Gospodarka w 2021 roku

Marcin Mazurek
Maciej Zdrolik

21 stycznia 2020

Streszczenie

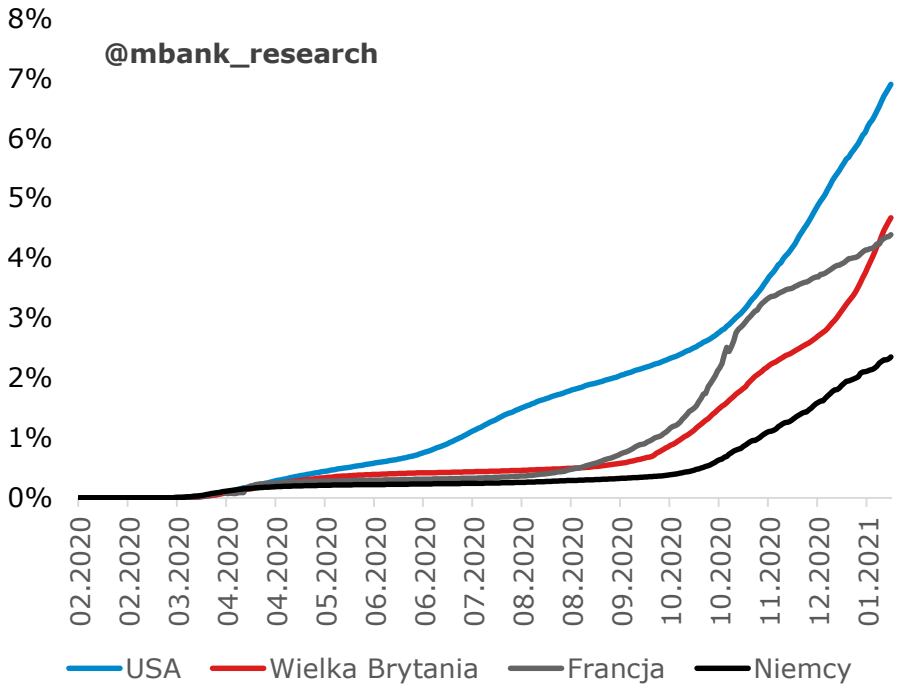
- Nie rozliczamy poprzedniego dokumentu, gdyż pandemia wywróciła stolik prognostyczny.
- Kolejne 2-3 miesiące upłyną na wysiłkach zwiększenia tempa szczepień i luzowania restrykcji epidemicznych. Szacujemy, że odporność populacyjna w wielu krajach rozwiniętych jest w zasięgu w 2021 roku (patrz tutaj). Niemniej jednak nie należy zakładać, że zjawisko to będzie powszechne. Wirus będzie mutował tam, gdzie szczepienia idą bardzo powoli lub się nie rozpoczęły. Scenariuszem bazowym jest znaczące zmniejszenie prawdopodobieństwa *lockdownów* na rzecz okresowych „uciążliwości" medycznych (regularne szczepienia). Sprzyjać temu będzie zaszczepienie najbardziej wrażliwej części populacji 60+, także w Polsce (patrz tutaj i tutaj). Problem szczepień jest obecnie problemem podażowym (popyt rośnie).
- Po okresie wspomagania fiskalnego, gospodarka chińska wracać będzie na tory większego zrównoważenia wzrostu. Uważamy, że spójny z tym scenariuszem będzie mocniejszy juan (patrz tutaj). USA (tutaj) będą rosły szybciej niż strefa euro (tutaj). Oznacza to też, że okresowo budować mogą się oczekiwania na szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej w USA, którym Fed będzie przeciwdziałał, ale naszym zdaniem tego dżina do butelki na powrót się zagnać nie da. Tymczasem drzwi do podwyżek są zamknięte w strefie euro na lata. Zmienia to naszym zdaniem perspektywy dla EURUSD i już nie spodziewamy się aprecjacji, a raczej stabilizacji (patrz tutaj).
- Nadwyżka w obrotach bieżących pozostanie w Polsce na dłużej, a perspektywy dla eksportu są korzystne. Nie oczekujemy silnego zwiększenia importu – ta droga już się nie zrealizowała w poprzednim cyklu i teraz jest równie mało prawdopodobna (patrz tutaj).
- Mimo tego pozostawiamy prognozę wzrostu w 2021 roku nieco poniżej konsensusu na poziomie 3,8%. Dlaczego? Na pewno na razie nie przeszkodzi jeszcze demografia, to nie problem na ten cykl (patrz tutaj). Nie oczekujemy też hamulca fiskalnego (patrz tutaj). Tym niemniej spodziewamy się, że rynek pracy będzie wracał do równowagi powoli, co rzutować będzie jedynie na powolną odbudowę funduszu płac (patrz tutaj). Restrykcje epidemiczne i słaby rynek pracy nie pozwolą rozpędzić się konsumpcji, choć druga połowa roku będzie wyraźnie lepsza. Środki dotychczas zgromadzone na depozytach i w gotówce nie muszą być wydane z automatu, natomiast ułatwią restart konsumpcji usług, które w czasie epidemii nie funkcjonowały (i na które odłożył się popyt). Eldorado dla konsumpcji to dopiero scenariusz na 2022 rok, kiedy włączy się wspomaganie z rynku pracy (patrz tutaj). Spodziewamy się scenariusza powolnej odbudowy inwestycji (patrz tutaj) i uważamy, że będą one w trajektorii wyjątkowo pro-cykliczne, z nieco późniejszym startem (harmonogram wydatków unijnych oraz samorządowych też przesunięty jest na drugą połowę roku). Nawet scenariusz 3,8% wystarcza do powrotu wartości strumienia (realnego) PKB z ostatnich przed-pandemicznych odczytów (patrz tutaj).
- Inflacja spadnie do poziomów nieco wyższych niż cel NBP (patrz tutaj). Jej kompozycja będzie sprzyjać utrzymaniu luźnej polityki pieniężnej, ale nie dalszemu jej rozluźnianiu, w szczególności za pomocą stóp procentowych (patrz tutaj). Nowe narzędzia w polityce pieniężnej (zakupy obligacji i interwencje walutowe *na osłabienie* złotego) są na tyle potężne i szybkie w działaniu (w policy-mix), że to do nich uciekał się będzie w krótkim terminie bank centralny w celu łagodzenia ewentualnych problemów z koniunkturą wynikłych z nieoczekiwanego wzrostu zakażeń COVID-19 i idących za nimi restrykcji. Scenariusz obniżek stóp procentowych zarezerwowany na silny szok makroekonomiczny, wykraczający działaniem poza jeden kwartał i powodujący negację pozytywnego scenariusza makroekonomicznego (odbudowa i wzrostowa ścieżka PKB). Zdecydowane interwencje walutowe NBP w grudniu sprawiają, że inwestorzy uwierzą w słabszego złotego w 2021 roku. Spodziewamy się już tylko marginalnej aprecjacji w drugiej połowie 2021 roku (patrz tutaj).

