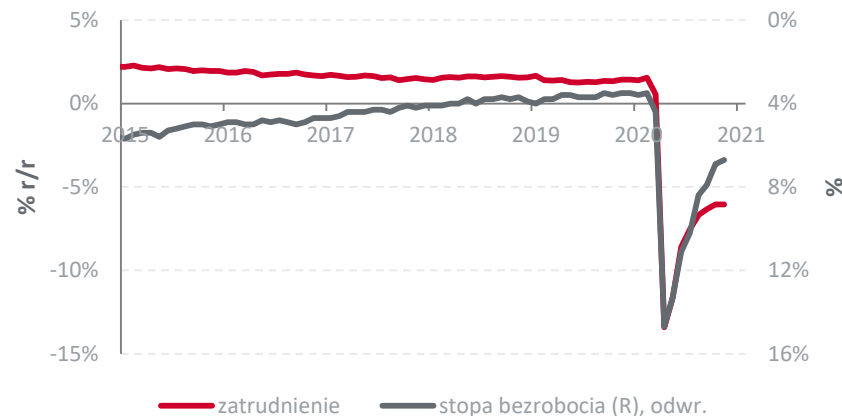
Silny wzrost deficytu handlowego oraz budżetowego USA w bieżącym roku



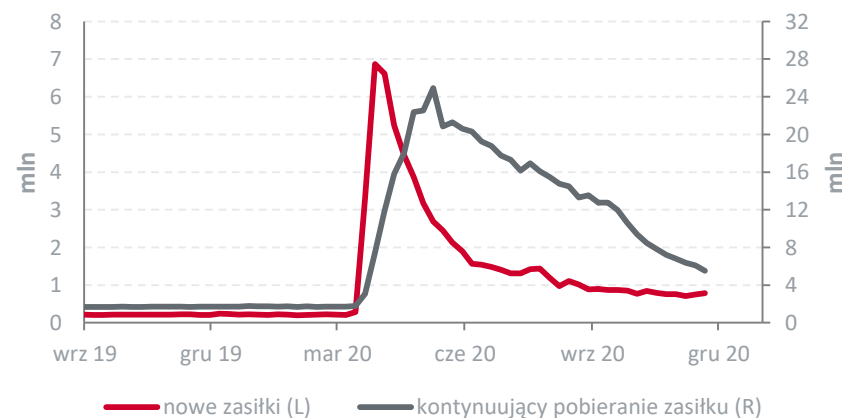
Kondycja amerykańskiego rynku pracy czynnikiem blokującym zmianę polityki FOMC

- Jesienna fala zakażeń COVID-19 spowolniła postępującą od maja poprawę kondycji amerykańskiego rynku pracy. W listopadzie wzrost liczby pracujących był najwolniejszy od wielu miesięcy, a stopa bezrobocia obniżyła się tylko nieznacznie. Jednocześnie następuje pogorszenie nastrojów konsumenckich oraz koniunktury przedsiębiorstw. Ich struktura ukazuje przy tym mało satysfakcjonujące poziomy składowych dotyczących zatrudnienia.
- Jesienne pogorszenie nastrojów może utrwalić negatywne tendencje związane ze wzrostem bezrobocia strukturalnego. Przedsiębiorstwa nadal ogłaszają nowe programy optymalizacyjne i trwałe cięcia etatów. W efekcie, chociaż problemy wydają się być jedynie przejściowe, zawęża się przestrzeń do możliwości szybkiego odrobienia strat.
- W takich uwarunkowaniach dane za kolejne miesiące przyniosą przytemperowanie konsumpcji, będącej najważniejszym komponentem amerykańskiego PKB, i w konsekwencji słaby odczyt PKB w USA za IV kwartał. Kondycja rynku pracy pogarsza przy tym perspektywy wzrostu konsumpcji w dłuższym horyzoncie i powoduje silne uzależnienie koniunktury od impulsu fiskalnego. Niepewność związana z polityką fiskalną pozostaje wysoka. Tym samym o V-kształtne odbicie po jesiennej fali pandemii COVID-19 może być trudniej niż po wiosennej.
- W takich uwarunkowaniach nie ma przestrzeni do zmiany kształtu polityki pieniężnej. Rezerwa Federalna pozostanie na kursie wyraźnego zwiększania sumy bilansowej poprzez zakupy papierów skarbowych i trzymania krzywej rentowności na relatywnie niskich poziomach. Odejście od dotychczasowej retoryki będzie możliwe wówczas, gdy sytuacja na rynku pracy znajdzie się pod kontrolą, co może nastąpić dopiero po opanowaniu pandemii koronawirusa.

Jesienne wyhamowanie wzrostu zatrudnienia i spadku stopy bezrobocia w USA



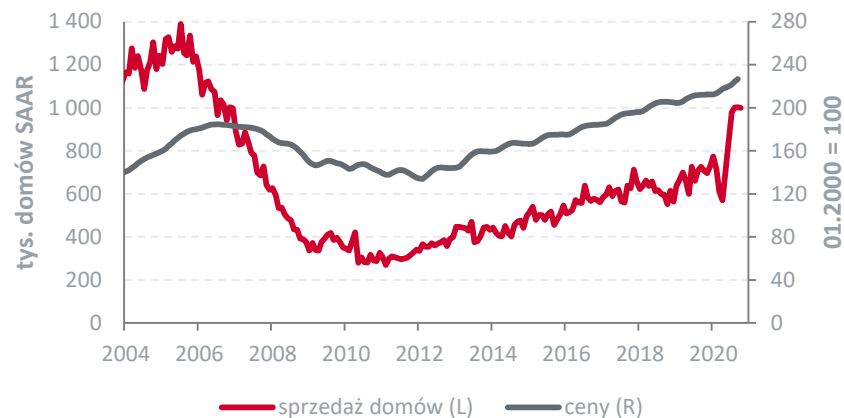
Wciąż podwyższony poziom liczby nowych bezrobotnych oraz kontynuujących pobieranie zasiłków



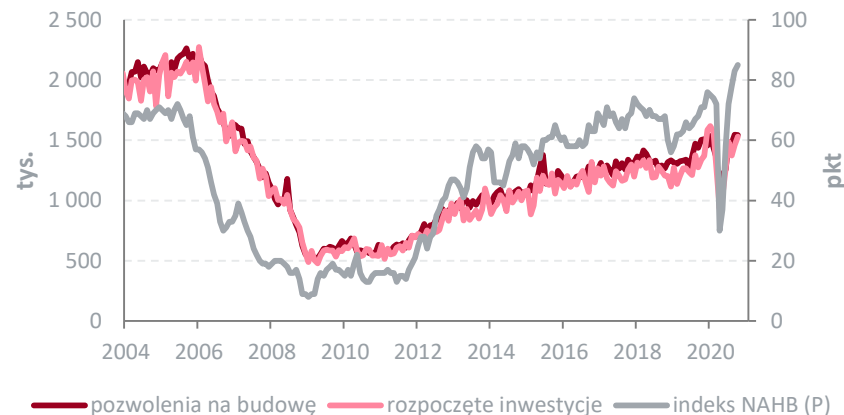
Amerykański rynek nieruchomości w najlepszej kondycji od okresu sprzed kryzysu finansowego

- Amerykański rynek nieruchomości – najsilniej dotknięty w poprzednim kryzysie – w ostatnich miesiącach dostarczał przede wszystkim pozytywnych niespodzianek. Nie przeszkodziła temu słaba kondycja rynku pracy. Obecny poziom sprzedaży domów, zarówno na rynku wtórnym, jak i pierwotnym, jest najwyższy od pierwszej dekady XXI wieku. Korespondują z tym mocne wyniki badań koniunktury konsumenckiej, z podwyższonym odsetkiem gospodarstw domowych zainteresowanych zakupem nieruchomości. Wiązać to można z będącą skutkiem koronakryzysu zmianą stylu życia (*home office*), która przełożyła się na popyt na domy o większej powierzchni. Jednocześnie efektywność popytu wspomogły spadki oprocentowania kredytów hipotecznych. Te są oparte na rentownościach 30-letnich UST, które w bieżącym roku ustanawiały nowe minima.
- W konsekwencji, w szybkim tempie malał zasób dostępnych na rynku domów i skracał się czas sprzedaży nieruchomości. Towarzyszyła temu presja na wzrosty cen. Ich dynamika w III kwartale podniosła się do poziomów najwyższych od 7 lat.
- Uwarunkowania te powodują rozkwit działalności branży budownictwa mieszkaniowego. Na rekordowo wysokich poziomach kształtuje się indeks koniunktury deweloperów (NAHB). Zwiększona aktywność widoczna jest zarówno we wskaźnikach wyprzedzających (pozwolenia, nowe inwestycje), jak i w nakładach w budownictwie. W konsekwencji przekłada się to na pozytywną kontrybucję sektora budowlanego do PKB.
- Obecne trendy, jeśli będą się utrzymywać w kolejnych kwartałach, mogą sygnalizować przegrzanie rynku. W efekcie spodziewamy się, że sytuacja na rynku nieruchomości może mieć wpływ na działania FOMC, zwłaszcza w odniesieniu do skali skupu papierów typu MBS.

