

Kurier ekonomiczny ING

Polska i świat w 2021 roku

Wygasający wpływ epidemii na gospodarkę.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Karol Pogorzelski, Leszek Kąsek, Dawid Pachucki

Styczeń 2021

thinkforward



W skrócie – rynki i świat

- Największe światowe gospodarki różnie zniósły pandemię, Chiny już w 2020 odrobiły straty w PKB wywołane przez Covid-19, gospodarka amerykańska wróci do poziomu przedkryzysowego w 2021, strefy euro w 2022, a brytyjska dopiero w 2023.
- Na odbicie koniunktury w gospodarce światowej będziemy musieli poczekać przynajmniej do 2kw21. Zimowa fala Covid-19 wzbiera na sile i powoduje wydłużenie lockdownów. Wciąż uważamy, że szczepienia pozwolą na stopniowe otwieranie gospodarek i odbicie PKB od 2kw21. Początkowe tempo prowadzenia szczepień jest nierówne, w dużych krajach 0,05% populacji dziennie (UK czy USA), w mniejszych 0,6% populacji dziennie (Izrael). Ważne, że najtrudniejszy etap tj. wynalezienie szczepionek jest za nami. Kolejny, tj. tempo szczepień będzie ulegało poprawie z upływem czasu, w zależności od sprawności służby zdrowia i popytu obywateli. Dane o podpisanych kontraktach na dostawy szczepionek pokazują, że w większości państw rozwiniętych zabezpieczono od 170% (USA, UE) do 300% (Kanada, UK) dawek w stosunku do populacji. Dodatkowo podaż zwiększy spodziewane dopuszczenie do dystrybucji szczepionki AstraZeneca/Oxford, w UE prawdopodobnie w lutym, których zakontraktowano najwięcej w skali globalnej. Mutacje wirusa nie powinny zaszkodzić skuteczności szczepionek.
- Gospodarka USA szybko wyszła z zapaści po I fali pandemii i długo opierała się zdecydowanie wyższej II fali. Dane za 4kw20 pokazują mniejsze osłabienie koniunktury od oczekiwań. W grudniu Fed nie zmienił stóp ani skali QE, ale wzmocnił oczekiwania na utrzymanie niskich stóp przynajmniej do 2024. Kilka dni przed świętami, Kongres uchwalił odchudzony pakiet stymulacyjny o wartości US\$900mld (4,5%PKB). Możliwe jest zwiększenie skali wsparcia fiskalnego w 2021 przez prezydenta-elekta J.Bidena. Spodziewane rozluźnienie budżetowe i być może większe QE ze strony Fed rodzą presję na osłabienie dolara i Treasuries.
- Strefa euro silnie odczuła skutki pandemii w 2kw20, ale w 3kw20 gospodarka odbiła, szczególnie przemysł. Choć 4kw20 przyniósł zadyszkę ze względu na skok zachorowań i restrykcje, to jednak spadek PKB będzie znacznie płytszy niż w 2kw20 (1/5). Na ratunek osłabionej koniunkturze przyszedł EBC, który istotnie zwiększył program QE oraz wydłużył i złagodził TLTRO. Zmiany te nie powstrzymają umocnienia euro, który wynika z odpływu kapitału poza USA w przededniu globalnego odbicia czy oczekiwana historycznie łagodna polityka Fed w fazie poprawy koniunktury. Kurs €/US\$ pod koniec roku powinien zbliżyć się do 1,30. Słabszy dolar pomógłby złotemu, ale interwencja walutowe NBP - póki co - zakotwiczyła kurs €/PLN w okolicach 4,50.
- Wzrost niepewności wokół szczepionek i nowej mutacji koronawirusa przełożyły się na umocnienie obligacji w 4kw20. Dług wspiera silne zaangażowanie banków centralnych, a w USA także stosunkowo mała skala pakietu fiskalnego. Rynki będą również śledzić rozwój trzeciej fali pandemii. W końcu 2020 zniknęły jednak 3 czynniki niepewności: Brexit, obawy o wstrzymanie funduszu odbudowy UE i uchwalenie impulsu fiskalnego w USA. W kolejnych tygodniach punktem uwagi będzie skala hospitalizacji, jej spadek pokaże działanie szczepionek w grupach gdzie Covid powoduje największą śmiertelność. Wygasanie pandemii spowoduje wzrost rentowności na rynkach bazowych. POLGBs mogą lekko rozszerzyć się wobec Bunda. Podaże SPW powinny być ograniczone ze względu na duże prefinansowanie wydatków i dostęp do unijnych pożyczek z instrumentu SURE, ale ryzykiem są m.in. emisje PFR.

W skrócie – Polska

- PKB w Polsce już w 2021 odrobi straty spowodowane przez pandemię. Spodziewamy się odbicia PKB oraz utrzymania podwyższonej inflacji, wyższych od konsensusu. Do 2kw21 utrzymujemy ostrożne prognozy, 2-3kw21 przyniesie odbicie PKB.
- Już w 2020 gospodarka globalna i polska pokazały rosnącą odporność na skutki epidemii - druga fala epidemii przyniosła parokrotnie większy wzrost zachorowań, ale restrykcje epidemiologiczne były o 1/4-1/2 mniej dotkliwe niż wiosną, a spadek PKB w 4kw20 jeszcze mniejszy (1/10 tego co w 2kw20). Sezonowość zwykłej grypy przemawia za ostrożnymi prognozami w 1kw21 - w lutym zachorowania podwajają się wobec grudnia. Nowe mutacje Covid-19 spowodują także wydłużenie twardych lockdownów poza okres świąteczny w wielu krajach. Silniejszego odbicia spodziewamy się dopiero od 2kw21. Popyt sektora publicznego nie wystarczy dla dodatnich dynamik PKB r/r, potrzebne jest do tego odbicie popytu prywatnego. O ile silny rynek pracy i hojne transfery socjalne mogą odblokować konsumpcję, o tyle bez uruchomienia inwestycji prywatnych struktura wzrostu będzie proinflacyjna. Czynnikiem niepewności będzie sprawność administracji we wdrożeniu powszechnych szczepień.
- Udział inwestycji prywatnych w PKB w Polsce od lat jest już niższy niż średnia dla UE. Po oczyszczeniu z sezonowości spadł on do zaledwie 12,4% w 3kw20, najniżej w najnowszej historii. Od strony sektorowej, dotychczas relatywnie dobrze wyglądał przemysł. Tutaj relacja inwestycji do wartości dodanej w przetwórstwie nie odbiegała od średniej UE, chociaż nie odnotowała takiego ożywienia jak w Rumunii czy Węgrzech w latach 2016-19.
- Na rynku pracy przesilenie nastąpi - naszym zdaniem - w marcu 2021, gdy skumuluje się efekt zimowej fali pandemii i zacznie wygasać ochrona miejsc pracy przez tarcze, bezrobocie sięgnie 6,5%. Związane z tym zwolnienia zostaną skompensowane przez ożywienie gospodarcze w kolejnych miesiącach. Na koniec 2021 stopa bezrobocia wyniesie 5,9%.
- Spodziewamy się dużej mobilizacji polityki gospodarczej dla szybkiego pobudzenia gospodarki po pandemii. Sektor finansów publicznych będzie podtrzymywał koniunkturę, np. przez wzrost inwestycji publicznych. W 2020 prognozujemy deficyt ok. 8%PKB (ESA2010). Deficyt budżetowy jest mały (tylko PLN13mld w listopadzie), ale koszt tarcz antykryzysowych (ponad PLN140mld) został przerzucony do BGK i PFR, które są częścią sektora rządowego. W 2021 deficyt naszym zdaniem wyniesie około 5%PKB. Rząd będzie stymulował koniunkturę przez już zaplanowane wydatki (13. i 14. emerytura, tarcza finansowa 2.0 i antykryzysowa 6.0) i nowe programy. Sądzymy, że zaplanowany na 2021 deficyt budżetowy (PLN82mld) zostanie w dużym stopniu wykorzystany. Emisje POLGBs będą niskie, ponieważ rząd zgromadził duże rezerwy gotówkowe (ponad PLN100mld) oraz chce skorzystać z pożyczek SURE (€10mld). Z kolei NBP pozostanie w trybie luzowania, co pokazują grudniowe interwencje.
- Najbliższe lata mogą być przełomowe dla zielonej transformacji w Polsce, a fundusze unijne mogą być silnym wsparciem dla inwestycji. Na ostatnim szczycie unijnym, Rada Europejska podniosła cel redukcji emisji w UE w 2030 r. z 40% do 55% w porównaniu do poziomu z 1990. W 2021 cele te zostaną przełożone na podniesienie celów krajowych. Stwarza to wielkie wyzwanie dla Polski ze względu na koszty redukcji emisji i wzrost cen uprawnień CO2. Ale dostęp do pokaźnych środków unijnych, w tym z nowego Funduszu Odbudowy, na zielone i cyfrowe inwestycje może przekuć wyzwania w szansę i korzyści.

Prognozy makroekonomiczne – Polska i świat.

Wyjście z recesji będzie stopniowe.

| | 2019 | 1kw20 | 2kw20 | 3kw20 | 4kw20 | 2020 | 1kw21 | 2kw21 | 3kw21 | 4kw21 | 2021 |
|---|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Polska | | | | | | | | | | | |
| PKB r/r | 4.5 | 1.9 | -8.4 | -1.5 | -3.0 | -2.8 | -2.3 | 9.6 | 4.4 | 6.1 | 4.5 |
| Konsumpcja r/r | 4.0 | 1.2 | -10.8 | 0.4 | -2.0 | -2.8 | -1.0 | 12.0 | 4.0 | 6.0 | 5.0 |
| Inwestycje r/r | 7.1 | 0.9 | -10.7 | -9.0 | -10.0 | -8.1 | -11.5 | 3.5 | 5.0 | 6.5 | 2.3 |
| Deficyt fin. publ. %PKB | -0.7 | - | - | - | - | -8.0 | - | - | - | - | -5.0 |
| Dług publ. %PKB (kon. okr.) | 45.9 | - | - | - | - | 57.3 | - | - | - | - | 60.9 |
| Bezrobocie (kon. okr.) | 5.2 | 5.4 | 6.1 | 6.1 | 6.3 | 6.3 | 6.5 | 5.9 | 5.6 | 5.9 | 5.9 |
| CPI r/r (średnio) | 2.3 | 4.5 | 3.2 | 3.0 | 2.9 | 3.4 | 2.5 | 3.4 | 3.3 | 3.6 | 3.1 |
| Stopa referencyjna | 1.50 | 1.00 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| Eksport EURmld | 232.9 | 58.9 | 48.6 | 58.7 | 63.1 | 229.2 | 61.2 | 59.6 | 59.5 | 63.0 | 243.3 |
| Import EURmld | 231.7 | 57.8 | 44.6 | 55.6 | 58.9 | 217.0 | 58.5 | 58.3 | 58.4 | 61.9 | 237.1 |
| Bilans handlowy EURmld | 1.2 | 1.1 | 3.9 | 3.0 | 4.1 | 12.2 | 2.7 | 1.3 | 1.0 | 1.1 | 6.1 |
| Wynagrodzenia – sektor przedsiębiorstw (%r/r) | 6.6 | 7.0 | 2.2 | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 5.8 | 9.5 | 4.8 | 5.6 | 6.5 |
| Strefa euro | | | | | | | | | | | |
| PKB kw/kw SAAR | 1.3 | -14.1 | -39.2 | 60 | -8.4 | -7.2 | -0.2 | 5.2 | 6.3 | 5.6 | 3.0 |
| HICP r/r (średnio) | 1.2 | 1.1 | 0.2 | -0.1 | -0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 0.9 |
| Stopa refinansowa | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| USA | | | | | | | | | | | |
| PKB kw/kw SAAR | 2.2 | -5.0 | -31.4 | 33.4 | 3.0 | -3.6 | 1.6 | 11.6 | 5.7 | 3.8 | 5.3 |
| CPI r/r (średnio) | 1.8 | 2.1 | 0.4 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 2.6 | 1.9 | 2.1 | 1.9 |
| Stopa funduszy Fed | 1.75 | 1.75 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Rynki Finansowe | | | | | | | | | | | |
| Wibor 3M (kon. okr.) | 1.71 | 1.17 | 0.26 | 0.22 | 0.21 | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Libor 3M EUR (kon. okr.) | -0.41 | -0.25 | -0.42 | -0.52 | -0.49 | -0.49 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 |
| Libor 3M USD (kon. okr.) | 1.91 | 1.45 | 0.30 | 0.23 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| US\$/PLN (kon. okr.) | 3.80 | 4.15 | 3.98 | 3.87 | 3.73 | 3.73 | 3.66 | 3.63 | 3.56 | 3.40 | 3.40 |
| US\$/PLN (średnio) | 3.84 | 3.99 | 4.05 | 3.76 | 3.78 | 3.90 | 3.66 | 3.64 | 3.54 | 3.36 | 3.55 |
| €/PLN (kon. okr.) | 4.26 | 4.55 | 4.47 | 4.53 | 4.48 | 4.48 | 4.46 | 4.43 | 4.40 | 4.34 | 4.34 |
| €/PLN (średnio) | 4.30 | 4.40 | 4.49 | 4.44 | 4.50 | 4.46 | 4.47 | 4.44 | 4.43 | 4.37 | 4.44 |

Polska

Aktywność gospodarcza w roku pandemii przypomina literę W - załamanie w 2kw20, silne odbicie w 3kw20 oraz ponowne spowolnienie w 4kw20-1kw21. Firmy adoptują się do nowych warunków, a wpływ kolejnych fal na PKB jest mniejszy - w 4kw20 efektywnie lockdown był w 1/2-3/4 tak dotkliwy jak w 2kw20, ale spadek PKB wyniósł tylko 1/10 tamtego załamania. Zakładamy, że uruchomienia akcji szczepień przyniesie odczuwalne odbicie koniunktury przynajmniej w 2kw21. Motorem ożywienia będzie konsumpcja, eksport i inwestycje publiczne.