Gospodarka globalna:

Szczepienia: wyścig z czasem
Post-pandemiczne ożywienie
Stymulacyjne nastawienie banków centralnych

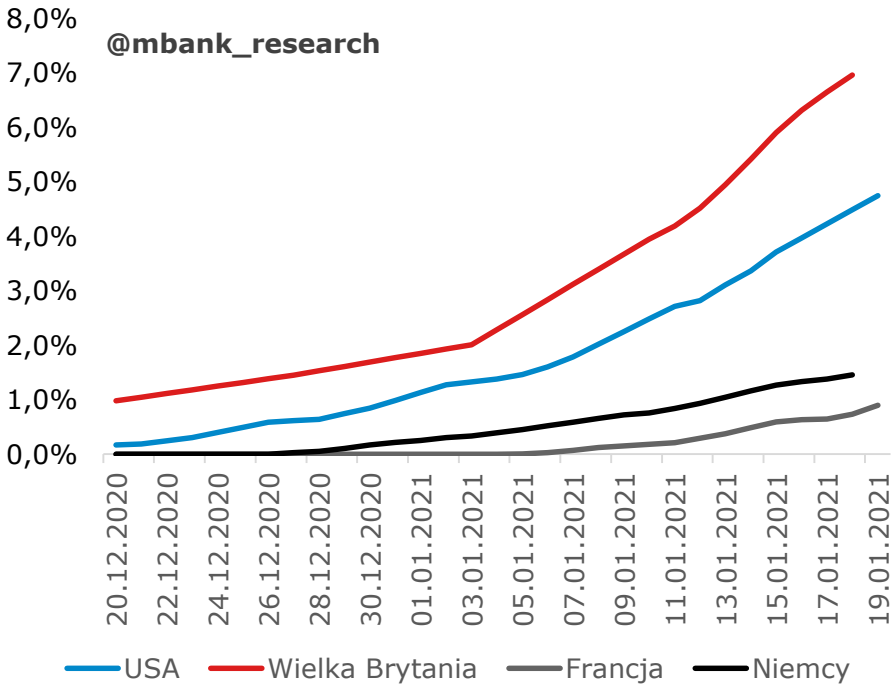
Globalna walka z wirusem trwa. 2021 będzie bliski zwycięstwa?