Sprzedaż domów na wielodekadowych szczytach stymuluje wzrosty cen nieruchomości

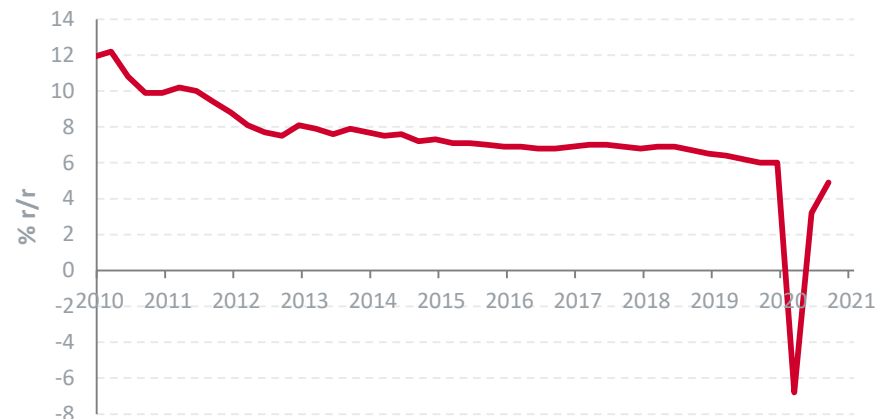


Rekordowo dobre nastroje deweloperów przekładają się na ich wyższą aktywność

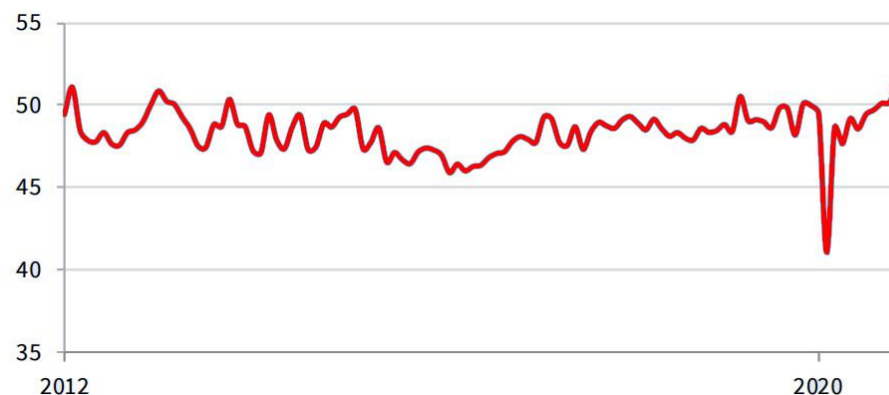


- Rozlewająca się na jesieni fala covidowych zakażeń i powiązanego z tym osłabienia koniunktury nie dotyka chińskiej gospodarki. Dostępne dane dotyczące Państwa Środka (np. Caixin PMI) wskazują, że jego gospodarka przechodzi obecnie ożywienie najsilniejsze od około dekady. Wyraźna poprawa koniunktury obejmuje zarówno sektor przemysłowy, jak i usługi. Indeksy koniunktury wskazują przy tym silny wzrost popytu na pracę, co świadczy o trwałości ożywienia. Poprawa jest też widoczna w twardych danych o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Tym samym IV kwartał przyniesie zapewne powrót dynamiki PKB na ścieżkę przedpandemicznego wzrostu (około 6% rdr).
- Mocne wzrosty w II połowie roku notuje chiński eksport. Rośnie on na silnym popycie na dobra związane z pandemią koronawirusa, takie jak sprzęt medyczny czy elektronika, na którą popyt wyraźnie wzrósł ze względu na powszechny home-office. Towarzyszy temu jedynie umiarkowany wzrost importu, co – choć generuje wysoką nadwyżkę handlową (w listopadzie rekordową w historii miesięcznych danych) – jest też jednak sygnałem wolniejszej odbudowy popytu wewnętrznego. Ten zapewne będzie szybciej rósł dopiero, gdy okrzepnie poprawa kondycji rynku pracy.
- W takich uwarunkowaniach nie ma przestrzeni do luzowania polityki pieniężnej w Państwie Środka. Możliwa jest też większa tolerancja dla silniejszego juana. Nie wykluczamy, że w przyszłym roku Ludowy Bank Chin może podnieść stopy procentowe.
- Problemem pozostają relacje handlowe z USA, zwłaszcza że bieżący rok jest okresem bardzo silnego wzrostu chińskiej nadwyżki handlowej. Dane makro mogą zwiększać presję na nową administrację w USA, aby utrzymywać twardy kurs w temacie relacji handlowych z Chinami.

Chiński PKB powoli wraca na przedpandemiczną ścieżkę



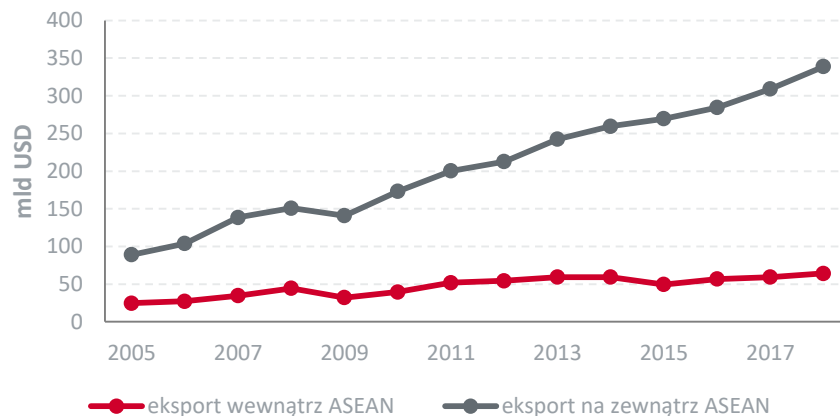
Subindeks zatrudnienia Caixin PMI na wieloletnich szczytach



Chiny poszerzają wpływy w Azji w ramach umowy handlowej RCEP

- Przeciwwagą dla trudnych relacji z USA wydaje się być poszerzenie chińskich wpływów na rynkach APAC. Na ostatnim szczycie Państw ASEAN podpisana została umowa o RCEP (z ang. *Regional Comprehensive Economic Partnership*). Poza Chinami jej sygnatariuszami były: Japonia, Korea Południowa, Indonezja, Tajlandia, Singapur, Malezja, Filipiny, Wietnam, Birma, Kambodża, Laos i Bruna, Australia i Nowa Zelandia. Tym samym jest to największa na świecie umowa handlowa. Obejmuje ona ponad 2 miliardy ludzi. Kraje RCEP wytwarzają ok. 30 proc. światowego PKB.
- W pierwszej kolejności RCEP zakłada redukcję ceł. Ma nimi zostać objęte 65% wymiany towarowej w regionie. Umowa ma także regulować uproszczenie procedur oraz dokumentacji handlowych oraz ułatwienie wzajemnych inwestycji. Umowa zakłada także ochronę praw własności intelektualnej. Niemniej umowa nie zawiera ustaleń regulacji dotyczących ochrony środowiska oraz pomocy publicznej.
- Do RCEP nie przystąpiły Indie. Umowa pozostaje jednak otwarta, a jej siła w przypadku dołączenia Indii może być jeszcze większa. Rząd w Delhi wycofał się wcześniej z negocjacji z powodu wewnętrznego sprzeciwu wobec wymogów otwarcia rynku.
- RCEP jeszcze bardziej odsuwa w cień drugi pakt handlowy krajów tego regionu - TPP (*Trans-Pacific Partnership*). TPP został wynegocjowany w trakcie prezydentury Baracka Obamy, przy czym za kadencji Donalda Trumpa USA z niego wyszły. Niewykluczone, że RCEP będzie sprzyjał scenariuszowi ponownego dołączenia USA do trans-pacyficznego paktu handlowego w trakcie rządów administracji nowego gospodarza Białego Domu, Joe Bidena.

Mimo bliskości geograficznej, handel państw ASEAN pozostawał mało rozwinięty w porównaniu do ekspansji na resztę świata



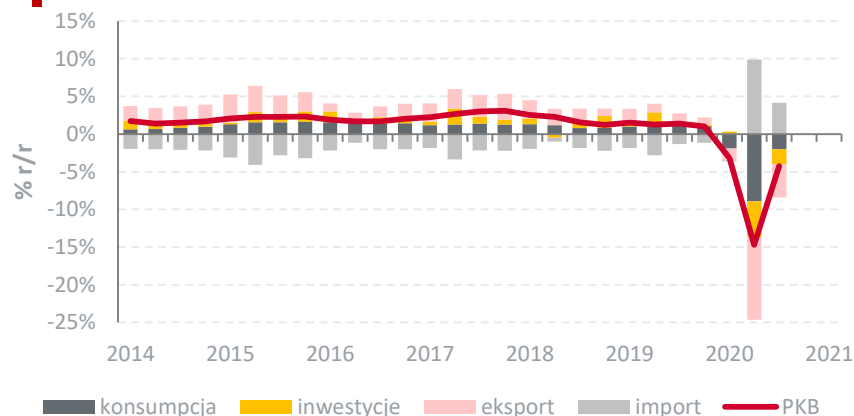
	mld PPP USD	mld USD	mld USD	% PKB	% PKB
	PKB	Eksport	Import	Eksport	Import
Brunei	28,0	7,8	6,8	58%	51%
Cambodia	75,4	21,1	25,5	61%	62%
Indonesia	3 329,2	200,1	204,4	18%	19%
Laos	58,4	6,2	7,3	34%	40%
Malaysia	943,3	246,5	221,3	65%	58%
Myanmar	289,4	17,5	17,4	30,4%	30,3%
Philippines	1 003,0	94,5	130,9	28%	40%
Singapore	578,2	645,6	541,9	174%	146%
Thailand	1 338,8	324,8	274,8	60%	51%
Vietnam	807,8	280,8	261,7	107%	104%
China	23 460,2	2 643,4	2 479,3	18%	17%
Japan	5 459,2	904,9	900,3	18,5%	18,3%
South Korea	2 225,0	669,6	615,8	40%	37%
Australia	1 352,4	342,4	295,6	24%	22%
New Zealand	216,1	56,8	56,5	28,0%	28,0%
Total	41 164,4	6 461,9	6 039,3	25%	23%

Na czerwono dane za 2018 r.

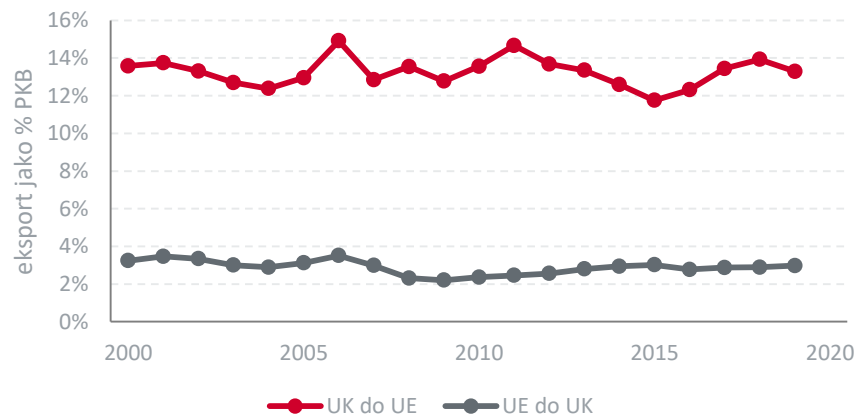
Słabe odbicie koniunktury w strefie euro

- W strefie euro, po wiosennym załamaniu, skala notowanego w miesiącach letnich odbicia wzrostu gospodarczego była relatywnie mała. Jesienne dane ze strefy euro dostarczają więcej negatywnych niż pozytywnych niespodzianek. Te pierwsze są generowane przez wpływ pandemii na funkcjonowanie gospodarek. Najgorzej radzą sobie te kraje, które mają wysoką ekspozycję na turystykę, wyrażoną przede wszystkim wysokim udziałem zatrudnionych w branży hotelarskiej i gastronomicznej. Biorąc pod uwagę to, że koronawirusowe restrykcje mogą utrzymywać się przynajmniej do wiosny, perspektywy na najbliższe kwartały są bardzo słabe.
- Jednocześnie europejski przemysł zyskuje na ożywieniu gospodarczym w Chinach. Najbardziej widoczne jest to w Niemczech. W konsekwencji, podobnie jak to miało miejsce w trakcie poprzedniego kryzysu, wyjście poszczególnych krajów z koronakryzysu nie będzie równomierne, czego wyrazem będzie bardzo zróżnicowany poziom potrzeb związanych ze stymulacją fiskalno-monetarną, co też może być źródłem napięć wewnątrz Eurolandu.
- Dodatkowym problemem jest niedokończona sprawa wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Porozumienia regulujące relacje handlowe musi być zawarte przed wygaśnięciem brytyjskiej umowy przejściowej, czyli do 1 stycznia 2021 roku. Rozmowy oparte były na założeniu zero ceł i zero ograniczeń. Niemniej w trakcie prac pojawiły się istotne rozbieżności. Obszarów, których one dotyczą jest sporo: prawa pracownicze, ochrona środowiska, rozwiązywanie sporów, w tym rola trybunału UE oraz kwestie związane z funkcjonowaniem Irlandii Północnej.
- W konsekwencji rośnie ryzyko, że umowa nie zostanie przyjęta w wymaganym terminie. W takim wariancie obowiązywałyby zasady WTO (cła, kontyngenty i inne ograniczenia pozataryfowe). Biorąc pod uwagę dużą skalę obrotów towarowych z UK, jak i notowane przez kraje UE, w tym Polskę, nadwyżki handlowe, straty byłyby duże. Kompromis, jeśli do niego dojdzie, zostanie zapewne opracowany na ostatnią chwilę.