Strefa euro

Wzrost w strefie euro silnie odbił w 3kw20, zaostrzenie restrykcji ponownie osłabiło PKB w 4kw20, ale spadek PKB wyniesie tylko 1/5 tego co w 2kw20. Zakładamy, że w 2021 PKB odbije o 3,0%/r, przeważają ryzyka dla szybszego wzrostu. Dobre wieści nadeszły z unijnego szczytu, a EBC istotnie złagodził warunki pieniężne, co wesprze odbudowę gospodarki w 2021. Finał negocjacji z Wielką Brytanią usuwa istotny czynnik niepewności.

USA

Kongres uchwalił impuls fiskalny (US\$900mld), czyli bliżej postulatów Republikanów. Dodatkowe wsparcie może zaproponować prezydent J.Biden. Fed będzie kontynuował luzowanie, pierwsze podwyżki w 2024.

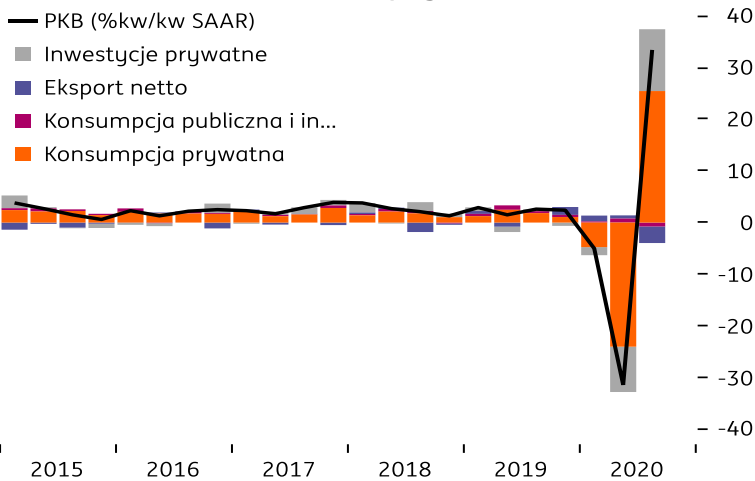
Rynki finansowe

2021 przyniesie dalszy silny odpływ kapitału poza USA, np. na rynki wschodzące. Widzimy dalszy wzrost kursu €/US\$, może nawet do 1,30. Łagodna polityka NBP kontrastuje z nastawieniem banków w regionie, NBP chce przeciwdziałać czynnikom globalnym i krajowym przemawiającym za mocniejszym PLN.

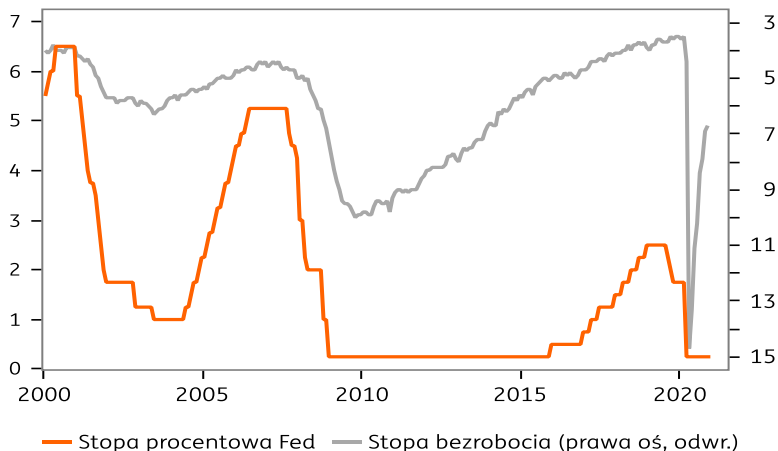
USA: Kolejny impuls fiskalny możliwy w 2021.

Fed może zwiększyć skalę zakupów aktywów w odpowiedzi na trzecią falę pandemii.

Struktura PKB USA – silne odbicie w 3kw, ale na przełomie roku kolejne pogorszenie



Stopa Fed i bezrobocie – Fed utrzyma stabilne stopy mimo odbudowy na rynku pracy

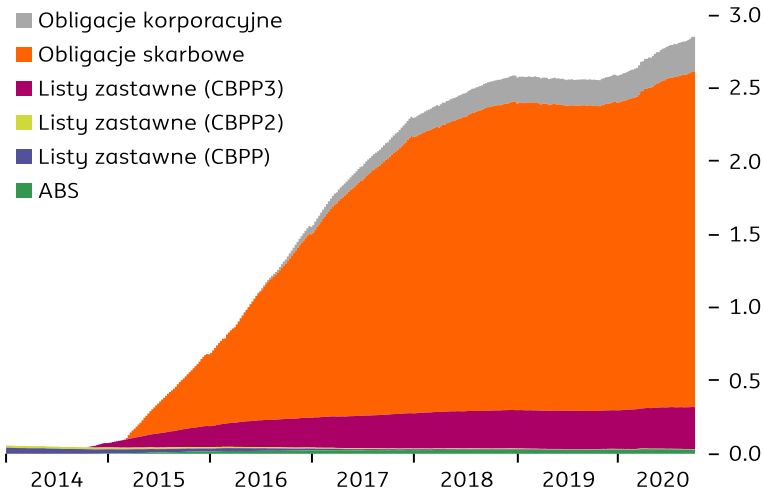


- Trzecia fala pandemii w USA oznacza nowe obostrzenia i wyraźne pogorszenie koniunktury na przełomie roku. W naszej ocenie gospodarka USA przekroczy przedkryzysowy poziom PKB (4kw19) dopiero w 2poł21. Restrykcje związane z pandemią powinny skupić się na usługach, natomiast przemysł i handel detaliczny powinny pozostać w większości otwarte. Oznacza to, że pogorszenie koniunktury na przełomie roku będzie stosunkowo płytkie mimo dużej skali zakażeń (-3,1 i -2,2%r/r w odpowiednio 4kw20 i 1kw21, wobec -3,0%r/r w 3kw20).
- Wartość przyjętego przez Kongres pakietu fiskalnego (około US\$900) jest bliższa ich propozycjom wynosi niespełna 4,5%PKB. Jego celem jest wsparcie biedniejszych gospodarstw domowych i bezrobotnych oraz władz lokalnych, przedsiębiorstw komunalnych, szkół i uniwersytetów. W dalszej części roku Demokraci powinni forsować kolejne programy fiskalne, choć dla ich sprawnego wprowadzenia konieczne będzie wsparcie umiarkowanych Republikanów w Senacie.
- Umiarkowane poluzowanie fiskalne przyjęte przed świętami i trzecia fala Covid-19 mogą skłonić Rezerwę Federalną do dalszego poluzowania swojej polityki w nowym roku. Najprawdopodobniej będzie to mieć formę dalszych zakupów aktywów. To tym bardziej prawdopodobny scenariusz, że wraz z wychodzeniem światowej gospodarki z zapaści dojdzie do presji na wzrost rentowności obligacji.
- Spodziewamy się przejściowego skoku inflacji powyżej 2,5%r/r w 2kw21 z uwagi na odbudowujący się popyt i efekty bazy. Nie będzie to jednak mieć wpływu na politykę Fed – w naszej ocenie stopy procentowe w USA nie zmienią się przez kilka lat.

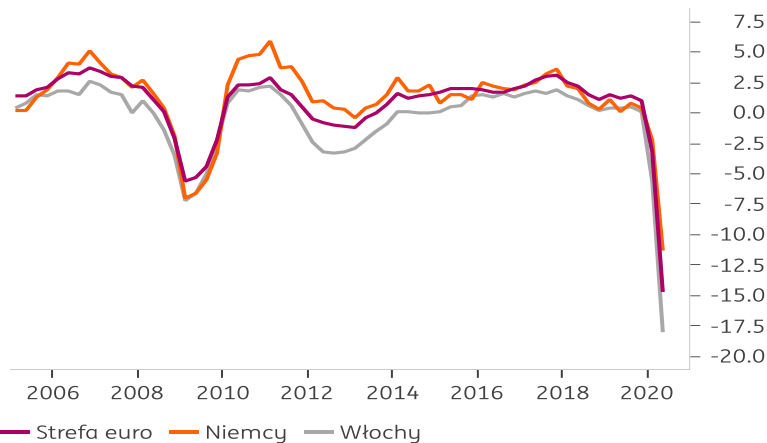
Strefa euro: EBC na ratunek osłabionej koniunkturze w 4kw.

Złagodzenie warunków pieniężnych przez EBC nie zatrzyma umocnienia € wobec US\$.

Portfel inwestycyjny EBC (€bln)



Wzrost gospodarczy w strefie euro (%/r)



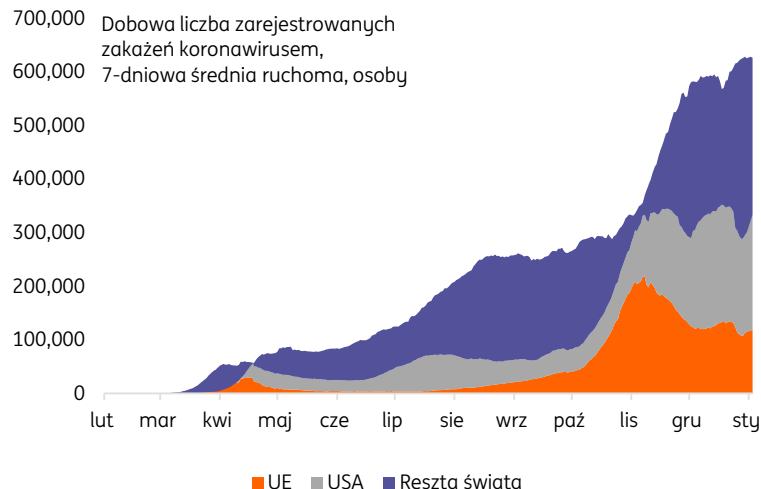
Źródło: Macrobond

- Zgodnie z oczekiwaniami rynku, na grudniowym posiedzeniu EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian, ale zwiększył oraz wydłużył luzowanie ilościowe. PEPP został zwiększony o €500mld do €1,850mld i wydłużony do marca 2022. TLTRO zostało wydłużone do czerwca 2022 przy zwiększeniu progu kwalifikowanych kredytów z 50% do 55%. W programie APP utrzymano miesięczne zakupy o wartości €20mld.
- W grudniowej prognozie, ekonomiści EBC spodziewają się nieco płytszego spadku PKB w strefie euro w 2020 (-7,3% wobec -8,0% z września), jednak odbicie w 2021 będzie wolniejsze (3,9% a nie 5,0%). Inflacja ma wynieść 0,2% w 2020, a w latach 2021-22 około 1%. Decyzja nie powstrzyma wzrostu pary €/US\$, co może utrudnić ożywienie w 2021.
- Konsensus rynkowy zakłada spowolnienie w 4kw20 rzędu 1/5 załamania w 2kw, spadek PKB w tym roku o około 7,0% i odbicie o 3-5% w 2021, te bardziej optymistyczne scenariusze uwzględniają wpływ szczepionek i Funduszu Odbudowy. Jesteśmy ostrożni z prognozami na 4Q20-1Q21, bardziej optymistyczni później. Krótkoterminowo zagrożeniem jest wyższa nowych przypadków w UE, zidentyfikowania bardziej zaraźliwego szczepu koronawirusa. Dodatkowo od połowy grudnia obowiązuje twardy 3-tygodniowy lockdown w Niemczech i Holandii, inne kraje UE wprowadziły obostrzenia na okres świąteczno-noworoczny (m.in. Włochy, Hiszpania, Austria, Słowacja), co osłabi koniunkturę.
- Szczepienia przeciw Covid-19 ruszyły w EU już w grudniu, zaszczepienie 50% populacji może zająć nawet pół roku, ale gdy szczepionki ochronią najbardziej wrażliwe grupy może nastąpić stopniowe znoszenie ograniczeń. Mutacje mogą opóźnić ale nie zatrzymają ożywienia, które w 2021 będzie dynamiczne.