Skumulowane, potwierdzone przypadki (% populacji)



Źródło: ourworldindata.org/coronavirus

Jaki procent populacji kraju już zaszczepiono?

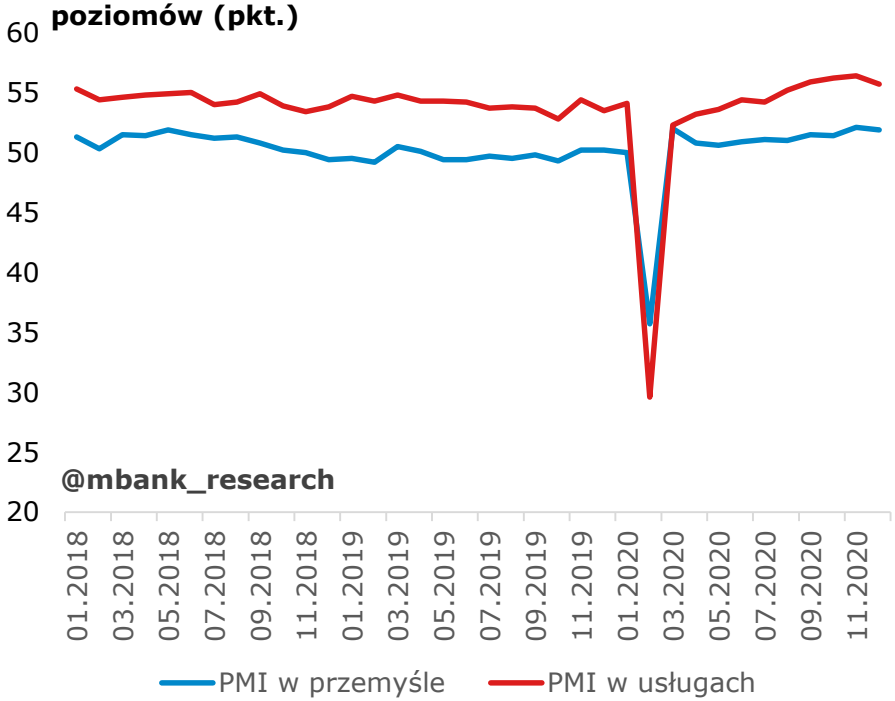


Źródło: ourworldindata.org/coronavirus

- W pierwszym kwartale utrzymane będą obostrzenia epidemiczne. Kolejne przyniosą znoszenie restrykcji, ale będzie to proces stopniowy, zależny od tempa szczepień, a przede wszystkim odporności najbardziej wrażliwych grup 60+, dla których najwyższe jest prawdopodobieństwo zgonu, ciężkiego przebiegu choroby oraz hospitalizacji. **Neutralizacja zagrożenia dla tej grupy możliwa jest jednak w kilka miesięcy.**
- Głównym źródłem nabywania odporności będzie program szczepień. Utrzymanie obecnego, tygodniowego tempa pozwoli na zaszczepienie ok 20% populacji USA i Wielkiej Brytanii do końca 1 kwartału. To bardzo konserwatywne założenia – tempo szczepień będzie zwiększać się, choćby ze względu na zwiększone dostawy szczepionek (zarówno tych już w użyciu, jak i tych w procesie badań czy certyfikacji) i poprawę możliwości organizacyjnych. Proces szczepień znacznie wolniej przebiega we Francji i Niemczech, ale zakładamy, że ich programy muszą się „rozpędzić" i zbliżą się do tempa „prymusów". Jednocześnie zwiększać się będzie też liczba zakażeń, a wraz z nią liczba osób o naturalnie nabytej odporności. Trudno dobrać odpowiedni mnożnik do faktycznej liczby zakażeń, ale w obecnym momencie (licząc x5 faktycznie wykryte przypadki) można wnioskować, że punktem startowym do osiągnięcia odporności populacyjnej jest 10% w Niemczech i 35% w USA. **Całkowita odporność populacyjna w wielu krajach jest w zasięgu w 2021 roku.**
- Głównymi źródłami ryzyka dla takiego scenariusza są nowe mutacje wirusa (nierówny dostęp do szczepionek sprawia, że epidemia może trwać w najlepsze w krajach biednych) oraz ewentualnie krótki okres odporności nabytej po przechorowaniu, czy szczepionce. Ludzkość zmagać się będzie jeszcze z wirusem przez wiele lat. Scenariuszem bazowym jest jednak znaczące zmniejszenie prawdopodobieństwa *lockdownów* na rzecz okresowych „uciążliwości" medycznych (regularne szczepienia).