Słabe odbicie PKB w III kwartale w strefie euro



UK mocniej zależy od UE niż UE od UK

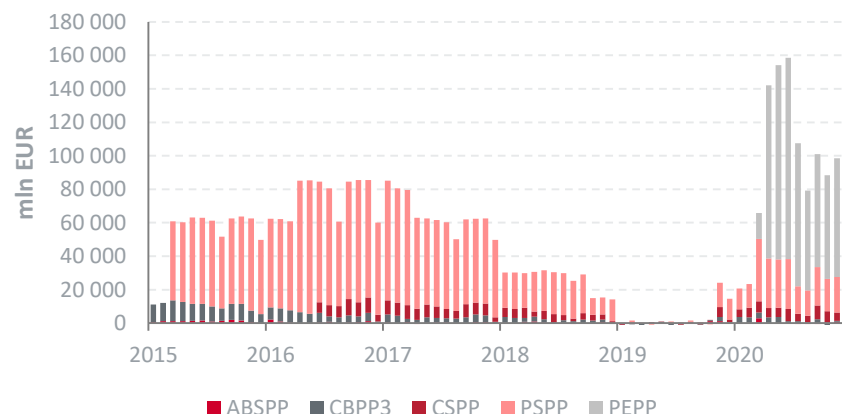


- W najsłabszych gospodarkach strefy euro widoczne jest nasilenie presji na spadki cen konsumpcyjnych w związku z koronakryzysem, w przeciwieństwie do silniejszych gospodarek, gdzie niewielkie pozostaje ryzyko trwałej deflacji. Znaczenie tego czynnika ponownie rośnie ze względu na wzrost zadłużenia publicznego. Ujemna dynamika cen będzie jeszcze bardziej pogarszać relacje długu do PKB i to w krajach mających w tym względzie największe problemy.
- Strefa euro wymaga silnego impulsu fiskalnego, zwłaszcza w krajach, w których stan koniunktury pozostawiał wiele do życzenia jeszcze w okresie przed wybuchem pandemii. Odpowiedzią na to ma być nowy budżet UE na lata 2021-2027 z funduszem odbudowy, o łącznej wartości około 1,8 bln euro. Wydaje się, że osiągnięty przy tym został konsensus dotyczący szeroko zakrojonego luzowania fiskalnego popierany również przez dotychczas konserwatywne fiskalnie kraje, takie jak Niemcy, czy Austria.
- Połączenie szybkiego wzrostu długu publicznego oraz niskiej inflacji zmuszają Radę EBC do dalszego luzowania polityki poprzez zwiększanie programów skupu obligacji. Na grudniowym posiedzeniu Rada EBC zwiększyła nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii (PEPP) o 500 mld do 1,85 bln euro. Ponadto, EBC w dalszym ciągu będzie dokonywał skupu aktywów w ramach programu skupu APP w dotychczasowym miesięcznym tempie 20 miliardów euro. Oczekiwać można przy tym długiego okresu reinwestycji spłat kapitału dla obydwu programów.
- EBC stara się przy tym łagodzić negatywny wpływ niskich rentowności na kondycję sektora bankowego. W tym celu prowadzone są dodatkowe pandemiczne programy pożyczkowe dla banków (PELTRO) o jeszcze bardziej złagodzonych kryteriach.
- W naszej ocenie bardzo mało prawdopodobne jest obecnie odejście od bieżącej polityki w horyzoncie końca 2021 roku.

Roczna inflacja w Eurolandzie ponownie na ujemnych poziomach



Skala skupu obligacji przez EBC pozostanie wysoka



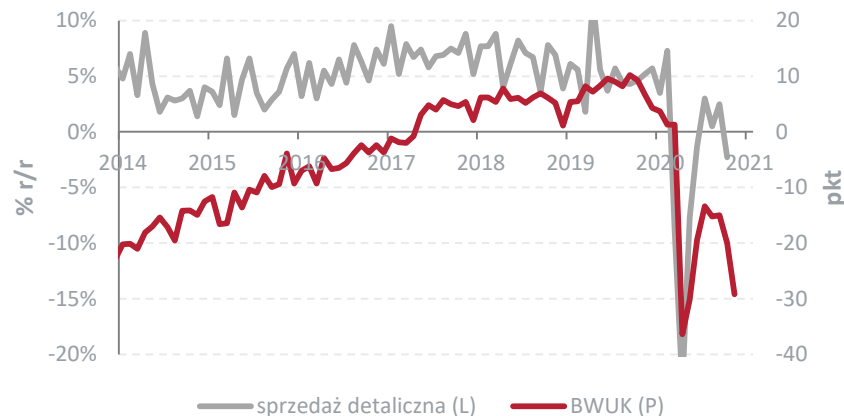
ABSPP – Asset-Backed Securities Purchase Programme
CBPP3 – Third Covered Bond Purchase Programme
CSPP – Corporate Sector Purchase Programme
PSPP – Public Sector Purchase Programme
PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme

W kraju

Koniunktura znacznej części sektora usługowego ponownie blisko wiosennych dołków

- Jesienna fala wzrostu zakażeń koronawirusem i związane z nią restrykcje epidemiczne są głównym powodem osłabienia koniunktury w ostatnich miesiącach bieżącego roku. Poziom restrykcji nie jest tak wysoki jak wiosną, więc ich negatywne oddziaływanie na krajową gospodarkę jest słabsze niż w pierwszej połowie roku. Niemniej istotnie pogarszają się nastroje gospodarstw domowych. Osłabienie widoczne jest zarówno w wymiarze ocen bieżącej i przyszłej sytuacji ekonomicznej, jak i w wymiarze skłonności do konsumpcji.
- Nieuniknione są wyraźne spadki konsumpcji pod koniec bieżącego roku. Widać je już w miesięcznych odczytach o sprzedaży detalicznej. Słaby był zwłaszcza listopad, kiedy zamknięte były centra handlowe. Po grudniowej poprawie i lekkim odreagowaniu, słabe może być też wejście w nowy rok. Kluczowy przy tym będzie dalszy przebieg epidemii. Nie można wykluczyć zaostrzenia restrykcji w efekcie świątecznego wzrostu zakażeń. Kolejne miesiące będą zapewne przynosić bardziej zdecydowaną i trwałą poprawę, zwłaszcza jeśli realizować się będzie scenariusz powszechnych szczepień na COVID planowanych na początek przyszłego roku.
- Poziom restrykcji epidemicznych będzie także determinował to, czy na oczekiwanym odbiciu konsumpcji będą korzystać najbardziej dotknięte branże gastronomii, turystyki i rekreacji oraz kultury i rozrywki. Chodzi przede wszystkim o ograniczenie działania restauracji do posiłków na wynos, czy skumulowanie terminu ferii szkolnych. Te restrykcje przełożyły się na ponowne nurkowanie nastrojów w tych branżach do poziomów wiosennych dołków. Ponad połowa przedsiębiorstw w nich działających jest zagrożona widmem bankructwa. Wiele wskazuje na to, że problemy najsilniej dotkniętych branż będą utrzymywać się jeszcze w przyszłym roku.

Jesienne pogorszenie koniunktury konsumenckiej i sprzedaży detalicznej



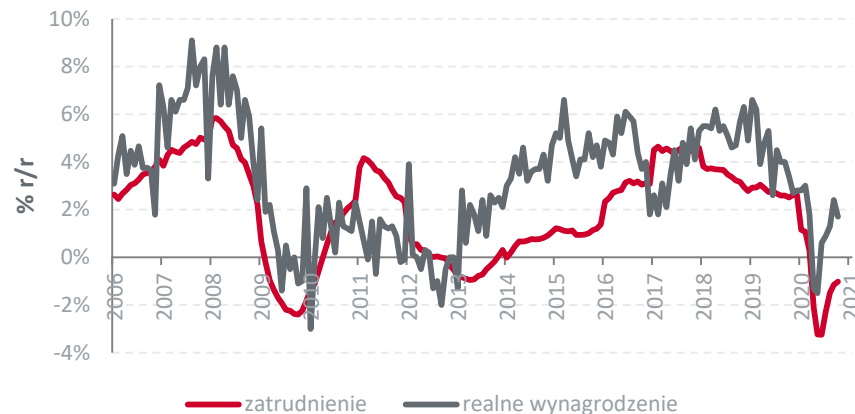
Wskaźniki koniunktury dla gastronomii i hotelarstwa ponownie na wiosennych minimach



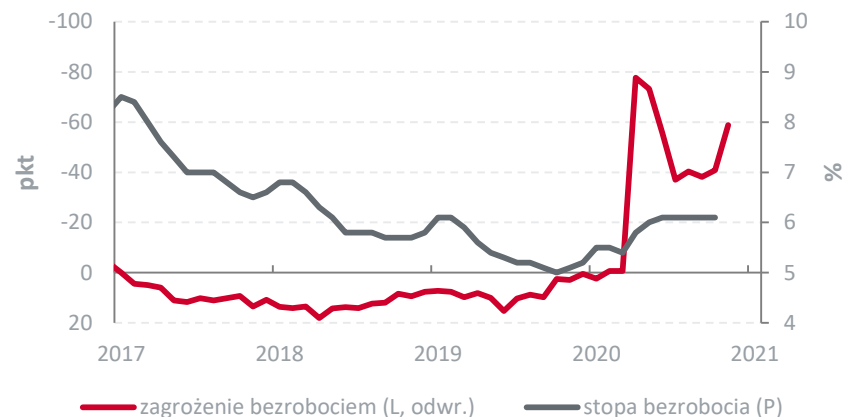
Czy rynek pracy bez większych strat wytrzyma drugą falę koronawirusa?