Covid-19: Jak wysoka będzie trzecia fala zakażeń Covid-19?

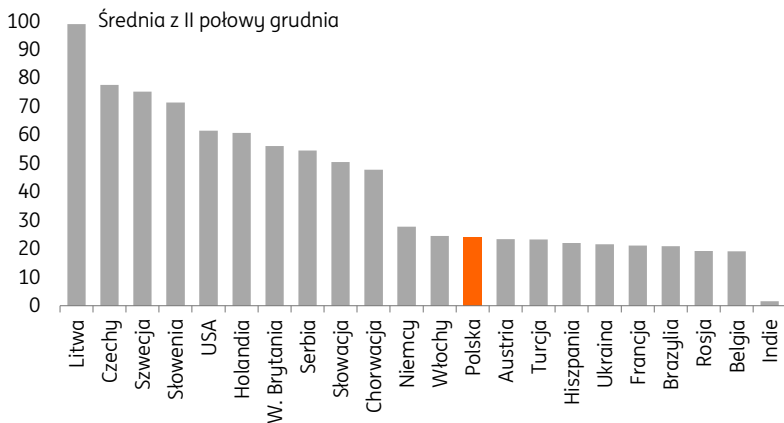
To zależy od obostrzeń epidemicznych i zaawansowania szczepień.

Nowe przypadki Covid-19 na świecie w 2020



Źródło: Uniwersytet Johna Hopkina

Nowe przypadki Covid-19 w przeliczeniu na 100tys. ludzi



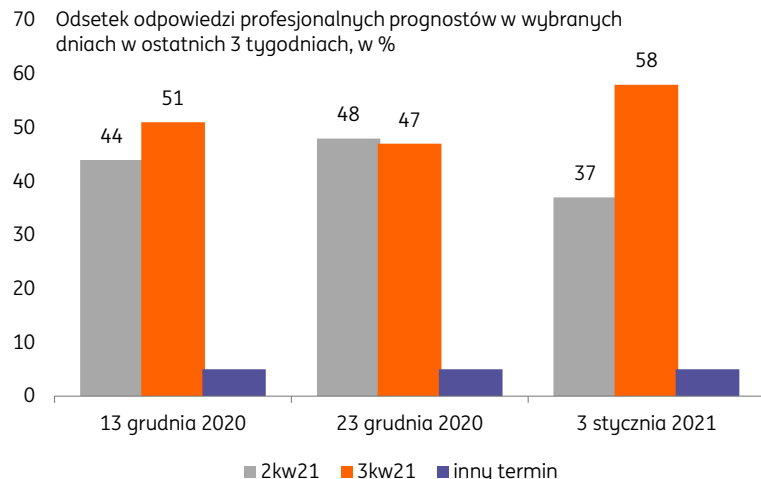
Źródło: Uniwersytet Johna Hopkina, Bank Światowy, obliczenia ING.

- W odróżnieniu od wiosennej fali zakażeń koronawirusem, jesieńna fala jest ponad 6-krotnie wyższa. Na wiosnę dzienna liczba zarejestrowanych zakażeń wynosiła około 100tys., od listopada przekracza 600tys. W ostatnich tygodniach, około 1/2 nowych przypadków na świecie rejestrowano w UE i USA.
- O ile jednak druga fala zakażeń zaczęła wyraźnie opadać w Europie po prowadzeniu obostrzeń od początku listopada, zakażenia wzrosły w USA i w II połowie grudnia wynosiły ok. 200tys. dziennie. Obostrzenia są tam mniej dotkliwe niż w UE.
- W II połowie grudnia, najwyższy poziom nowych infekcji w przeliczeniu na 100tys. mieszkańców występował na Litwie, w Czechach i Szwecji, w USA przekraczał 60, w Wielkiej Brytanii 56. Polska notowała 24 przypadki, podobnie do Włoch i Austrii.
- Kolejna fala zakażeń będzie uzależniona od restrykcji regulacyjnych w kontaktach społecznych, mobilności ludzi i wielkości zgromadzeń oraz postępach szczepień. Rząd Niemiec wprowadził twardy lockdown od 16 grudnia do 10 stycznia, możliwe jest jego przedłużenie. Podobne obostrzenia wprowadziły również Holandia i Słowacja, a ze złagodzenia restrykcji częściowo wycofały się Czechy, Anglia i Włochy.
- Początkowe tempo szczepień w USA i Europie jest wolne. W ciągu 3 tygodni, w USA zaszczepiono zaledwie 1,4% populacji. W pierwszym tygodniu zaszczepiono 0,7% populacji w Danii (najwięcej w UE), lecz w większości krajów było to nie więcej niż 0,3% populacji.
- Jeszcze w połowie grudnia rynki finansowe oczekiwały, że szczepienia obejmą 50% populacji najwcześniej w 2kw20 w USA i 2-3kw20 w EU. Widzimy ryzyko wolniejszego postępu szczepień (więcej następna strona). Utrzymanie istotnych restrykcji i postępy szczepień pozwoli na kontrolę epidemii w UE nie wcześniej niż w połowie 2021.

Tempo szczepień a moment otwarcia gospodarki.

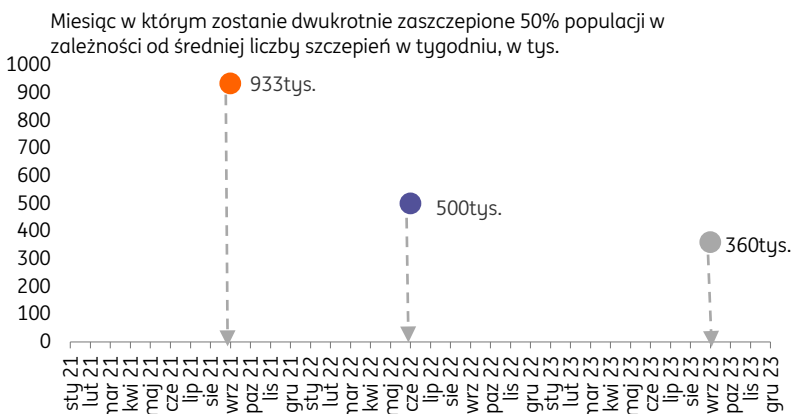
Pierwsze doświadczenia krajów oddalają „powrót do normalności” o kilka miesięcy.

Kiedy będą dostępne szczepionki dla 60% populacji USA?



Źródło: Źródło: Good Judgment Inc, Superforecaster Analysis.

Kiedy Polska może dwukrotnie zaszczepić 50% populacji?



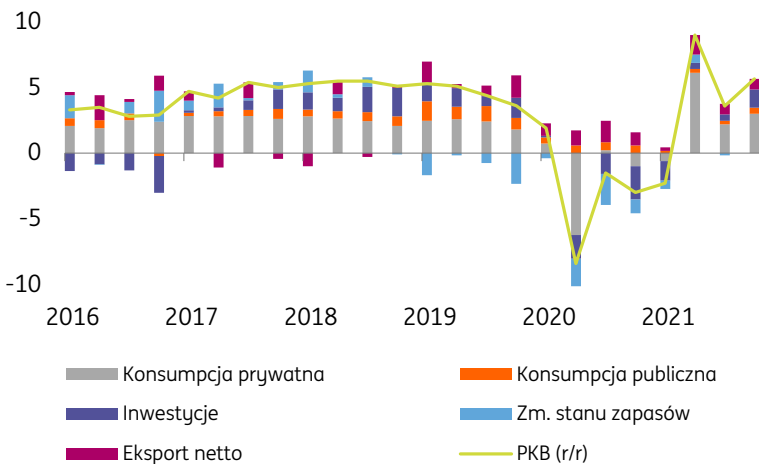
Źródło: Obliczenia ING.

- Wolne tempo dotychczasowych szczepień w USA, które rozpoczęto 13 grudnia, przesunęła związaną z nim datę złagodzenia restrykcji regulacyjnych. Tuż przed świętami około połowa zawodowych prognostów w badaniu Superforecaster spodziewała się, że szczepionki będą dostępne dla 60% populacji kraju (200mln osób) w 2kw21. Obecnie odsetek takich prognoz spadł do 37%, zaś większość (60% prognoz w panelu) oczekuje tego dopiero w 3kw21.
- Prosta symulacja liczby szczepień zakładanych przez polski rząd pokazuje, że przekroczenie progu zaszczepienia 50%obywateli będzie wymagać niezwyklej mobilizacji służby zdrowia. Gdyby udało się zrealizować maksymalną wg rządu liczbę 4mln szczepień w miesiącu (około 933tys. tygodniowo), 50% mieszkańców byłaby dwukrotnie zaszczepiona we wrześniu br. Przy średniej 500tys. szczepień tygodniowo, taki stan zostanie osiągnięty dopiero w czerwcu 2022. Przy przeprowadzaniu 360tys./tydzień – na poziomie obecnego tempa dostaw szczepionek Pfizer/BioNTech – trwałaby to do września 2023.
- Na tempo szczepień pozytywnie wpływają takie czynniki jak:
 - Dopuszczenie do obrotu w UE szczepionki Moderny. Polska zakontraktowała 800tys. dawek tej szczepionki do marca br. Można ją przechowywać w zwykłej lodówce.
 - Akceptacja szczepionki Oxford/AstraZeneca w UE w styczniu-lutym. UE kupiła ich tak dużo jak z Pfizer/BioNTech, przechowywanie w zwykłej lodówce.
 - Najtrudniejszy etap za nami (opracowanie szczepionek), przyspieszenia akcji szczepień po świętach wydaje się mniej wymagającym przedsięwzięciem niż to pierwsze.

Polska: Popyt prywatny kluczowy dla odbicia PKB.

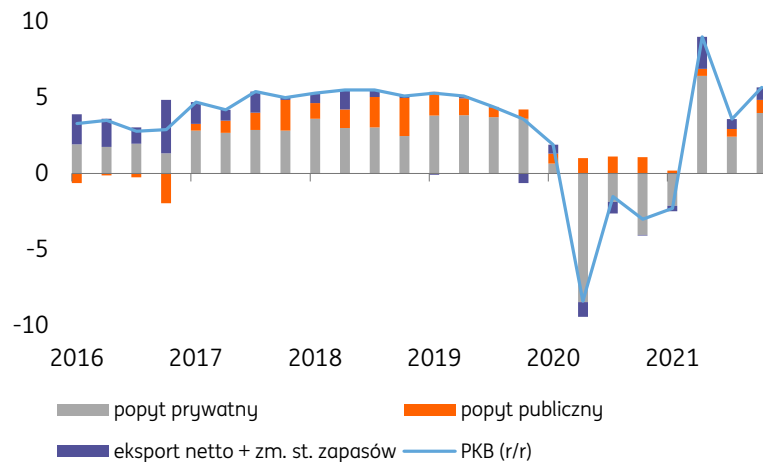
Do 2kw21 utrzymujemy ostrożne prognozy, 2-3kw21 przyniesie odbicie PKB.