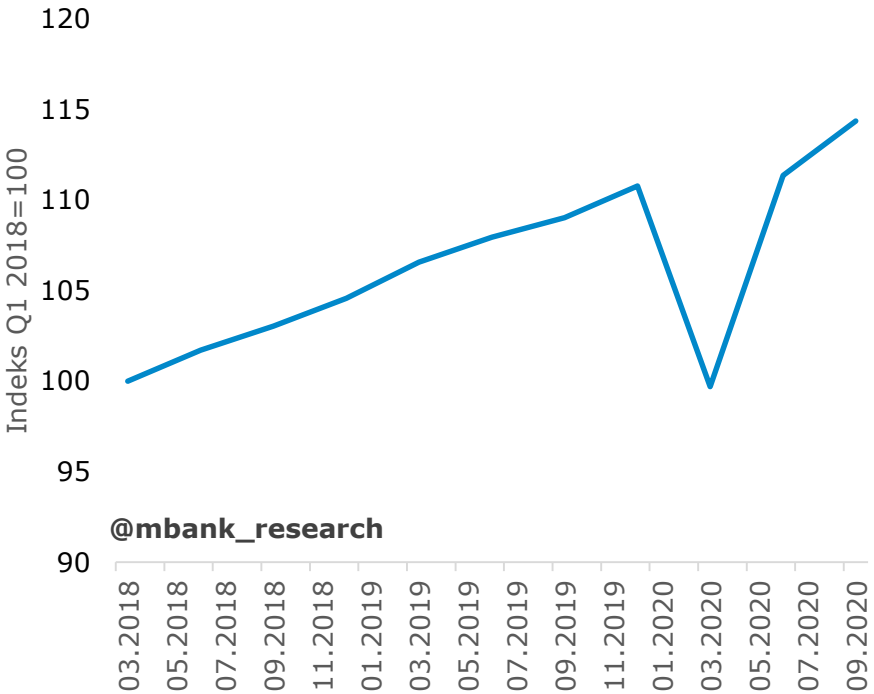
Chiny: po pandemii powróci nacisk na jakość, a nie tempo wzrostu gospodarczego. Mocniejszy juan.

Powrót wskaźników koniunktury do poprzednich poziomów (pkt.)



Źródło: Bloomberg.

PKB wraca do poprzedniego trendu

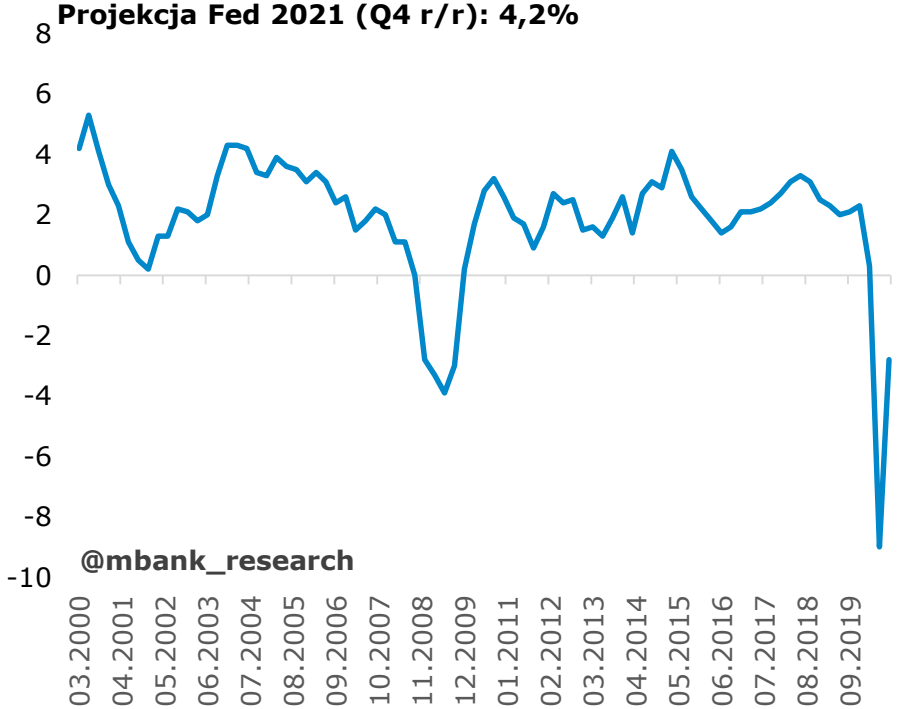


Źródło: Bloomberg.