- Dotychczas rynek pracy względnie dobrze przechodził koronawirusowe ograniczenia aktywności, choć programy oszczędnościowo-optymalizacyjne były powszechnie wprowadzane, w tym przez przedsiębiorstwa bezpośrednio niedotknięte restrykcjami epidemicznymi. W ujęciu rocznym, w sektorze przedsiębiorstw zatrudnienie zmniejszyło się o niecałe 100 tys. etatów, co jest ubytkiem relatywnie niewielkim. Znalazło to też odzwierciedlenie we wzroście stopy bezrobocia do 6,1% wobec 5,0% rok wcześniej. Do obniżenia wrażliwości rynku pracy na załamanie koniunktury przyczyniły się programy pomocowe nakierowane na utrzymanie zatrudnienia. Na solidnych poziomach pozostała też dynamika wynagrodzeń, choć kształtuje się ona na poziomach wyraźnie niższych od przedpandemicznych.
- Jesienna fala koronawirusa oraz związane z nią restrykcje epidemiczne stanowią ponownie wyzwanie dla utrzymania kondycji rynku pracy. Bezpośrednio na skutki ograniczeń administracyjnych jest narażone około 0,5 mln pracowników zatrudnionych przede wszystkim w sekcjach usług tj. gastronomia i rekreacja, usługi turystyczne oraz kultura i rozrywka. Osłabienie popytu na prace jest przy tym powszechne w całej gospodarce. Rośnie też poczucie zagrożenia bezrobociem w badaniach gospodarstw domowych. Jednocześnie jednak wciąż znaczący jest udział przedsiębiorstw, których barierą dla rozwoju jest brak wykwalifikowanych pracowników. Dotyczy to w pierwszej kolejności stanowisk liniowych.
- Zakładamy, że negatywne efekty pandemii nadal będą się materializować w niewielkiej skali. Spodziewamy się dalszego nieznacznego ograniczenia zatrudnienia oraz przytemperowania presji płacowej. Tę drugą będą jednak podnosić efekty zwiększania płacy minimalnej.

Odbicie dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia



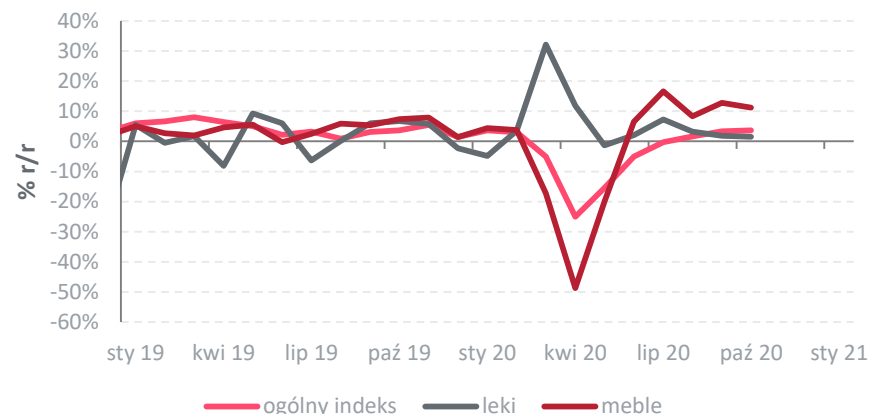
Indeks GUS o poczuciu zagrożenia bezrobociem vs stopa bezrobocia rejestrowanego



II fala pandemii osłabia żywienie w przemyśle, lecz go nie zatrzyma

- Od czerwca roczna dynamika produkcji przemysłowej pozostaje na dodatnim poziomie. Mocne wyniki prezentowała większość sekcji tego sektora. Korzystnie oddziaływały zarówno czynniki globalne, związane z żywieniem w Niemczech oraz w Chinach, jak i lokalne. Bardzo dobry rok notują producenci mebli i wyrobów farmaceutycznych.
- Ostatnie miesiące przyniosły jednak osłabienie nastrojów. Chociaż straty przemysłu są nieporównywalnie mniejsze niż w trakcie wiosennego lockdownu, również na jesieni odczuwalne są skutki epidemii. Poza spadkami zamówień, zarówno krajowych, jak i eksportowych, oraz zmniejszeniem produkcji, firmy mają problem z zapewnieniem ciągłości działania. Negatywnie w tym względzie oddziałują powszechne kwarantanny pracowników. W konsekwencji rosną zaległości produkcyjne. Przedsiębiorstwa ratują się zwiększaniem zatrudnienia. Takie zachowanie wskazuje, że bieżące problemy traktowane są jako przejściowe. Towarzyszy temu utrzymujący się optymizm, co do dalszego wzrostu zamówień. Pozytywnie w tym względzie oddziałują dobre nastroje w sektorze przemysłowym w krajach strefy euro, zwłaszcza w Niemczech.
- Zakładamy, że dynamika produkcji przemysłowej pozostanie na dodatnim poziomie w perspektywie końca roku. Problemy związane z epidemią będą blokować scenariusz silniejszego wzrostu produkcji przemysłowej. Ten będzie możliwy dopiero pod koniec I kwartału przyszłego roku. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza pozostają kwestie Brexitu oraz relacji handlowych UK-UE.
- Jednocześnie rosnąć może presja cenowa w sektorze producenckim. To z kolei z powodu głównie wyższych cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej. Ponadto, wyższym cenom sprzyjać będzie presja kosztowa wynikająca z uwarunkowań covidowych.

Mocne wyniki produkcji przemysłu na jesieni



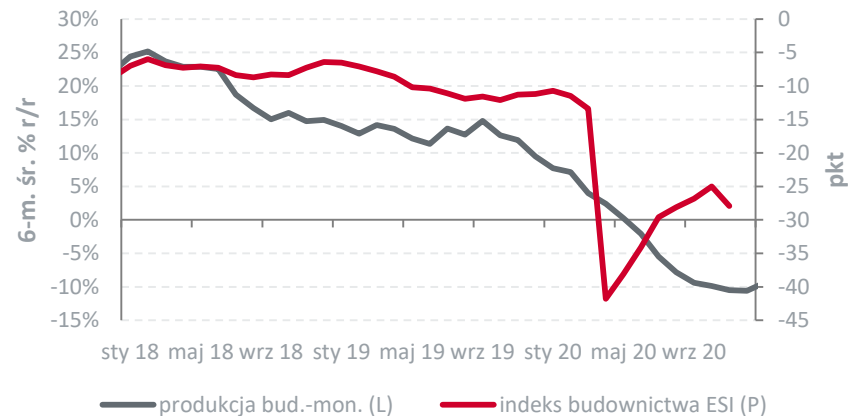
Dobiega końca okres ujemnych poziomów rocznej inflacji PPI



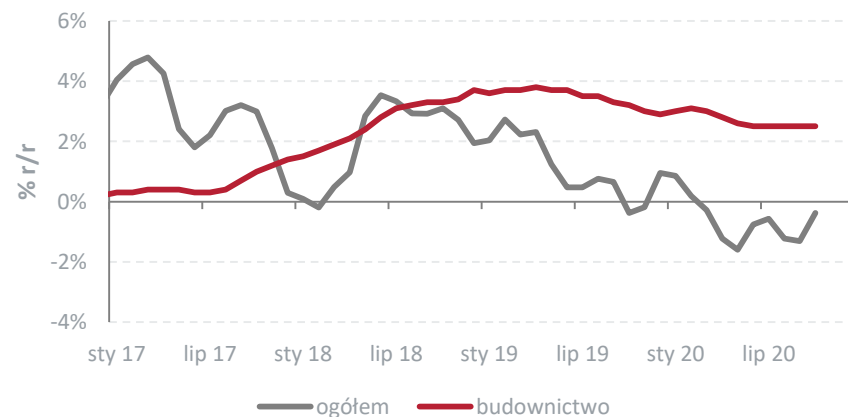
Projekty infrastrukturalne będą wspierały wyniki budownictwa

- Pandemia koronawirusa spowodowała, że produkcja budowlano-montażowa (PBM) wyhamowała po silnym przyspieszeniu na początku roku. Osłabienie dotyczyło wszystkich trzech najważniejszych działów: inżynierii lądowej, budynków oraz budownictwa specjalistycznego. Wszystkie one notowały ujemne poziomy rocznej dynamiki produkcji.
- W kolejnych kwartałach spodziewamy się większego zróżnicowania zmian w poszczególnych działach. Inżynieria lądowa będzie zyskiwać na zwiększeniu skali projektów infrastrukturalnych. Oczekujemy efektów w tym obszarze w połowie przyszłego roku. Jednocześnie budownictwo specjalistyczne może być wspierane przez inwestycje sektora energetycznego. Natomiast dalszemu wyhamowaniu może ulegać budowa budynków.
- Na rynku mieszkaniowym spodziewamy się lekkiego oddalenia od szczytu przedpandemicznej aktywności. Natomiast trwałym spadkom mogą podlegać działy niezwiązane z mieszkalnictwem. Koronawirusowe uwarunkowania będą silnym czynnikiem osłabiającym popyt na powierzchnie biurową, handlową i hotelową. Najszybciej z nieruchomości komercyjnych mogą wydzwignąć się oferty powierzchni magazynowych.
- Konsekwencją osłabienia nastrojów w sektorze budowlanym było wyhamowanie procesów inflacyjnych. Na przestrzeni ostatnich miesięcy systematycznie obniżała się inflacja PPI w tym sektorze, schodząc do poziomu najniższego od 2018 roku. Oczekujemy, że lokalne minimum indeks osiągnie na przełomie roku. Następnie ponownie może rosnąć ze względu na wyższe ceny energii i surowców oraz utrzymującą się presję płacową.