Struktura wzrostu PKB (%r/r)



Źródło: GUS, prognoza ING

PKB: popyt prywatny (kons. + inw.) wobec publicznego



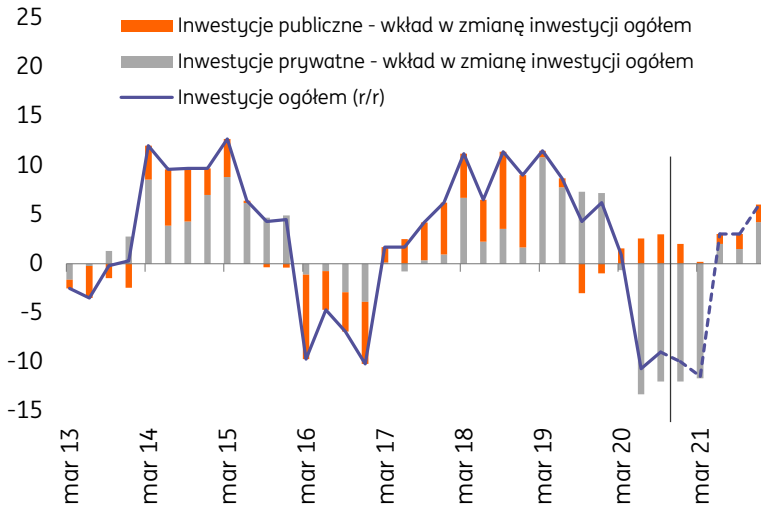
Źródło: GUS, prognoza ING

- Sezonowość zwykłej grypy przemawia za ostrożnymi prognozami w 1kw21 – w lutym zachorowania podwajają się wobec grudnia. Mutacje Covid-19 powodują też wydłużenie twardych lockdownów w wielu krajach.
- Początkowe wolne postępy w szczepieniach opóźniają moment uzyskania odporności zbiorowej, ale politycy będą raczej stopniowo luzować ograniczenia już w 2kw20 gdy zostaną zaszczepione grupy ryzyka zagranicą i w Polsce. Dlatego odbicia spodziewamy się od 2kw21.
- Poza tym już w 2020 gospodarka globalna i polska pokazały rosnącą odporność na skutki epidemii - druga fala epidemii przyniosła parokrotnie większy wzrost zachorowań, ale restrykcje epidemiologiczne były o 1/4-1/2 mniej dotkliwe niż wiosną, a spadek PKB w 4kw20 jeszcze mniejszy (1/10 tego co w 2kw20).
- Naszym zdaniem kluczowymi czynnikami odbicia PKB w 2021 roku będą konsumpcja, eksport i inwestycje publiczne. O tym jak silnym motorem PKB będzie konsumpcja pokaże 3kw20. W 2021 liczymy na ciąg dalszy, gospodarstwa domowe będą konsumować oszczędności, co było widać już w listopadowym spadku depozytów po zniesieniu ograniczeń w handlu.
- Wsparciem będzie także mocny rynek pracy i hojne transfery socjalne. Jednak bez uruchomienia inwestycji prywatnych struktura wzrostu będzie proinflacyjna. W 2021 trudne będzie pobudzenie inwestycji prywatnych, których udział w PKB spada od 1kw16 i w 3kw20 osiągnął historyczne minimum 12,4% (dla danych odsezonowanych). Więcej na następnych slajdach.

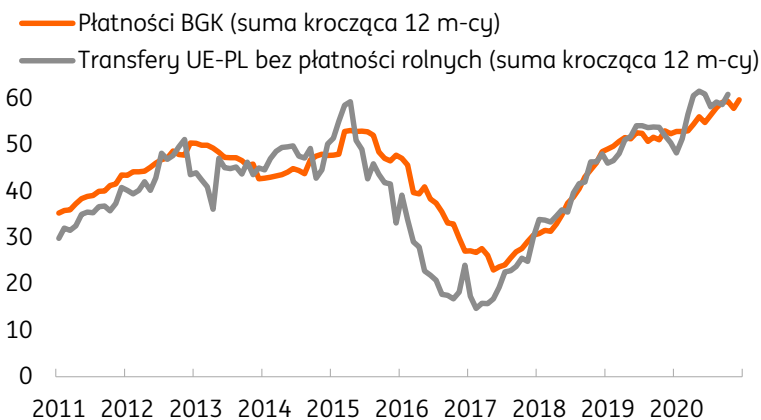
Inwestycje: Poziom sprzed pandemii najwcześniej w 2022.

Inwestycje publiczne kluczowe dla utrzymania popytu inwestycyjnego w 2021.

Struktura dynamiki inwestycji



Napływ funduszy unijnych do Polski



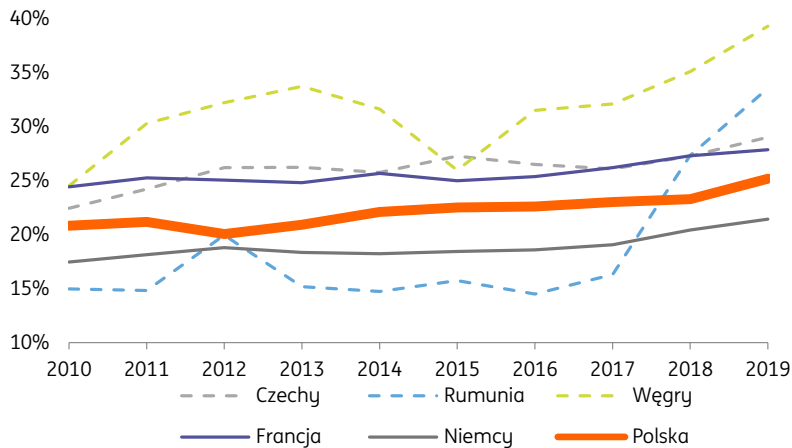
Źródło: ING

- W okresie odbudowy koniunktury po ostatnim globalnym kryzysie finansowym sektor publiczny w Polsce generował średnio 25% popytu inwestycyjnego. Dodatnia dynamika inwestycji publicznych utrzymała się również w okresie szoku pandemii. Nie wystarczyło to jednak, by zamortyzować spadek popytu inwestycyjnego sektora prywatnego. W 2kw20 inwestycje łączne spadły realnie o 10,7%/r, w 3kw20 o 9,0%/r. Załamanie inwestycji w związku z pandemią było jednym z najgłębszych w historii Polski, ostatni raz podobne spadki inwestycji widzieliśmy w 2001 w związku z pęknięciem bańki internetowej.
- W przypadku inwestycji publicznych ważnym źródłem informacji jest napływ funduszy unijnych. Do końca listopada 2020 był on o 13% większy niż w analogicznym okresie 2019. Można się spodziewać, że w całym 2020 statystyka ta wyniesie ok. 15% i tyle też mniej więcej wzrosną inwestycje publiczne w tym roku. Spodziewamy się, że w 2021 inwestycje te zwiększą się o kolejne 4,25%.
- Głównym źródłem ich finansowania pozostanie perspektywa finansowa UE 2014-2020. Dotychczas wydano nie więcej niż 55% przyznanych Polsce środków. Pozostałe 45% zostanie wydawane w latach 2021-2023. Środki z kolejnej perspektywy finansowej (2021-2027) zaczną płynąć szerszym strumieniem dopiero od 2024. Gdyby nie pandemia, to zakładalibyśmy, że na przełomie 2023 i 2024 nastąpi przerwa w funduszach unijnych z tego powodu, tak jak to miało miejsce w 2016. Tym razem jednak lukę tę wypełni €26,6mld przyznanych Polsce w ramach Funduszu Odbudowy na lata 2021-2024 (część grantowa). Zakładamy, że w przyszłym roku pojawi się ich niewiele (rządu €2mld), ale przyspieszą w kolejnych trzech latach.

Inwestycje prywatne: na minusie co najmniej do 2kw21.

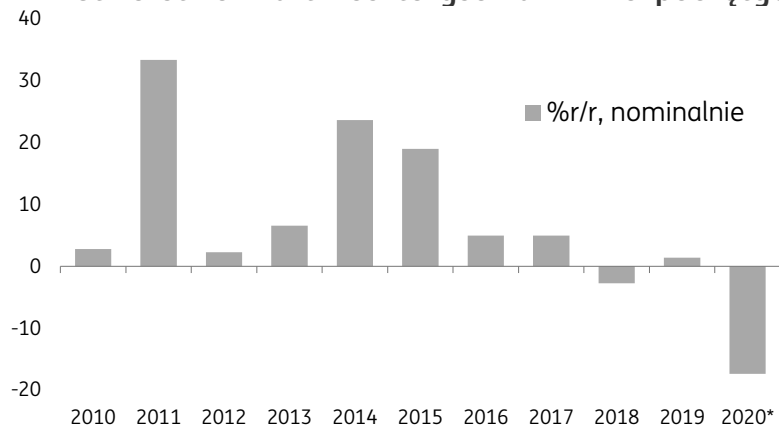
Mniejsze nakłady inwestycyjne w przetwórstwie mogą zmniejszyć konkurencyjność firm.

Przetwórstwo: relacja inwestycji do wart. dodanej



Źródło: Eurostat

Przetwórstwo: wart. kosztorysowa inw. rozpoczętych



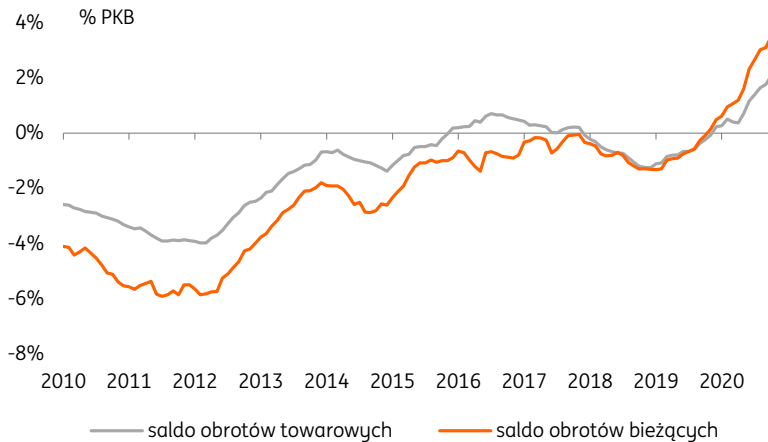
Źródło: GUS, *dane w ujęciu 1-3kw20/1-3kw19

- Notowany od 2kw20 spadek inwestycji to w całości efekt ograniczenia nakładów przez sektor prywatny. Szacujemy, że w 2020 inwestycje tego sektora spadły 13,5%/r. W 2021 wzrosną tylko 1,5%/r.
- Udział inwestycji prywatnych w PKB w Polsce od jest niższy od średniej dla UE. Szczegółowe dane wskazują jednak, że konkluzja ta nie jest homogeniczną dla wszystkich obszarów gospodarki. Przetwórstwo przemysłowe, jedna z najbardziej pro-eksportowych sekcji naszej gospodarki, utrzymuje relację inwestycji w wartości dodanej bliską średniej w UE. Niepokoi jednak fakt, że nie udało nam się osiągnąć tak mocnego odbicia inwestycji (relacji nakładów inwestycyjnych do wartości dodanej), jak u konkurencji na Węgrzech czy w Rumunii. Polskie przetwórstwo raczej zachowuje się tak jak Niemcy, czy Francja (utrzymanie relacji nakładów inwestycyjnych do wartości dodanej w lekkim trendzie wzrostowym) niż kraje doganiające.
- Łączny udział inwestycji w PKB zanizają inne sektory: wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę.
- Niepokoić mogą ostatnie tendencje. Od 2016 notujemy też w Polsce niski wzrost wartości kosztorysowej inwestycji rozpoczętych. Dla firm powyżej 49 osób było to średnio 2,2%/r w latach 2016-19 wobec 14,6%/r w 2010-15. W 1-3kw20 nowe inwestycje w przetwórstwie spadły 17,4%/r.
- Szacujemy, że inwestycje prywatne w Polsce w ujęciu r/r zaczęły rosnąć od 2kw21 (tu zaczyna działać niska baza). Jednak łączny popyt inwestycyjny wróci do poziomu z 4kw19, tj. okresu sprzed pandemii najwcześniej w 2pół22, chyba że nastąpi znaczące przyspieszenie wydatkowania funduszy unijnych.