W II połowie roku roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej zeszła na ujemne poziomy



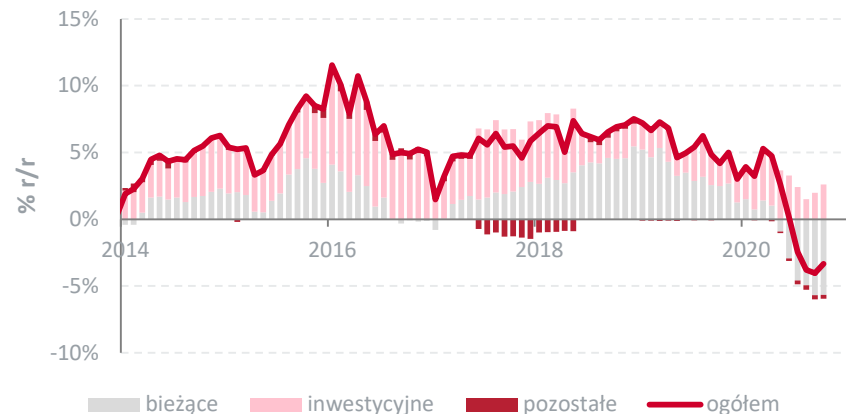
Ceny w budownictwie mogą ponownie szybciej rosnąć



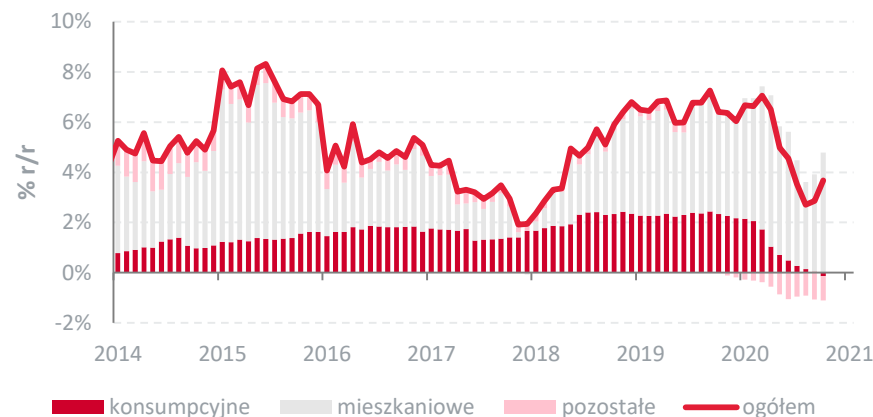
Utrzymujący się wzrost kredytu inwestycyjnego przy głębokich spadkach kredytu obrotowego

- II połowa roku przyniosła stabilizację kondycji sektora bankowego. Wyniki, choć pozostają znacząco słabsze od notowanych rok wcześniej, nie ulegają dalszemu pogorszeniu. Zys netto w całym 2020 roku w stosunku do 2019 zapewne obniży się o około 10 mld zł. Przyczynia się do tego w pierwszej kolejności polityka niskich stóp procentowych. Straty związane z NPL (ang. *non-performing loans*) są niewielkie, zważywszy na bardzo słabe wyniki krajowej gospodarki.
- Z ograniczonym poziomem strat dobrze korespondują wyniki ankiety kredytowej NBP wskazujące na jesienne luzowanie kryteriów udzielania kredytów, będące częściowym odreagowaniem wiosennego zaostrzenia polityk kredytowych.
- Silnym uwarunkowaniem pozostają środki pozyskane przez przedsiębiorstwa w ramach programów pomocowych. Te uwidaczniają się w pierwszej kolejności w wysokiej dynamice depozytów przedsiębiorstw. Dalszą konsekwencją jest związane z tym mniejsze zapotrzebowanie na kredyt bieżący. Notuje on bardzo głębokie roczne spadki. Jednocześnie jednak stabilizuje się przyrost kredytu inwestycyjnego.
- W segmencie gospodarstw domowych uwagę zwraca przyrost kredytów hipotecznych. Zachęca do tego polityka niskich stóp procentowych. Uważamy, że silniejsze przyspieszenie może nastąpić przy dalszym luzowaniu polityk kredytowych. Do tego potrzebna jednak będzie wyraźniejsza poprawa koniunktury zmniejszająca ryzyko dotyczące m. in. przyszłej kondycji rynku pracy. Rynek nieruchomości będzie także ze względu na napływ oszczędności najbardziej wrażliwy na efekty uboczne obecnie prowadzonej polityki monetarnej. Natomiast w niewielkim stopniu efekty covidowej redukcji stóp ukazały się we wzroście kredytu konsumpcyjnego, co nie zaskakuje, biorąc pod uwagę epidemiczne uwarunkowania ograniczające zakupy gospodarstw domowych.

2020 rok przyniósł spadki kredytu obrotowego



Kredyt hipoteczny, w przeciwieństwie do konsumpcyjnego, nie uległ wpływowi słabszych nastrojów gospodarstw domowych



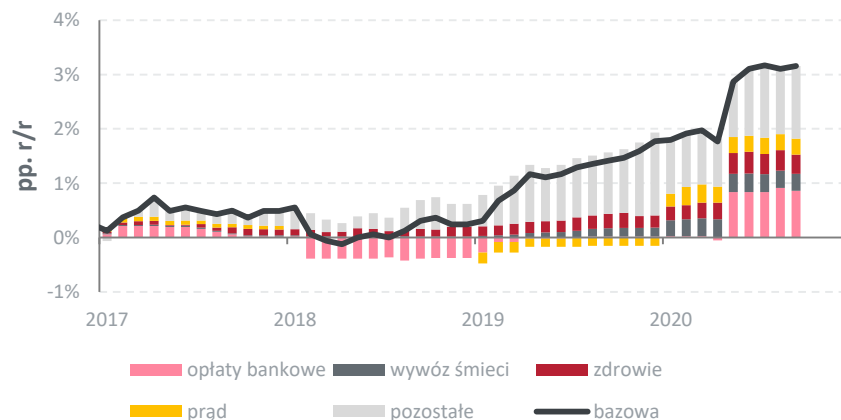
Spadki CPI w najbliższych miesiącach będą jedynie przejściowe

- Ostatnie miesiące przyniosły stabilizację poziomu rocznej inflacji CPI blisko 3,0%. Towarzyszyły temu również niewielkie zmiany inflacji bazowej. Ta pozostawała na podwyższonym poziomie przekraczającym 4% r/r.
- Oczekujemy, że na przełomie roczny CPI ulegnie silniejszemu obniżeniu ze względu na efekty bazy oraz dezinflacyjne oddziaływanie cen żywności.
- Zakładamy jednak, że grudniowe spadki CPI będą jedynie przejściowe. W przyszłym roku procesy inflacyjne mogą ponownie przybrać na sile. W konsekwencji CPI może kończyć rok blisko górnego pasma odchylen od celu NBP.
- Kategorie niezaliczane do inflacji bazowej będą zwiększać CPI. Po pierwsze, proinflacyjnie oddziaływać będą ceny paliw. Uważamy, że wraz z powrotem globalnej gospodarki na ścieżkę wzrostu, rosnąć będzie popyt na paliwa, przy wciąż ograniczonej podaży surowca ze względu na politykę OPEC plus. Dodatkowo, od stycznia podniesione zostaną cenniki na energię elektryczną. Wyższe będą też ceny gazu. Natomiast wzrosty cen będą hamowane przez dalsze obniżanie się dynamiki cen żywności. Jej oddziaływanie będzie silniejsze ze względu na prawdopodobny wzrost jej udziału w koszyku inflacyjnym.
- Inflacja bazowa może obniżyć się w pierwszej części roku. Oddziaływać w tym względzie będą efekty wyższej bazy. Natomiast pod koniec przyszłego roku oczekujemy jej ponownego przyspieszenia. Wpływać na to będzie dalszy wzrost cen usług komunalnych oraz usług pracochłonnych. Uważamy, że w tym względzie silniej będzie oddziaływać efekt niższej podaży usług (bankructwa przedsiębiorstw w okresie lockdownowym) niż efekt niższego niż przed covidem popytu, czy nieco słabszej presji płacowej.

Inflacja bazowa może słabnąć w pierwszej połowie przyszłego roku

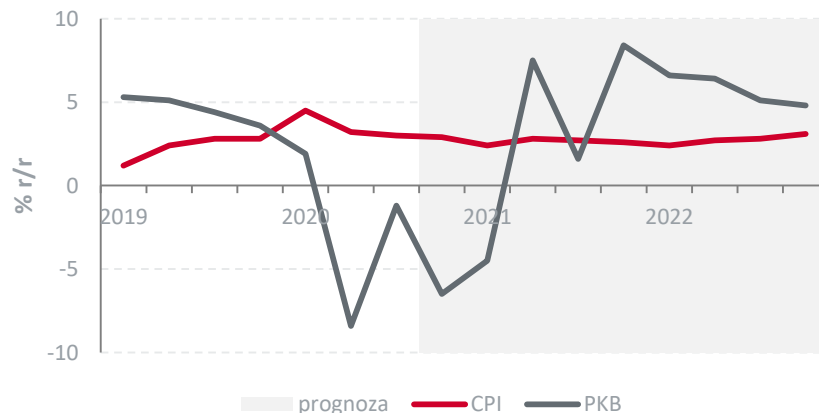


Kontrybucje składników inflacji bazowej do inflacji ogółem

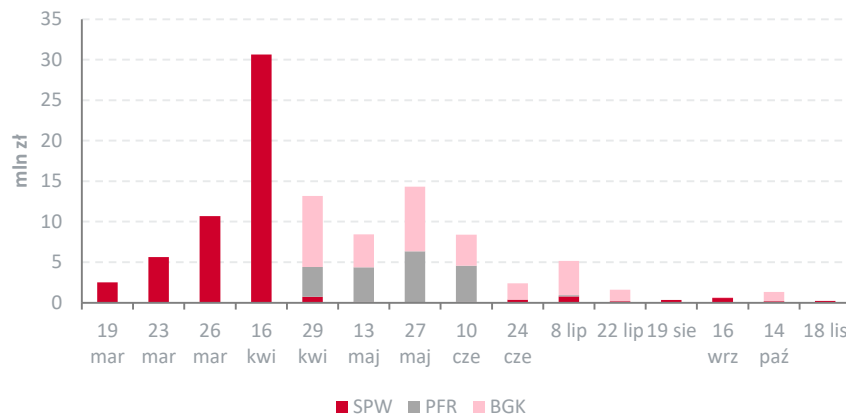


- Jesień nie przyniosła istotnych nowości w zakresie komunikacji RPP z rynkami. Rada pozostaje w koronawirusowym trybie działania (tzn. bez konferencji prasowych po posiedzeniu). W treści przedstawianego po posiedzeniu komunikatu można doszukać się sygnałów podtrzymujących oczekiwania na stabilizację polityki pieniężnej w najbliższej przyszłości.
- Uważamy, że dalsze decyzje Rady warunkowane będą przede wszystkim stanem koniunktury. Bieżąca siła procesów inflacyjnych będzie mieć drugorzędne znaczenie.
- Jak na razie Rada ocenia, że gospodarka w przyszłym roku nie będzie istotnie przyspieszać. Słabe wyniki gospodarki w IV kwartale będą te oczekiwania utwierdzać. Rada zakłada, że powrót do stanu sprzed pandemii ma nastąpić dopiero w 2022 roku, co oceniamy jako sygnał kontynuacji polityki przynajmniej przez 5-6 kolejnych kwartałów. Oceniamy takie założenia jako konserwatywne. Głównym źródłem niepewności pozostaje sytuacja epidemiczna. W naszych prognozach zakładamy, że wyraźna poprawa koniunktury nastąpi szybciej, co może otworzyć pole do dyskusji wewnątrz Rady na temat poziomu stóp procentowych. Jastrzębia mniejszość już wcześniej wypowiadała się na temat możliwości wcześniejszych podwyżek stóp procentowych.
- Aktywność NBP na rynku długu wydaje się przy tym dobrze dostosowana do stanu koniunktury. Po dużych zakupach w najtrudniejszych miesiącach, w kolejnych, przy poprawiającej się koniunkturze, skala skupu obligacji była już o wiele mniejsza. Uważamy, że ewentualne dostosowania polityki pieniężnej w warunkach nieoczekiwanego spowolnienia będą właśnie następować w wymiarze QE bądź też większej aktywności NBP na FX. Redukcja bilansu NBP będzie odłożona w czasie i rozłożona na lata.