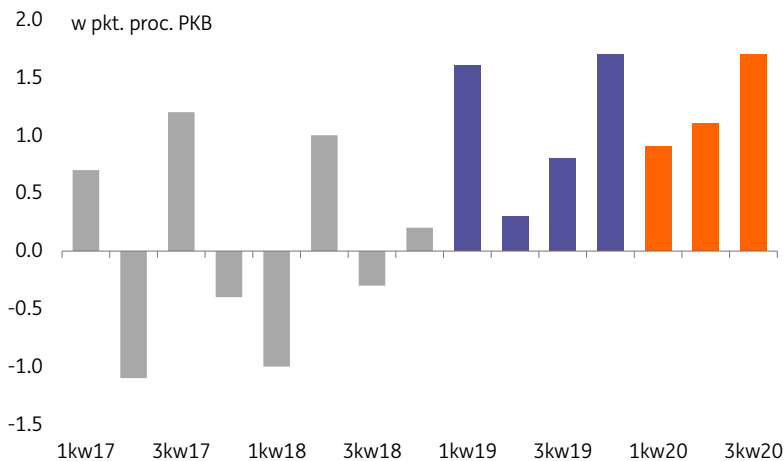
Eksport netto: Silny motor wzrostu PKB w 2020.

Pozytywny wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie utrzymany w 2021.

Saldo obrotów bieżących bilansu płatniczego i saldo obrotów towarowych



Wkład eksportu netto do wzrostu PKB



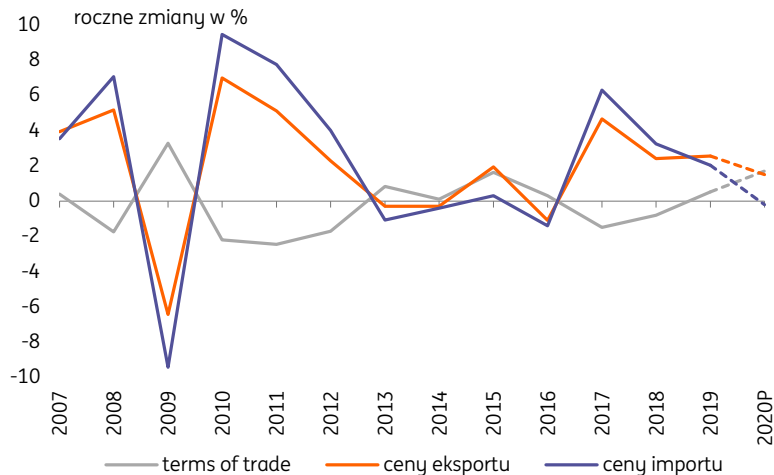
Źródło: GUS.

- Saldo obrotów bieżących i obrotów towarowych, liczone w 12-miesięcznym ujęciu skumulowanym, w ostatnich miesiącach osiągnęły rekordowe nadwyżki w relacji do PKB – odpowiednio 3,5% i 2,1%PKB w październiku 2020. Nadwyżki na obu rachunkach pojawiły się już pod koniec 2019.
- Obok poprawy bilansu handlowego, nadwyżkę w obrotach bieżących wsparło w ostatnich miesiącach obniżenie deficytu w dochodach pierwotnych w porównaniu do 2019. Ta poprawa skompensowała spadek dodatniego salda w handlu usługami, których niektóre kategorie (np. podróże zagraniczne) zanotowały głębokie dwucyfrowe spadki w czasie pandemii.
- Eksport netto okazał się silnym motorem wzrostu gospodarczego w obliczu olbrzymiego szoku wywołanego pandemią. Szacujemy, że jego pozytywny wkład do wzrostu PKB w 2020 wyniesie około 1,3 punktu procentowego, czyli nieznacznie więcej niż w 2019. W 3kw20 wyniósł 1,7pp i wynikał ze wzrostu eksportu dóbr i usług o 2% i spadku importu o 1% r/r.
- Dynamiki eksportu dóbr i usług notowane w ostatnich miesiącach w danych bilansu płatniczego oraz rekordowo wysokie nadwyżki w bilansie obrotów towarowych i bieżących mogą sugerować nawet większą rolę handlu zagranicznego jako stabilizatora koniunktury w Polsce. Zgodnie z danymi NBP, wyrażony w euro eksport towarów osiągnął poziom z poprzedniego roku już w czerwcu 2020. Natomiast miesięczny import przekroczył poziom z 2019 dopiero we wrześniu i ponownie zanotował spadek w październiku. Jednocześnie saldo usług zaczęło się stopniowo odbudowywać, w szczególności wpływy z usług transportowych, które skorzystały ze zwiększonej liczby przewozów towarowych.

Handel zagraniczny: Przejściowa poprawa terms-of-trade w 2020.

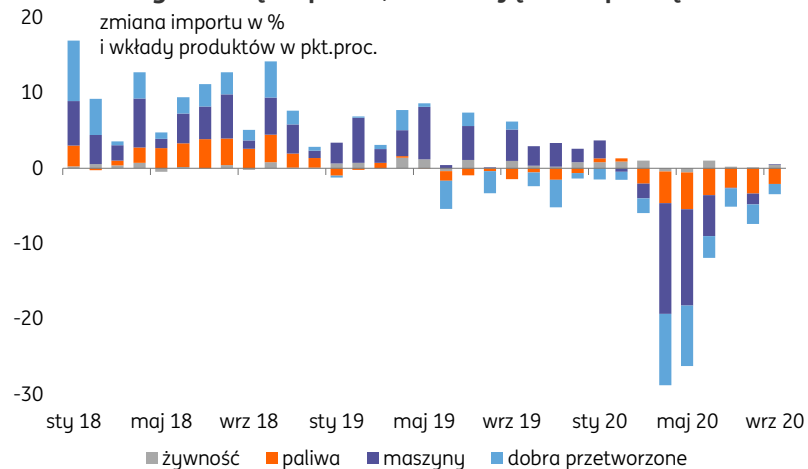
W 2021 wciąż solidna nadwyżka C/A, pogorszenie dopiero w 22 z odbiciem inwestycji.

Zmiany cen jednostkowych w eksporcie i imporcie, T-o-T



Źródło: Eurostat, szacunki ING.

Wkład w dynamikę importu, narastająco od początku roku



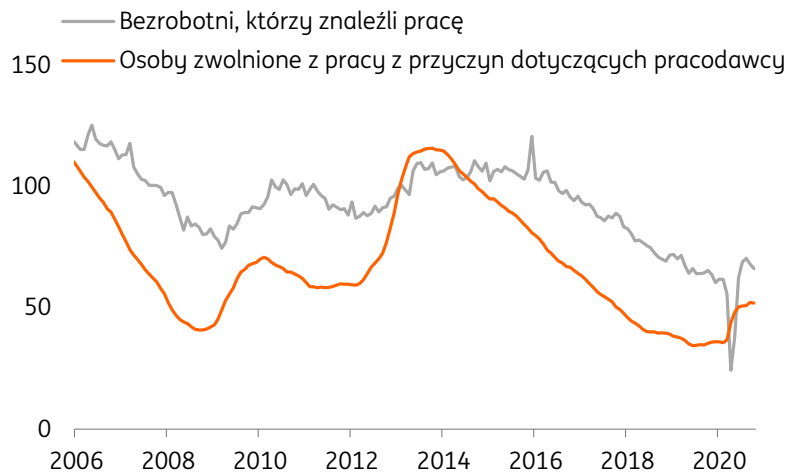
Źródło: GUS, szacunki ING.

- Choć polskie nadwyżki w obrotach bieżących i towarowych pojawiły się na kilka miesięcy przed pandemią, to jednak nie wydaje się, aby miały utrzymać się na tak wysokim poziomie w 2021. Spodziewamy się, że w 2021-22 obniżą się głównie ze względu na wzrost importu, który będzie towarzyszył odbudowie popytu krajowego. Prognozujemy, że nadwyżka w obrotach bieżących obniży się z 3,5% PKB w 2020 do 2% PKB w 2021.
- Ze względu na różnego rodzaju obostrzenia, w tym restrykcje w mobilności, pandemia nie jest dobrym okresem na podbijanie nowych rynków zbytu. W istocie wkład eksportu netto do wzrostu PKB w 2020 będzie nieznacznie lepszy niż w 2019. Lecz po kryzysie 2008-09 przekraczał nawet 4pp.
- O ile zmiany wolumenów eksportu i importu w 2020 były umiarkowane – co potwierdzają dane GUS, o tyle zmiany wartości tych agregatów w euro wynikały także z pozytywnych dla Polski zmian cen relatywnych. Szacujemy, że term-of-trade w 2020 r. poprawiły się około 1,7%. Było to najwyższą pozytywną zmianą od 2009 r., która również wynikała z kryzysu w gospodarce światowej i załamania cen ropy naftowej. Choć ceny w eksporcie rosły wolniej w 2020 niż w kilku ostatnich latach, to ceny w imporcie spadły w ujęciu r/r.
- Zgodnie z informacją NBP, w październiku wydatki za import ropy naftowej były o 50% niższe niż rok temu, zarówno za sprawą spadku cen i dostaw.
- W oparciu o dane GUS można szacować, że w 3kw20, T-o-T poprawiły się o około 3,3% co sprzyjało szybkiej poprawie salda handlu zagranicznego. W ślad za poprawą perspektyw dla gospodarki światowej rosną ceny ropy i T-o-T w 2021 raczej się pogorszą, co obniży nadwyżkę w obrotach bieżących.

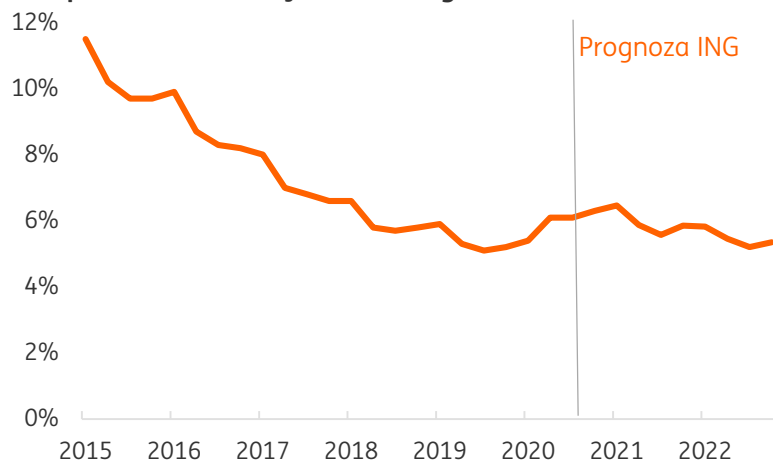
Rynek pracy: Wzrost bezrobocia do marca. Potem trwała poprawa

Jesienna fala pandemii bez większego wpływu na rynek pracy.

Zatrudnianie i zwalnianie na polskim rynku pracy.



Stopa bezrobocia rejestrowanego



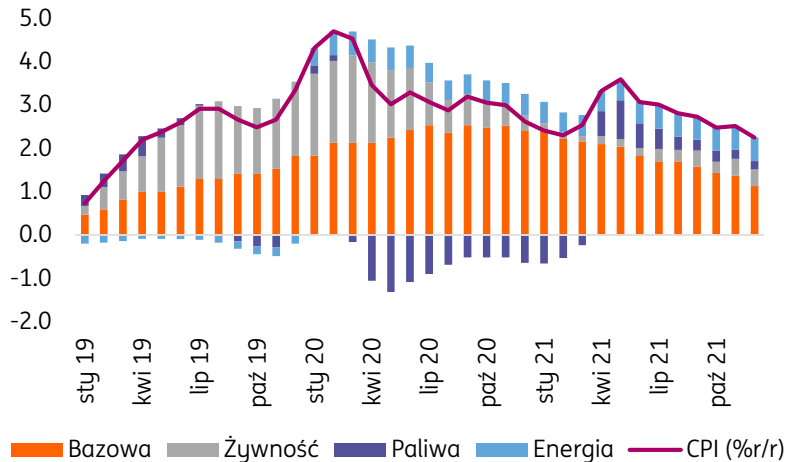
- Jesienna fala pandemii praktycznie jest w danych o rynku pracy praktycznie niewidoczna. Pracodawcy nie tylko nie wstrzymali procesów rekrutacyjnych (jak to robili w kwietniu i maju), lecz nawet zintensyfikowali je, aby skompensować absencje pracowników, którzy zostali objęci kwarantanną (ponad 250 tys. osób) lub wzięli urlop na opiekę nad dziećmi w związku z zamknięciem szkół. Stopa bezrobocia zatrzymała się od czerwca na poziomie 6,1%. Spośród ok. 250 tys. etatów utraconych na wiosnę w sektorze przedsiębiorstw połowa została odzyskana do października. Z kolei wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw rosną w tempie niewiele niższym niż na jesieni 2019.
- Sytuacja na rynku pracy jest dużo lepsza niż oczekiwaliśmy jeszcze kilka miesięcy temu i pozwala na optymistyczną prognozę na przyszłość. Sądzymy, że przesilenie na rynku pracy nastąpi w marcu, kiedy to gospodarka wciąż jeszcze odczuwać będzie skutki lockdownu w związku z jesienną a być może także również zimową falą zachorowań na Covid-19.
- Bezrobocie osiągnie wtedy naszym zdaniem poziom 6,5%. Część firm (m.in. hotelarstwo, handel detaliczny, rekreacja) zostanie zwolnione z obowiązku utrzymywania miejsc pracy w związku z otrzymaniem tarczy finansowej. W połowie 2021 obowiązek ten wygaśnie dla pozostałych firm, które skorzystały z tarczy w regularnym trybie. Może to spowodować podwyższoną liczbę zwolnień pracowników z powodu zmian strukturalnych gospodarki (np. upowszechnienia się pracy zdalnej i handlu w internecie), ale będzie to - naszym zdaniem - z nawiązką skompensowane przez kreację nowych miejsc pracy przez firmy korzystające na ożywieniu gospodarczym. Na koniec 2021 stopa bezrobocia wyniesie naszym zdaniem 5,9% a rok później tylko 5,4%.