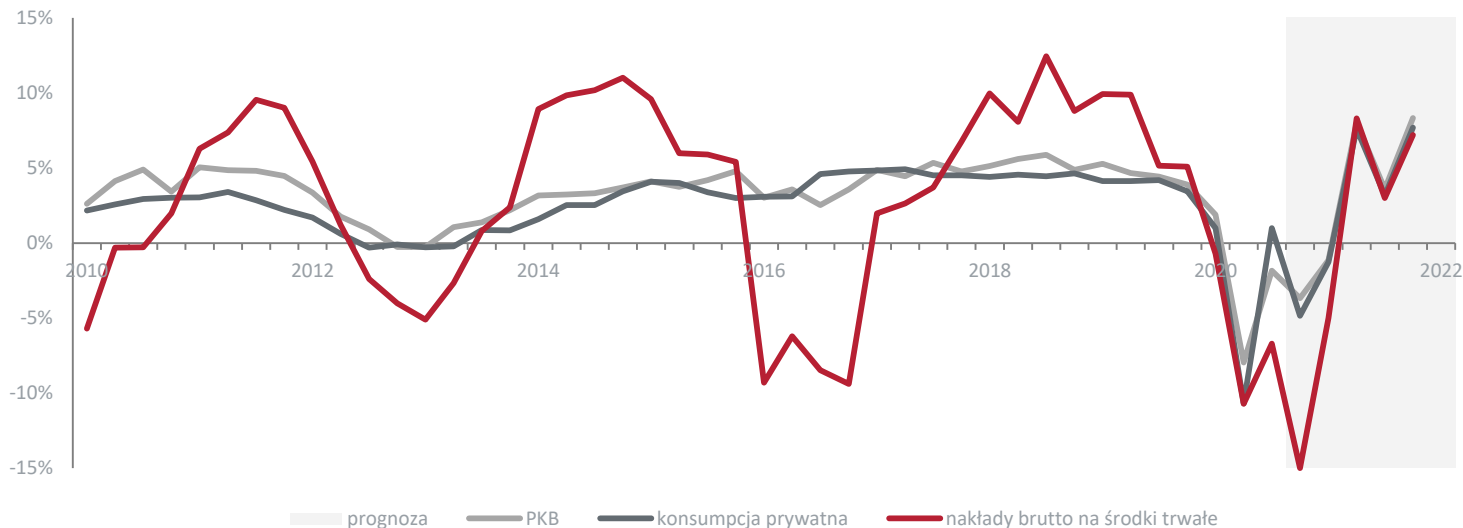
Prognozy NBP są konserwatywne



Ostatnie miesiące były okresem zmniejszenia skali zakupu obligacji przez NBP



Dobre perspektywy wzrostu PKB na 2021 rok



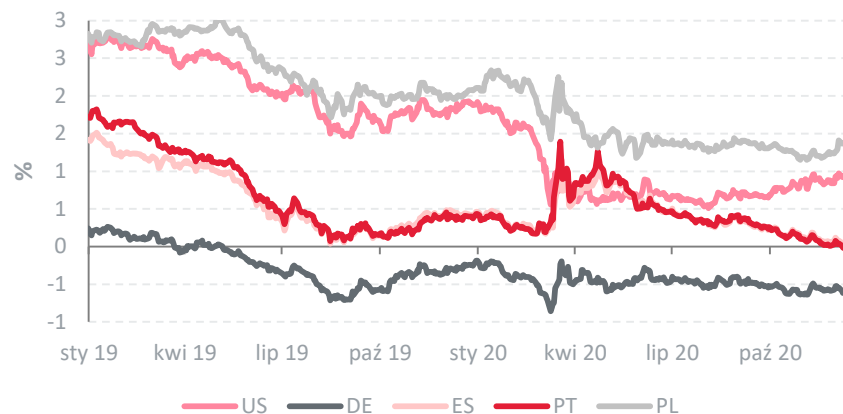
- Odbudowa koniunktury w III kwartale przyniosła wyraźną poprawę dynamiki PKB (do -1,5% rdr) wobec fatalnego II kwartału, kiedy PKB spadł o 8,4 proc. r/r. Pozytywnie odznaczyła się przede wszystkim konsumpcja, której roczna zmiana powróciła na dodatnie poziomy. Dobrze też prezentowała się wymiana towarowa z zagranicą. Eksport także był wyższy niż rok wcześniej. Natomiast negatywnie zaskakiwała akumulacja brutto, której 20% spadek był porównywalny do notowanego w II kwartale – dalej silnie obniżały się zapasy oraz, co bardziej niepokojące, słabo wypadły inwestycje.
- Nasze prognozy opierają się na założeniu, że problemy epidemiczne będą się utrzymywać do początku przyszłego roku. Duże są szanse, że dzięki powszechnie dostępnym szczepieniom na koronawirusa uda się uniknąć kolejnej – wiosennej fali epidemii, której skala wymagałaby wprowadzenia dalszych epidemicznych restrykcji. Prognozujemy, że IV kwartał ponownie zostanie naznaczony negatywnym piętnem restrykcji epidemicznych. Skala spadku PKB będzie sięgać około 4%, czyli będzie zdecydowanie łagodniejsza od notowanej w II kwartale. W konsekwencji pozwali to zakończyć 2020 rok z około 3-procentowym spadkiem PKB, co oznacza rewizję w dół w stosunku do poprzedniej prognozy (2,0%). Niemniej, utrzymujemy założenia dotyczące relatywnie szybkiego wzrostu w przyszłym roku (w okolicach 4,9%).
- Zakładamy, że w przyszłym roku koniunktura może być słaba jedynie na jego początku. Kolejne kwartały, a zwłaszcza II połowa roku, przyniesie jej zdecydowaną poprawę. Podobnie jak miało to miejsce latem bieżącego roku, konsumpcja będzie szybko odrabiać lockdownowe straty i będzie głównym motorem wzrostu gospodarczego. Proces odbudowy inwestycji i zapasów będzie o wolniejszy, aczkolwiek oczekujemy jego stopniowego przyspieszenia. Będzie on też wpływał na zwiększenie importu, a co za tym idzie osłabienie kontrybucji wymiany handlowej z zagranicą do PKB. Zmniejszać się też będzie wkład konsumpcji publicznej.

Rynki finansowe

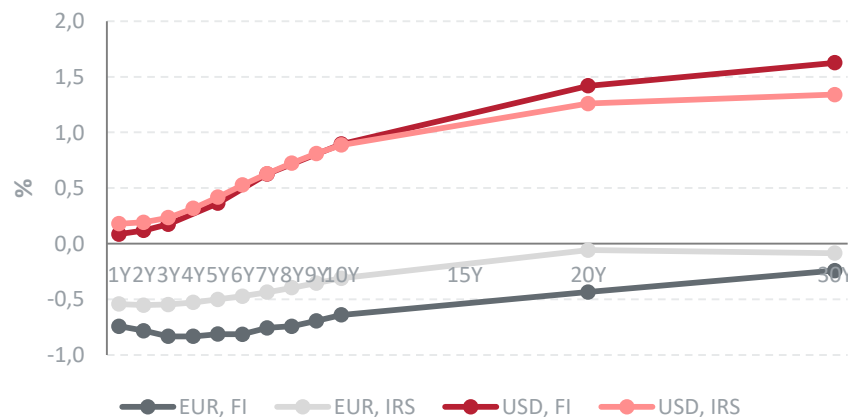
Wychodzenie z kryzysu będzie zwiększać przestrzeń do korekty cen długu na rynkach bazowych

- Na rynkach bazowych, po notowanych w trakcie lata rekordowo niskich poziomach rentowności obligacji skarbowych, jesień przyniosła korektę cen długu. Następuje ona pomimo wciąż ultraluźnej polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych. Ta silnie oddziałuje na nastroje na giełdach, zwłaszcza na amerykańskich, gdzie indeksy notują historyczne rekordy.
- Ruchy na FI determinowane są poprawą odczytów makroekonomicznych i perspektyw globalnej gospodarki. Współgra z tym rozpoczęcie procesu wprowadzenia szczepionek przeciw koronawirusowi, co daje nadzieje na rychłe całkowite opanowanie pandemii. Presję na wzrosty rentowności wywołują również czynniki podażowe. Stan koniunktury pozostaje bowiem na tyle słaby, że wciąż niezbędny jest bardzo silny impuls fiskalny, zwłaszcza w USA oraz w krajach strefy euro.
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach powyższe czynniki nadal będą zapewniać utrzymanie trendu wzrostowego rentowności obligacji. Skala przeceny nie będzie jednak znacząca. Poziomy dochodowości sprzed pandemii koronawirusa nie zostaną osiągnięte przez większość benchmarków jeszcze przez długi czas. Trend wzrostowy rentowności może przy tym być zakłócany falami awersji do ryzyka, np. w warunkach wolniejszego wprowadzania szczepionek lub niewykluczonej kolejnej fali koronawirusowych zakażeń. Czynniki związane ze zwalczaniem pandemii wciąż pozostają głównym źródłem niepewności.
- Czynnikiem zmniejszającym skalę korekty cen będzie także oddziaływanie polityki pieniężnej. Niemniej jej luźny kształt nie będzie zaskakiwać, ponieważ została już prawie w całości zdyskontowana. Ponadto, przy poprawiających się odczytach makro oraz wciąż silnej stymulacji fiskalnej, może zwiększać się tolerancja bankierów centralnych dla nieco wyższych poziomów rentowności.

Rentowności 10-letnich obligacji



Krzywe IRS i obligacji skarbowych



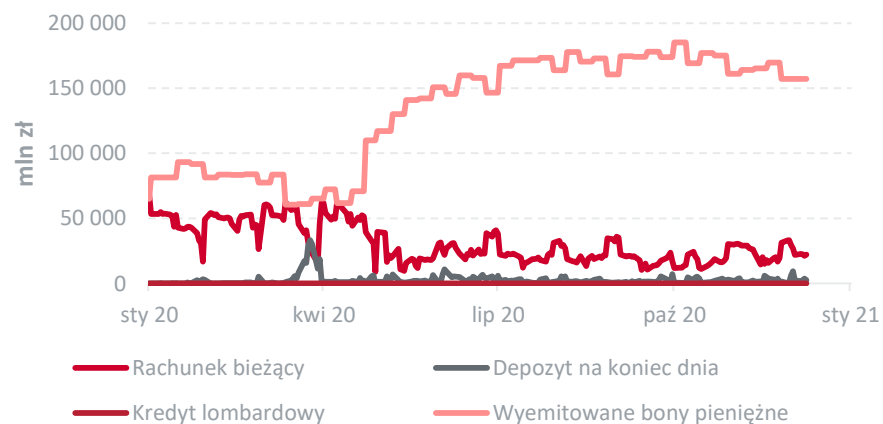
Rentowności nieznacznie oddaliły się od rekordów

- W trakcie ostatnich miesięcy polskie obligacje osłabiły się podążając za najważniejszymi benchmarkami z rynków bazowych. Rentowności pozostają jednak relatywnie bliskie rekordowo niskich poziomów notowanych w trakcie lata. Silniejszym zmianom podlegały kwotowania kontraktów IRS. Zwłaszcza długi koniec krzywej złotych swapów przesunął się mocno w górę, wyraźnie oddalając się od koronakryzysowego minimum.
- W kolejnych miesiącach spodziewamy się, że impulsy z rynków bazowych (opanowywanie pandemii koronawirusa, poprawa perspektyw globalnego wzrostu oraz silne luzowanie fiskalne) będą negatywnie oddziaływać na ceny polskiego długu. W pierwszej kolejności wrażliwe na bodźce z zagranicy będą dłuższe obligacje w segmencie powyżej 5 lat.
- Krajowe czynniki będą miały mieszany charakter. Osłabieniu obligacji będą sprzyjać krajowe uwarunkowania makroekonomiczne. Polska nadal będzie odznaczać się szybszym wzrostem gospodarczym niż większość krajów UE. Co istotne, będzie to połączone z o wiele większą siłą (niż w strefie euro) procesów inflacyjnych. Zakładamy przy tym, że walka z koronawirusem będzie miała podobny przebieg jak w innych częściach Europy, a możliwa wiosenna fala zakażeń będzie mieć relatywnie niewielki wpływ na gospodarkę.
- W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie wciąż silny popyt na obligacje ze strony sektora bankowego. Utrzymywać się będzie wysoka płynność będąca efektem nie tylko niskich stóp pożyczonych z podatkiem bankowym, lecz także programów pomocowych, co najsilniej odcisnie piętno na segmencie do 5 lat.

Rentowności polskich obligacji skarbowych pozostają w niewielkiej odległości od notowanego w bieżącym roku minimum



Sytuacja w sektorze bankowym będzie sprzyjała popytowi na obligacje skarbowe



NBP będzie kontrolować położenie krzywej SPW

- Jednocześnie słabsza może być podaż długu – zarówno rządowego, jak i agencyjnego. Sytuacja płynnościowa MF jest bardzo dobra. Zapowiedzi przedstawicieli resortu dotyczące możliwe maksymalnego wykorzystania deficytu budżetowego w bieżącym roku mogą być zwiastunem zmniejszenia potrzeb finansowych w I kwartale 2021, a w konsekwencji w całym przyszłym roku. W warunkach wycofywania restrykcji epidemicznych zmniejszy się znaczenie długu agencyjnego, który w bieżącym roku równoważył popyt na obligacje.
- Przy mieszanych impulsach determinujący wpływ na sytuację na rynku długu będzie mieć polityka RPP oraz działania NBP. Oczekujemy przy tym, że polityka pieniężna będzie dostosowana do przedstawionych uwarunkowań. Te skłaniają do działań nakierowanych na zmniejszenie kąta nachylenia krzywej SPW, czyli nakierowane na neutralizację impulsów z rynków bazowych. W segmencie krótkich obligacji, zważywszy na silne oddziaływanie innych krajowych czynników, Rada ma duży stopień swobody. W efekcie, choć stopa referencyjna zapewne pozostanie niezmienną w całym przyszłym roku, to Rada może pobudzać oczekiwania na nieodległą normalizację polityki monetarnej, z czym korespondować będzie postępująca w trakcie roku poprawa odczytów makro. W scenariuszu opanowania epidemii Rada może też rozważać podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej, co zredukuje nadmiar płynności w sektorze bankowym. Jednocześnie obecność NBP na rynku FI będzie ograniczać przestrzeń do wzrostu rentowności na długim końcu krzywej SPW. Zakładamy, że NBP pozostanie aktywnym graczem na FI jeszcze długo po pełnym wyjściu gospodarki z koronakryzysu.
- Podsumowując, nastroje na rynkach bazowych oraz postępująca poprawa danych makro będą zwiększać przestrzeń dla wyższych poziomów rentowności SPW w kolejnych kwartałach. Jednocześnie krajowe czynniki będą ograniczać skalę przeceny. Działania NBP będą przy tym blokować możliwość rozszerzenia spreadu 2-10Y.

Spread polskich obligacji skarbowych 2-10Y



Kontrakty FRA wyceniają jedynie niewielkie zmiany stopy referencyjnej



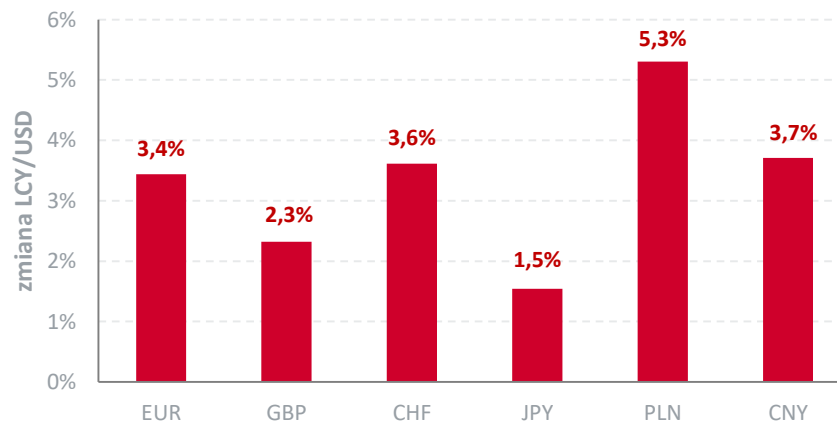
Dolar może zacząć odrabiać straty

- Ostatnie miesiące były okresem utrzymywania się presji wzrostowej na EURUSD. Para ta osiągnęła najwyższy poziom od prawie dwóch i pół roku otwierając przy tym drogę do szczytów z kwietnia 2018 roku (okolice 1,24). Ruch na tej parze w pierwszej kolejności był pochodną osłabienia dolara. Amerykańska waluta traciła na rosnącym apetycie na ryzyko i rekordowych poziomach indeksów giełdowych po drugiej stronie Atlantyku. Apetyt na ryzyko był pobudzony silnym luzowaniem monetarno-fiskalnym. Drugorzędne znaczenie miały odczyty makroekonomiczne ukazujące siłę negatywnego wpływu wiosennej oraz jesiennej fali covid. Ponadto, czynnikiem wspierającym wycenę wspólnej waluty były bardziej zdecydowane działania antykryzysowe podejmowane na forum całej UE.
- Dolar tracił także w stosunku do pozostałych najważniejszych walut bazowych (JPY, CHF, GBP). Natomiast umacniał się przy tym frank szwajcarski. Najniższe od pamiętnego stycznia 2015 roku poziomy USDCHF spowodowały, że wzrosty EURUSD w niewielkim stopniu przełożyły się na EURCHF.
- Zakładamy, że w kolejnych miesiącach dolar będzie stopniowo odrabiał straty do euro i pozostałych walut bazowych. Uważamy, że amerykańska gospodarka może szybciej niż europejska podnosić się z koronakryzysu. Problematiczna pozostanie kondycja gospodarek południa Eurolandu. Będzie to przekładać się na oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej i sprzyjać ponownemu rozszerzeniu spreadów dolarowych do eurowych papierów. Warunkiem koniecznym jest zmniejszenie niepewności dotyczącej kształtu polityki fiskalnej w USA. Zakładamy, że choć polityka FOMC nie będzie się zmieniać, to rynek będzie wyceniać w pierwszej kolejności podwyżki stóp Fed. Ponadto, przy wyższych rentownościach trudniej będzie zachować tak dobre nastroje na giełdach, co także może służyć amerykańskiej walucie.

EURUSD dociera do szczytów z 2018 r.