Źródło: GUS i prognozy ING

Inflacja: Wysoki wzrost cen się utrzyma się również w 2021.

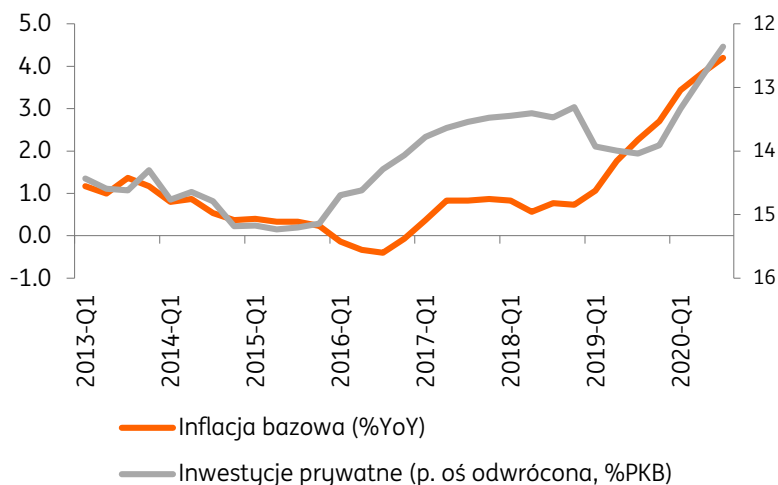
Powody to wzrost cen regulowanych, surowców, boom konsumpcyjny, struktura PKB.

Struktura inflacji w Polsce



- Szacujemy, że silne spowolnienie koniunktury w związku z pandemią tylko w niewielkim stopniu przyczyni się do spadku inflacji w Polsce. W 2020 CPI wzrósł średnio o 3,5%, w 2021 o 3,1%. Przez większą część roku inflacja będzie wahać się między 2,5-3,5%r/r, a więc blisko górnego progu celu NBP.
- Do najważniejszych czynników proinflacyjnych w 2021 należeć będą decyzje administracyjne: wprowadzenie opłaty mocowej, podatek cukrowy czy wzrost opłat za wywóz śmieci. Szacujemy, że sama opłata mocowa, o ile rząd nie zdecyduje się wprowadzić działań osłonowych, doda do CPI ok. 0,4pp. Firmy będą również rekompensować koszt dostosowania działalności do zaostrzonych wymogów sanitarnych, co zaczęły już robić w 2020 podnosząc ceny usług gdzie wymagany jest bliski kontakt z klientem.
- Wzrost presji na CPI wywoła również oczekiwane ożywienie popytu konsumpcyjnego. Już w 3kw20 jego poziom był wyższy niż w 4kw19, czyli w okresie sprzed pandemii, pomimo silnego załamania w 2kw20. Niskie bezrobocie, hojne programy fiskalne zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w połączeniu z dwucyfrowym wzrostem podaży pieniądza to skuteczne paliwo dla pobudzenia inflacji. Stymulację fiskalną i monetarną stosują też państwa eurolandu czy USA. Nie możemy jednak zapominać, że nie wchodziły one w kryzys z inflacją sięgającą 4,7%.
- Dodatkowo w Polsce od 2016 obserwujemy silny spadek udziału inwestycji prywatnych w PKB, do zaledwie 12,4% w 3kw20 (po oczyszczeniu z sezonowości), najniżej w najnowszej historii. Taka struktura nie sprzyja budowie przewag konkurencyjnych, co poprzez wzrost produktywności łagodziłoby presję inflacyjną ze strony wyższej konsumpcji.

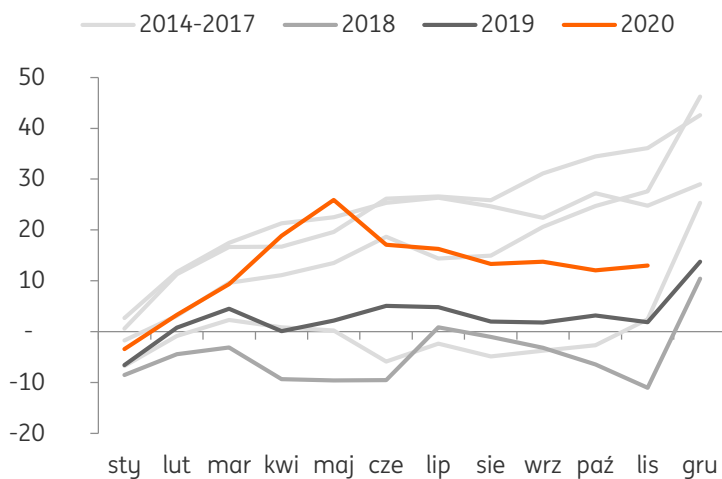
Inflacja bazowa a udział inwestycji prywatnych w PKB



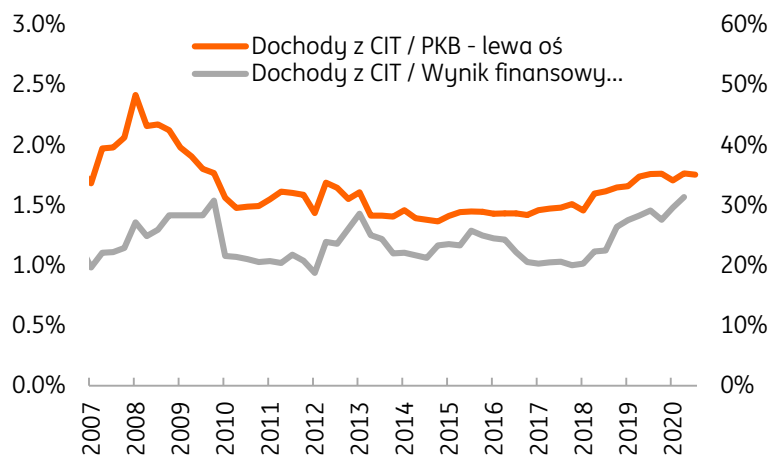
Budżet: Deficyt 8% PKB w 2020 i 5% w 2021

Pandemia Covid-19 w niewielkim stopniu odcisnęła się na budżecie po stronie dochodów

Deficyt budżetowy na koniec miesiąca, PLNmld



Efektywna stawka CIT%PKB



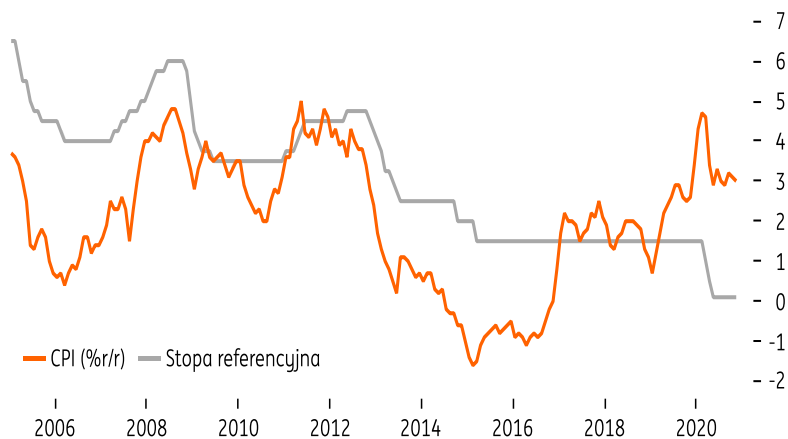
- Koszty tarcz anty kryzysowych w wysokości co najmniej PLN140mld (6,5% PKB) zostały przerzucone z budżetu państwa do BGK i PFR. Pozwoliło to utrzymać niski deficyt w budżecie centralnym, który na koniec listopada wyniósł PLN13mld. Duży impuls fiskalny pobudził PKB i pozwolił utrzymać wysokie dochody podatkowe. Stawki efektywne VAT i akcyzy spadły w niewielkim stopniu a w przypadku CIT nawet wzrosły.
- W 2021 r. spodziewamy się stabilizacji dochodów podatkowych (w relacji do PKB). Efektywna stawka VAT i akcyzy powinna nieco wzrosnąć wraz z odbudową konsumpcji, także tej luksusowej. Pojawi się też nowych podatek cukrowy (PLN3mld). Jednak zostanie to skompensowane kosztami wprowadzenia tzw. estońskiego CIT-u (PLN4mld), czyli zwolnienia z podatku zysków przeznaczonych na reinwestycję.
- Koszty tarcz anty kryzysowych obciążą finanse publiczne w 2021 r. w wysokości ok. PLN45-55mld, z których tylko PLN20mld przypada na budżet państwa (koszty tarczy anty kryzysowej 6.0). Pozostałe PLN25-35mld wyłoży PFR na Tarczę Finansową 2.0. Łączny deficyt budżetu państwa wyniesie naszym zdaniem ok. PLN70mld w 2020 i PLN70mld w 2021 - w tym pierwszym przypadku to mniej niż rząd założył w znowelizowanej ustawie budżetowej (PLN109mld). Z kolei deficyt całego sektora finansów publicznych wyniesie naszym zdaniem ok. 8% PKB w 2020 i 5% PKB w 2021 r. wg metodologii unijnej ESA2010. W obliczeniach uwzględniliśmy fakt, że część wydatków pozabudżetowych w 2020 zostanie rozdysponowana dopiero w 2021 r. (np. rezerwa w Funduszu Solidarnościowym na 13 i 14 emerytury) i wtedy też obciąży deficyt wg ESA2010. Odwrotny będzie skutek tarczy branżowej, z której wydatki zostaną poniesione w 2021 r., ale w postaci refundacji kosztów z 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych i prognoz Ministerstwa Finansów

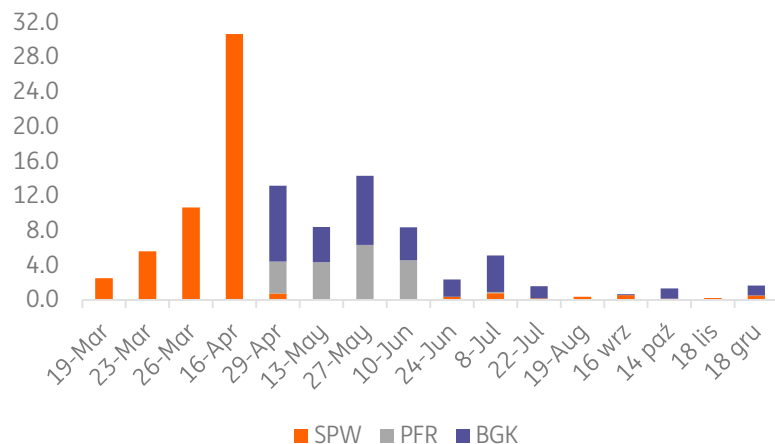
Polityka monetarna: Ograniczone cięcia zależne od PLN