W IV kwartale dolar osłabił się w stosunku do większości walut



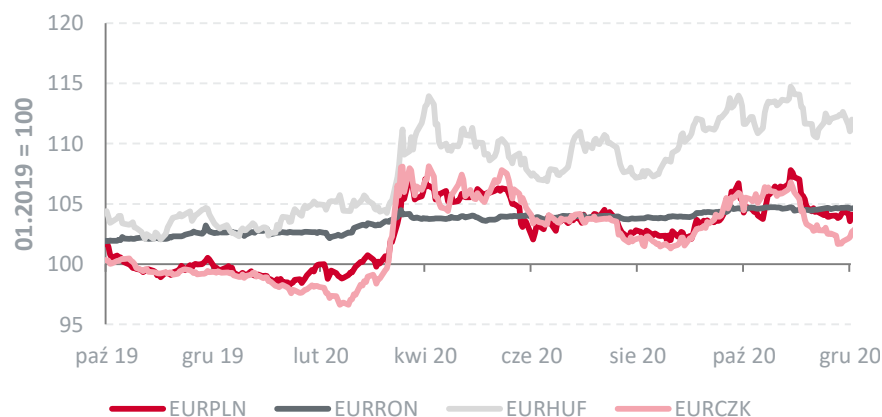
Odbudowa po koronakryzysie utrzyma aprecjacyjny trend złotego

- Wycena złotego pozostaje wrażliwa na pandemię koronawirusa. Tak jak wiosenna fala zakażeń, tak i jesienna była impulsem do wyraźnej przeceny krajowej waluty. W szczycie liczby zakażeń na przełomie października i listopada EURPLN notował poziomy najwyższe od ponad dekady (4,6460). Jednakże w ostatnich tygodniach spadek liczby zakażeń i poprawa globalnego apetytu na ryzyko spowodowały, że złoty odrobił znaczną część koronawirusowych strat. Towarzyszące spadkom EURPLN wzrosty EURUSD sprowadziły przy tym USDPLN do poziomów najniższych od 2018 roku (3,6730). Z kolei niski EURCHF utrzymuje CHFPLN powyżej 4,10.
- Wahania wyceny złotego wpisują się przy tym w szerszy kontekst. Pandemia koronawirusa odcisnęła podobne piętno na wszystkie waluty rynków wschodzących, w tym również naszego regionu (HUF, CZK, RON).
- Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach złoty będzie zyskiwać w stosunku do najważniejszych walut bazowych. Ruch ten będzie oparty przede wszystkim na mocnych fundamentach polskiej gospodarki. Połączenie wyraźnie wyższej niż w strefie euro dynamiki PKB i inflacji będzie kształtować oczekiwania innego kształtu polityk monetarnych i wyższego spreadu stóp procentowych. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza są kolejne fale koronawirusowych zakażeń, które mogą zakłócać trend umocnienia złotego. Ponadto niższe poziomy EURUSD mogą ograniczać przestrzeń spadkową USDPLN.
- NBP może łagodzić trend aprecjacji złotego. Z pewnością wpisywać się w to będzie retoryka członków Rady podkreślająca pozytywny wpływ na gospodarkę słabszego złotego. Ponadto nie można wykluczyć, że NBP może zwiększyć swoją aktywność na FX.

EURPLN na podwyższonych poziomach, USDPLN najniżej od 2018 roku



Z walut regionu najsilniejszej presji poddawany był HUF



Aneks. Prognozy

Prognozy parametrów makroekonomicznych

Wyszczególnienie		Wykonanie III kw 2020	Prognoza IV kw 2020	Prognoza I kw 2021	Prognoza II kw 2021	Prognoza III kw 2021	Prognoza IV kw 2021	Prognoza 2020	Prognoza 2021
PKB	realne tempo wzrostu, %, rdr	-1,5	-3,6	-1,3	8,1	3,5	8,3	-3,0	4,9
Popyt krajowy	realne tempo wzrostu, %, rdr	-3,2	-6,2	-0,7	7,1	3,5	7,5	-4,7	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	realne tempo wzrostu, %, rdr	-9,0	-15,0	-5,0	8,3	3,0	7,2	-10,0	4,5
Spożycie indywidualne	realne tempo wzrostu, %, rdr	0,4	-4,8	-1,3	7,6	3,2	7,7	-3,5	4,3
Eksport	realne tempo wzrostu, %, rdr	2,0	-1,0	1,6	26,6	8,1	6,4	-2,8	10,6
Import	realne tempo wzrostu, %, rdr	-1,0	-6,1	3,0	28,7	7,1	4,2	-6,2	10,7
Inflacja CPI	na koniec okresu, %, rdr	3,3	2,7	2,4	3,1	3,2	3,5	2,7	3,5
Inflacja bazowa	na koniec okresu, %, rdr	4,3	3,7	2,9	1,8	1,9	2,7	3,7	2,7
Indeks cen produkcyjnych PPI	na koniec okresu, %, rdr	-1,4	0,7	1,8	3,1	3,5	3,8	0,7	3,8
Indeks cen produkcyjnych w budownictwie PPI	na koniec okresu, %, rdr	2,5	2,2	2,5	2,8	2,8	3,0	2,2	3,0
Stopa bezrobocia	na koniec okresu, %, rdr	6,1	6,4	6,5	5,5	5,3	5,4	6,4	5,4
Wzrost zatrudnienia	na koniec okresu, %, rdr	-1,2	-1,2	-1,5	1,9	0,4	0,5	-1,2	0,5
Wzrost wynagrodzeń	na koniec okresu, %, rdr	5,6	3,7	4,4	6,3	4,9	5,2	3,7	5,2

Prognoza BGK na dzień 16.12.2020

Prognozy wskaźników rynków finansowych

	Prognoza IV kw 2020	Prognoza I kw 2021	Prognoza II kw 2021	Prognoza III kw 2021	Prognoza IV kw 2021
Kurs EUR/PLN	4,43	4,42	4,38	4,34	4,31
Kurs USD/PLN	3,65	3,72	3,70	3,69	3,69
Kurs CHF/PLN	4,12	4,10	4,06	3,99	3,93
Kurs EUR/USD	1,21	1,19	1,18	1,18	1,17
Stopa referencyjna	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
EURIBOR 3M	-0,54	-0,54	-0,50	-0,50	-0,50
LIBOR USD 3M	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
LIBOR CHF 3M	-0,79	-0,79	-0,79	-0,79	-0,79
2 letnie polskie obligacje PLN	0,01	0,06	0,12	0,18	0,24
5 letnie polskie obligacje PLN	0,42	0,47	0,53	0,58	0,64
10 letnie polskie obligacje PLN	1,23	1,28	1,32	1,37	1,42
2 letnie polskie obligacje EUR	-0,34	-0,32	-0,30	-0,27	-0,25
5 letnie polskie obligacje EUR	-0,22	-0,17	-0,12	-0,07	-0,01
10 letnie polskie obligacje EUR	-0,09	0,00	0,08	0,16	0,23
10 letnie obligacje niemieckie EUR	-0,59	-0,51	-0,42	-0,34	-0,25
10 letnie obligacje francuskie EUR	-0,34	-0,27	-0,20	-0,13	-0,06
10-letnie obligacje amerykańskie USD	0,89	0,97	1,08	1,19	1,30

*Prognoza BGK na dzień 16.12..2020

Autorzy raportu

Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 522-9217

Konrad Soszyński - Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 599-8464

Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz rynkowych

Współpraca z klientami

Aleksandra Szafrńska (+48 22) 475-30-18

Przemysław Domanowski (+48 22) 475-30-93

Michał Kudosz (+48 22) 475-30-71

Piotr Pryczek (+48 22) 475-30-08

Paweł Pikuła, tel. (+48 22) 475-30-20

Marcin Pigłowski, tel. (+48 22) 475-30-09

Organizacja Emisji

Robert Zima (+48 22) 475-89-50

Mariusz Makowski (+48 22) 475-60-12

Konrad Gmurkowski (+48 22) 475-60-11

Instytucje Finansowe

Joanna Wróbel (+48 22) 475-85-63

Anna Rywacka (+48 22) 522-93-66

Iwona Burzyńska-Trzonek (+48 22) 475-85-60

Regionalni Eksperci ds. Produktów Skarbowych

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, (+48 22) 475-66-31

Tomasz Dziedzic – Region Kraków, Katowice, Kielce, Rzeszów, (+48 22) 475-66-32

Katarzyna Jasińska – Region Warszawa, Łódź, (+48 22) 475-66-35

Filip Kalinowski – Region Poznań, Szczecin, Toruń, (+48 22) 475-66 -34

Hanna Nowak – Region Wrocław, Opole, Zielona Góra, (+48 22) 475-66-33

Małgorzata Wojtkowiak – Region Warszawa, Lublin, Białystok, (+48 22) 475-66-36

Biuro Badań i Analiz

Mateusz Walewski - Dyrektor Biura (+48 22) 596-59-13

Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 522-92-17

Agnieszka Kowalczyk - Menedżer ds. ewaluacji (+48 22) 596-59-13

Maciej Rozkrut - Ekspert. ds. analiz sektorowych (+48 22) 599-84-61

Konrad Soszyński- Menedżer ds. analiz rynkowych (+48 22) 599-84-64

Rafał Boguszewski - Ekspert ds. ewaluacji (+48 22) 599-82-44

Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz rynkowych

Adam Piłat – Menedżer ds. analiz rynkowych

Oliwia Samołyk – Ekspert ds. analiz rynkowych

Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) stanowi „publikację handlową” w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (dalej: „Rozporządzenie 565”). Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych ani nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza Publikacja nie stanowi (a) badań inwestycyjnych w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia 565; bądź (b) doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; bądź (c) usługi badawczej w rozumieniu § 2 pkt 22 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, bądź (d) zachęty do nabywania, zbywania, działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji; bądź (e) porady inwestycyjnej, podatkowej, prawnej, lub innego typu; bądź (f) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nią objęte; bądź (g) oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.

Publikacja jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej.

Niniejsza Publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na moment jej sporządzenia i mogą ulegać zmianie. Autorzy nie uwzględniają w Publikacji jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów Publikacji. Zawarte w Publikacji opinie autorów zostały sporządzone przez nich w sposób samodzielny. Publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w momencie jej sporządzenia lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Banku aktualnych na moment jej sporządzenia i nie będzie podlegać aktualizacji. Bank nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej Publikacji ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Publikacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jej podstawie lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Brak jest powiązań oraz okoliczności, które mogłyby mieć negatywny wpływ na obiektywność Publikacji. Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów w ramach świadczenia Usług Inwestycyjnych lub Usług Dodatkowych przez Bank zawiera opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów.

Niniejsza Publikacja jest prawnie chroniona zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszej Publikacji, w całości lub w części, lub wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Banku jest zabronione.

Ewentualne oceny formułowane w Publikacji zostały dokonane po zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności analizy fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia przyszłych parametrów rynkowych bazując na obiektywnych czynnikach. Wynikiem analizy fundamentalnej towarzyszy ryzyko, że zmiany rynkowe bywają determinowane również przez niefundamentalne czynniki. Analiza porównawcza polega na porównywaniu wycen rynkowych aktywów o podobnych charakterystykach w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Analiza porównawcza niesie ryzyko związane z wyciąganiem błędnych wniosków przy porównywaniu nietożsamyh aktywów. Analiza rynkowa jest zorientowana na przewidywaniu zmian popytu i podaży na dane aktywo. Bazuje ona jednak na częściowej wiedzy rynkowej oraz często opóźnionych danych, co przekłada się na ryzyka dla formułowanych wniosków. Analiza techniczna polega na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych w celu określenia, w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Niesie ona jednak ryzyko wynikające z tego, że zjawiska z przeszłości nie muszą się powtórzyć w przyszłości.

Bank Gospodarstwa Krajowego z siedzibą w Warszawie, Al. Jerozolimskie 7, 00-955 Warszawa; Infolinia: 801 598 888, +48 22 599 8888 Faks: +48 22 627 03 78 e-mail: bgk@bgk.pl

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Banku jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

PAŃSTWOWY BANK ROZWOJU