NBP wciąż w trybie luzowania, rozszerza instrumentarium o interwencje walutowe

Stopa referencyjna i CPI
Ujemne realne stopy procentowe na lata



Rozkład w czasie i struktura skupu obligacji przez NBP



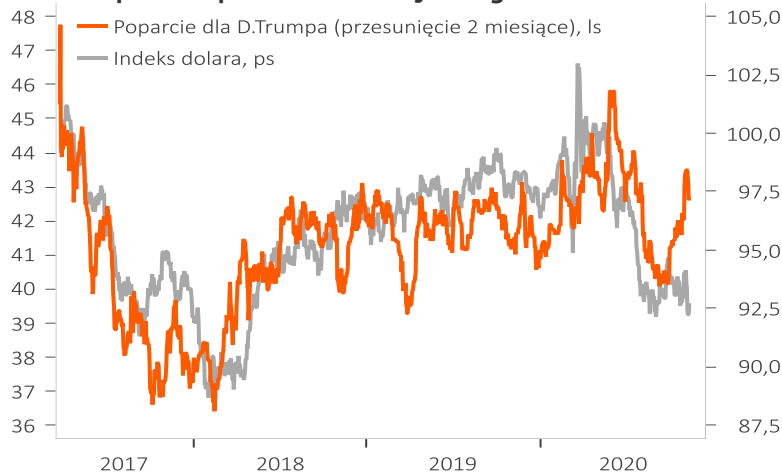
Źródło: Narodowy Bank Polski

- Do niedawna NBP sygnalizował, że dalsze cięcia stóp są mało realne i nieskuteczne. Sytuacja zmieniła się gdy podjął interwencje walutowe pod koniec grudnia, zapowiedź ewentualnego cięcia stóp miała wesprzeć ich skuteczność.
- Interwencje (1) wprowadzają dodatkowy czynnik niepewności na rynku walutowym i przejściowo osłabiają umocnienie PLN w 2021, za którym przemawiają czynniki krajowe i globalne (więcej w sekcji walutowej), są również wsparciem eksporterów i odbicia PKB, (2) poprawiły wynik NBP na zarządzaniu rezerwami walutowymi (50% rezerw NBP to USD, wcześniej w wyniku spadku US\$/PLN w 2020 NBP mógł zanotować stratę).
- Widzimy 40% szans na symboliczne cięcie stóp w 1Q21 o 10pb. Im mocniejszy PLN, tym większe szanse na cięcie. Głębsza obniżka niż 10pb wymaga zmiany prawa. Obecnie są formalne przeszkody w stosowaniu ujemnych stóp, stąd większe cięcia są mniej realne albo wymagają dużego umocnienia PLN.
- Normalizacja polityki pieniężnej (podwyżki) to raczej perspektywa 2poł22-23 roku. W tym roku NBP powinien kontynuować program skupu obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa. NBP ma ograniczone możliwości uruchomienia narzędzi wspierających akcję kredytową. Program LTRO stosowany przez ECB to finansowanie banków po ujemnych stopach, czego nie chce prezes NBP, są też ograniczenia formalne.
- Powyższe pokazuje, że NBP bliżej jest ECB (QE do połowy 2022 roku, pierwsze podwyżki 2024-25) niż innych banków centralnych w regionie, które albo już podniosły stopy (Węgry) albo mówią o konieczności zacieśniania w warunkach tak gigantycznego impulsu fiskalnego (widzimy dwie podwyżki w Czechach).

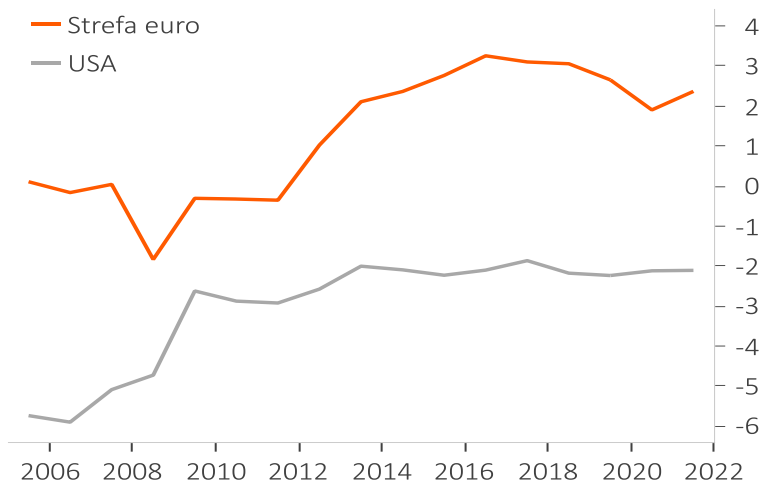
€/US\$: Dalszy wzrost w 2021.

Program J.Bidena prawdopodobnie niekorzystny dla dolara.

Dolar i poparcie dla D.Trumpa – nowa administracja USA prawdopodobnie mniej korzystna dla US\$



Bilans obrotów bieżących (jako % PKB) wg projekcji MFW

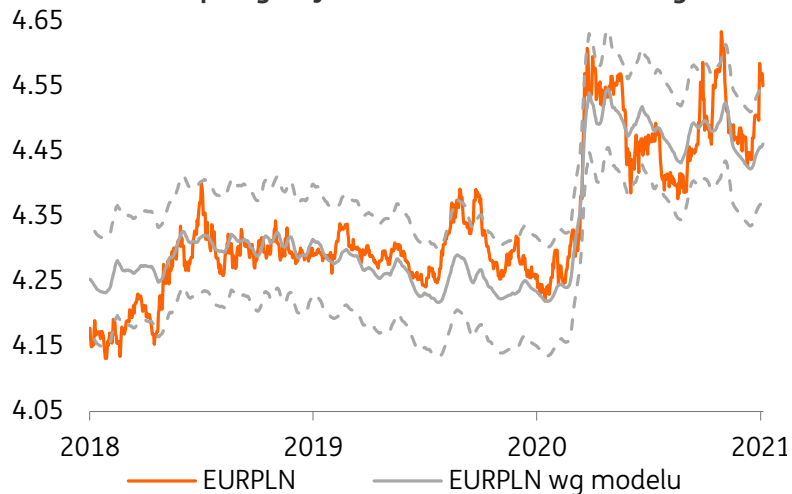


- W naszej ocenie w 2021 kurs €/US\$ będzie kontynuować wzrost zapoczątkowany w tym roku. Pod koniec roku para powinna sięgnąć co najmniej 1,25, tj. szczytów z przełomu 2017 i 2018, chociaż widzimy duże szanse na ruch do 1,30.
- Wiele argumentów przemawia za dalszym osłabieniem dolara. Historycznie amerykańska waluta traci wraz z odbiciem globalnego PKB, wówczas następuje odpływ kapitału z USA na rynki bardziej ryzykowne, np. wschodzące.
- Tym razem dodatkowo ten trend wspiera nowe podejście Fed. Zmiana celu inflacyjnego na symetryczny sygnalizuje, że Fed pozwoli inflacji odbić się, a więc długo utrzyma niskie stopy (naszym zdaniem do 2024). To tylko wzmacnia rolę dolara jako waluty finansującą bardziej dochodowe i ryzykowne pozycje.
- Spodziewamy się także, że prezydent J.Bidena będzie prowadził politykę mniej korzystną dla dolara niż obecna. Oczekujemy m.in. mniej agresywnej polityki handlowej. To powinno pomóc walutom azjatyckich eksporterów oraz euro.
- D.Trump wprowadził też ulgi podatkowe dla firm, co skłaniało je do repatriacji zysków do USA. J.Biden opowiada się za wzrostem podatków, ograniczające powrót kapitałów do USA.
- Najważniejsze ryzyka dla tego scenariusza to szybkie odbicie wzrostu w USA, wcześniejsze podwyżki Fed i wzrost rentowności długu podnoszący atrakcyjność amerykańskich obligacji wobec wciąż nisko oprocentowanego długu w EUR.

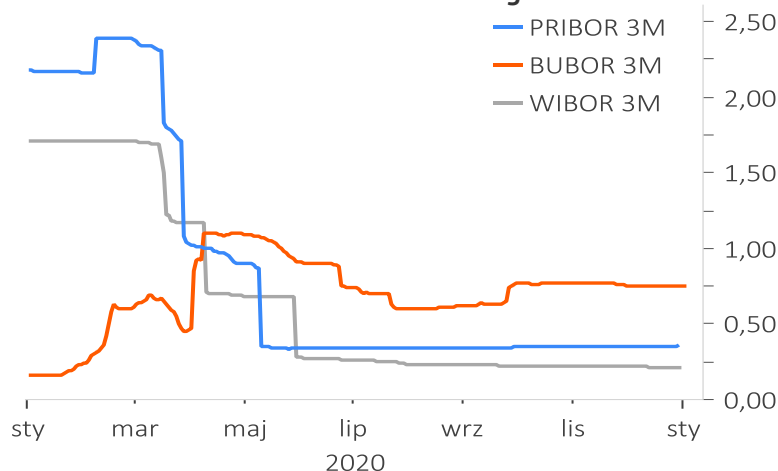
€/PLN: Umiarkowany spadek w 2021.

Złotego wzmocni wzrost €/US\$, ale polityka NBP ogranicza skalę ruchu.

Kurs €/PLN według modelu ING – spadek oczekiwań na obniżki stóp sugeruje dalsze umocnienie złotego.



Stopy procentowe w CEE – polityka NBP ogranicza pole do umocnienia złotego

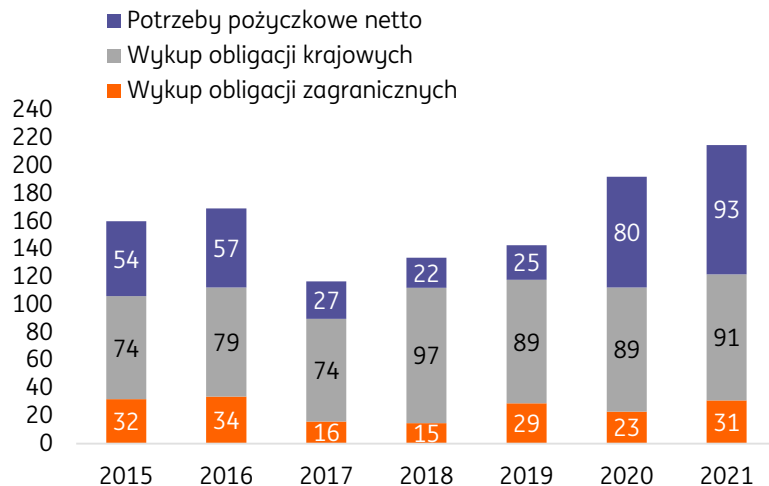


- Oczekujemy, że na początku 2021 kurs €/PLN utrzyma się blisko 4,50. Spodziewamy się umocnienia PLN wobec euro, w trakcie roku, poniżej 4,40. W 2021 za mocnym złotym przemawiają: (1) wysoka nadwyżka na rachunku obrotów bieżących - w 2021 zmniejszy się, ale powinna pozostać istotna (ok. 2%PKB wobec 3,5% PKB w 2020), (2) oczekiwany przez nas dalszy wzrost €/US\$, (3) rekordowe napływy kapitału na rynki wschodzące w przededniu oczekiwanego ożywienia gospodarki globalnej od 2kw21.
- Z drugiej strony przestrzeń do umocnienia złotego ogranicza łagodna polityka NBP, który jest konsekwentnie najbardziej łagodnie nastawionym bankiem centralnym w regionie (w 2021 możliwe są nawet dwie podwyżki w Czechach). NBP preferuje też słabszego złotego jako wsparcie dla gospodarki przy wychodzeniu z pandemii. Dał temu wyraz podejmując interwencje w grudniu. Może także wydłużać programu QE. Im mocniejszy złoty, tym większe szanse na (symboliczne) cięcie stóp NBP, wspierające skuteczność interwencji walutowych. Naszym zdaniem celem NBP jest osłabienie presji aprecjacyjnej, za którą przemawiają czynniki globalne (oczekiwane szersze umocnienie walut wschodzących) ale też krajowe.
- Według naszego modelu określającego wartość złotego na tle innych krajowych aktywów (np. obligacji) poziom równowagi kursu €/PLN wynosi około 4,47 (patrz wykres obok). Oznacza to, że o istotnym niedowartościowaniu złotego możemy mówić ponad poziomem 4,55. Złoty jest natomiast bliski wycenienie modelowej wobec dolara. Kursy na ogół wybijają się ponad „dopuszczalny” zakres wg modelu na krótko, np. kilka dni.

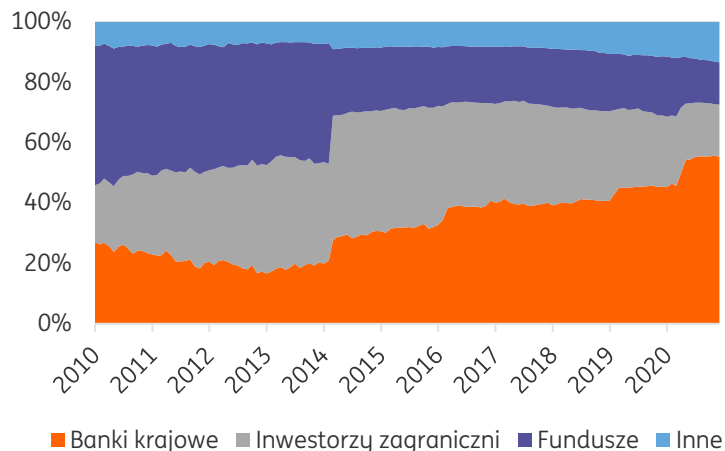
Nowe emisje obligacji skarbowych i PFR sięgną PLN115mld.

Rząd sfinansuje część potrzeb pożyczkowych poza rynkiem z unijnego funduszu SURE.

Potrzeby pożyczkowe budżetu, PLNmld



Zaangażowanie w POLGBs – udział inwestorów zagranicznych poniżej 20%



Oficjalne potrzeby pożyczkowe brutto na 2021 wynoszą PLN284mld. W praktyce jednak sądzimy, że będą one mniejsze – ok. PLN215mld, przy czym tylko nowe emisje POLGBs i obligacji PFR wyniosą tylko ok. PLN115mld. Za takim scenariuszem przemawiają następujące argumenty:

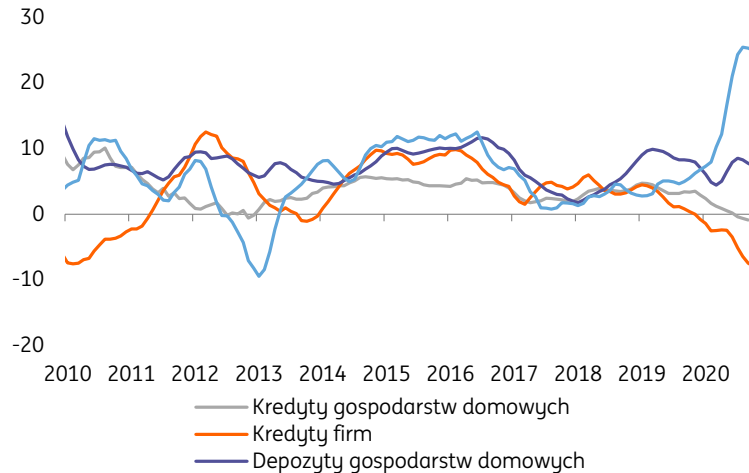
1. Według informacji MinFin, dotychczasowe prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w 2021 wyniosło około 30%, czyli ok. PLN85mld. Naszym zdaniem, wynika to głównie z przeniesienia niewykorzystanych rezerw gotówkowych w wysokości ok. PLN40mld z PLN109mld w grudniu. Sądzimy, że rząd zrealizował w ub.r. nie więcej niż PLN70mld ze PLN109mld planowanego deficytu budżetu państwa.
2. Sądzimy, że tegoroczny deficyt budżetu państwa będzie bliski zaplanowanemu niedoborowi (PLN82mld), gdyż w bieżącym roku rząd poniesie koszty drugiej rundy tarcz antykryzysowych oraz zwiększonych wydatków socjalnych (np. 13 i 14 emerytury). Do tego należy doliczyć ok. PLN11mld innych potrzeb (np. deficyt budżetu środków UE). Łączne potrzeby pożyczkowe netto budżetu wyniosą PLN93mld.
3. Polska ma możliwość pozyskania preferencyjnych pożyczek z unijnego programu SURE (niezależnego od Funduszu Odbudowy i budżetu na lata 2021-2027) o wartości PLN45mld. Sądzimy, że wykorzysta całą tę kwotę, zmniejszając zapotrzebowanie na finansowanie emisjami obligacji skarbowych.
4. Emisje POLGBs na rynku hurtowym o ok. PLN10mld obniży też rosnąca sprzedaż detalicznych obligacji skarbowych.

Ponadto, swoje obligacje na kwotę co najmniej PLN20mld uplasuje w 2021 również PFR na finansowanie Tarczy Finansowej 2.0.

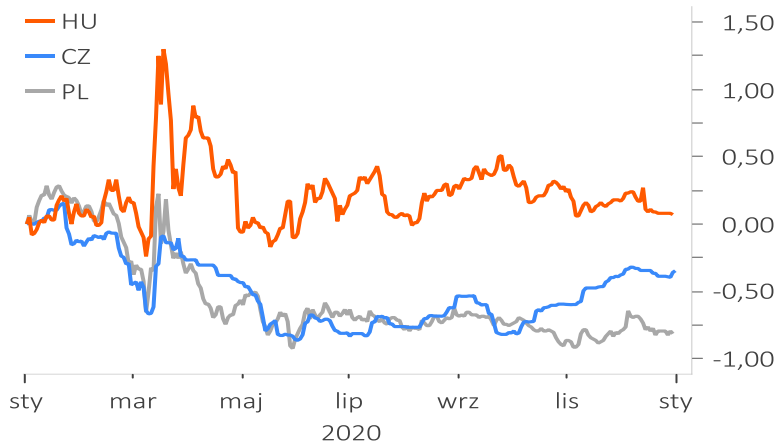
POLGBs: Wzrost rentowności w 2021 za Bundem.

Popyt z kraju pokryje przyszłoroczne emisje.

Realny wzrost depozytów i kredytów w Polsce (%r/r) – nadpłynność zmusi banki do dalszych zakupów SPW



Rentowności 10letnich obligacji skarbowych (zmiana w 2020) – POLGBs zdecydowanie najmocniejsze.

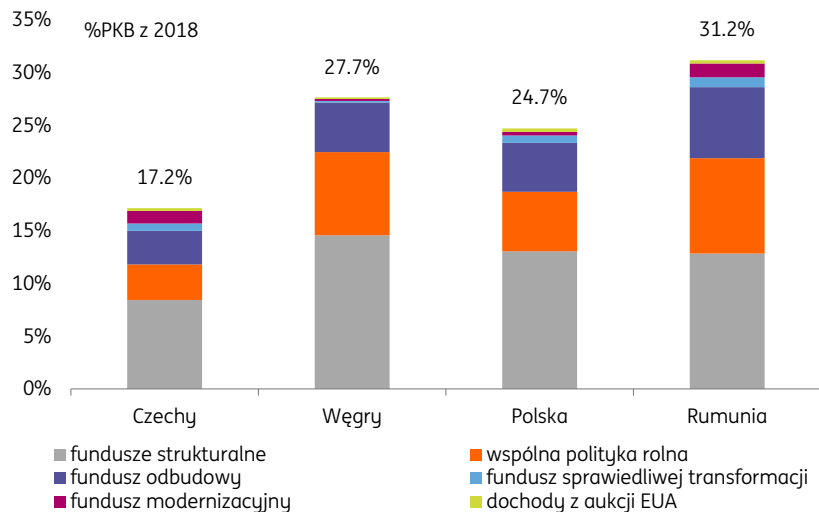


- Oczekujemy, że w 2021 dojdzie do wystromienia krzywej POLGBs poprzez wzrost rentowności na środku i długim końcu krzywej. W przypadku 10latek spodziewamy się wzrostu rentowności o około 30-40pb. Krótsze papiery powinny pozostać mocne – RPP skutecznie przekonała inwestorów, że na podwyżki stóp będzie trzeba czekać długo, ewentualnie możliwe są symboliczne cięcia stóp.
- Emisje obligacji skarbowych w 2021 szacujemy na około PLN115mld w ujęciu netto plus PLN20mld emisji PFR. Emisje SPW mogą być niższe jeżeli finansowanie potrzeb zostanie przerzucone na papiery BGK lub zwiększy emisje obligacji detalicznych.
- Popyt na obligacje ze strony podmiotów krajowych powinien być zdecydowanie mniejszy niż około PLN120mld w 2020 roku. Nie będzie już masowych wypłat środków pomocowych dla firm, które potem zdeponowane zostały w sektorze bankowym. Już obecnie dynamika depozytów stabilizuje się po miesiącach dynamicznych wzrostów. W „normalnym” roku podmioty krajowe skupują PLN40-60mld obligacji. Inwestorzy mogą więc spekulować, że NBP nie skupi dostatecznie dużej ilości SPW, aby zahamować wzrost rentowności.
- W takiej sytuacji, inwestorzy zagraniczni prawdopodobnie nie wrócą na krajowy rynek SPW w tym roku. Obecny poziom rentowności jest dla nich nieatrakcyjny. Tylko w 2020 roku (do listopada) zredukowali swoje pozycje w SPW o PLN26mld, czyli prawie 17%. Równolegle kupowali natomiast obligacje np. węgierskie. Oprocentowanie węgierskich 10latek jest blisko 100pb wyższe niż polskich. Wzrost rentowności SPW w 2020 roku powinien być zbliżony np. do Bunda, więc relatywnie atrakcyjność krajowego długu się nie poprawi.

Szansa na przyśpieszenie transformacji zielonej w Polsce.

Dostęp do unijnego Funduszu Odbudowy odblokuje zielone i cyfrowe inwestycje.

Potencjalne finansowanie z grantów unijnych w 2021-21



Źródło: Szacunki ING na podstawie dokumentów Komisji Europejskiej.

Ceny uprawnień do emisji CO2 w EU ETS w ostatnim roku



- Kompromis na ostatnim szczycie unijnym otwiera Polsce dostęp do pokaźnych środków na zielone i cyfrowe inwestycje, które są priorytetami nowego Funduszu Odbudowy (FO). Zgodnie z wytycznymi KE, w krajowych planach odbudowy (KPO), członkowie UE mają przeznaczyć przynajmniej 37% alokacji na inwestycje związane z klimatem oraz przynajmniej 20% na transformację cyfrową. Pozostałe środki trafią m.in. ochronę zdrowia, infrastrukturę czy politykę regionalną. Choć kraje formalnie czas do kwietnia 2021 na jego przedstawienie swoich KPO, każdy tydzień zwłoki przekłada się na opóźnienia w wykorzystaniu potencjalnego finansowania.
- Środki unijne będą silnym wsparciem dla inwestycji po pandemii oraz stwarzają wielką szansę przyśpieszenia transformacji zielonej. Sfinansują głównie odnawialne źródła energii, efektywność energetyczną i zrównoważony transport. Piszemy o tym w naszym [pierwszym raporcie regionalnym](#) o zrównoważonym rozwoju w Europie Środkowo-Wschodniej.
- Szacujemy, że w latach 2021-27 Polska może otrzymać łącznie równowartość około 25%PKB z tych źródeł (średnio 3,5%PKB rocznie) w formie bezzwrotnych pożyczek oraz dodatkowo prawie 7%PKB w formie preferencyjnych pożyczek z FO. Podniesienie celu redukcji emisji w UE z 40% do 55% zwiększa potrzeby inwestycyjne. Obszary priorytetowe i wpierający pakiet reform strukturalnych określą KPO.
- Oprócz FO, na transformację zieloną kraje mogą przeznaczyć również środki z innych funduszy unijnych, zarówno ze środków strukturalnych i wspólnej polityki rolnej, a także źródeł dedykowanych energetyce – Funduszu Sprawiedliwej Transformacji, Funduszu Modernizacyjnego czy przychodów aukcji uprawnień do emisji CO2, których ceny przebiły €30.

Zespół analiz makroekonomicznych

| | | | | |
|--|--|--|--|--|
| Rafał Benecki Główny Ekonomista | Piotr Popławski Starszy Ekonomista | Leszek Kąsek Starszy Ekonomista | Karol Pogorzelski Starszy Ekonomista | Dawid Pachucki Starszy Ekonomista |
| T 22 820 4696 | T 22 820 4078 | T 22 820 5075 | T 22 820 4891 | |
| E Rafal.Benecki@ing.pl | E Piotr.Poplawski@ing.pl | E Leszek.Kasek@ing.pl | E Karol.Pogorzelski@ing.pl | E Dawid.Pachucki@ing.pl |

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdują się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.