- Zduszenie epidemii oraz działania gospodarcze wprowadzone w okresie największych restrykcji i okresu post-epidemicznej odbudowy (dostarczenie płynności do systemu bankowego, wsparcie transferami, kredytami oraz moratoria spłat odsetek, zwiększenie skali i zakresu ubezpieczenia od bezrobocia) pozwoliły na szybki powrót do wzrostu. Wzrost PKB w 2020 roku oczekiwany jest na poziomie 1,9% oraz 7,9% w 2021 roku.
- Oczekiwana jest kontynuacja reform: otwieranie sektora finansowego, poprawa prawa patentowego, liberalizacja rynku pracy. W przestrzeni wzrostu gospodarczego można oczekiwać kontynuacji równoważenia wzrostu (więcej konsumpcji, mniej inwestycji) w bardziej normalnym otoczeniu ekonomicznym (w warunkach kryzysowych włącza się stary, dobry mechanizm zwiększania inwestycji publicznych w celu pobudzania wzrostu). Mocniejszy juan spójny jest z tym podejściem. Wątpliwe jest więc, aby Chiny sprzyjały utrzymaniu niskich cen dóbr podlegających wymianie handlowej w 2021 roku.
- Scenariusze baniek, gwałtownego delewarowania i tym podobnych strachów są cały czas aktualne i żyją w świadomości inwestorów. Zakładamy jednak – podobnie jak w poprzednich latach – że sterowanie gospodarką pozwoli ich uniknąć.
- Dokładny, obszerny (i świeży) raport MFW o gospodarce Chin, z którego korzystaliśmy można znaleźć tutaj

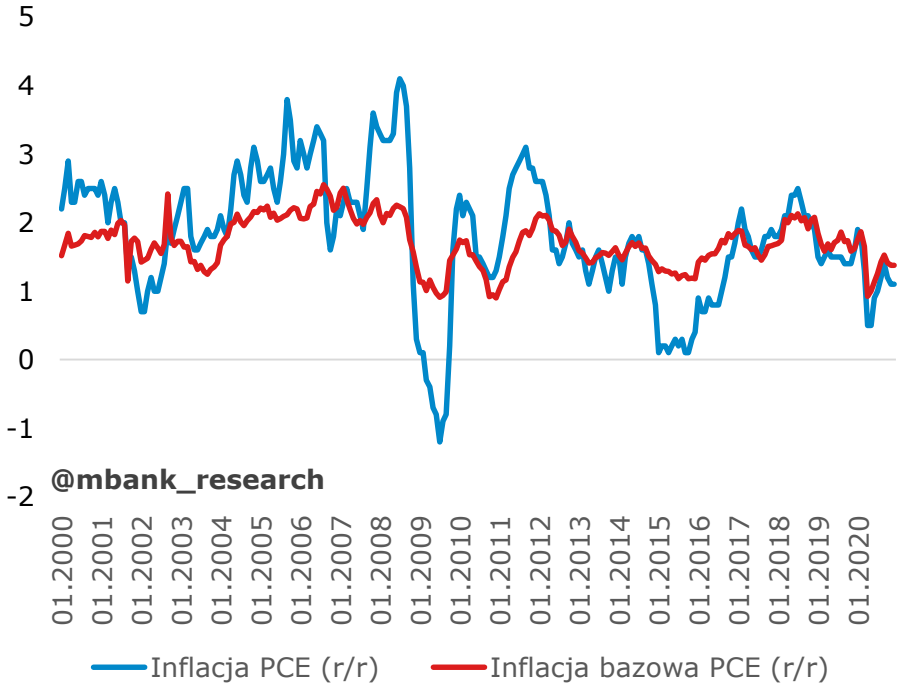
USA: predystynowane do szybszego wzrostu niż Europa. Fed nie zapomni o własnym *forward guidance* i aktywnie tonował będzie oczekiwania rynkowe.

PKB: na razie głębokie minusy. Projekcja Fed 2021 (Q4 r/r): 4,2%



Źródło: Projekcje Fed z grudnia, link

Inflacja PCE obecnie sporo poniżej celu. Projekcja Fed 2021: 1,8%, bazowa 1,8%.

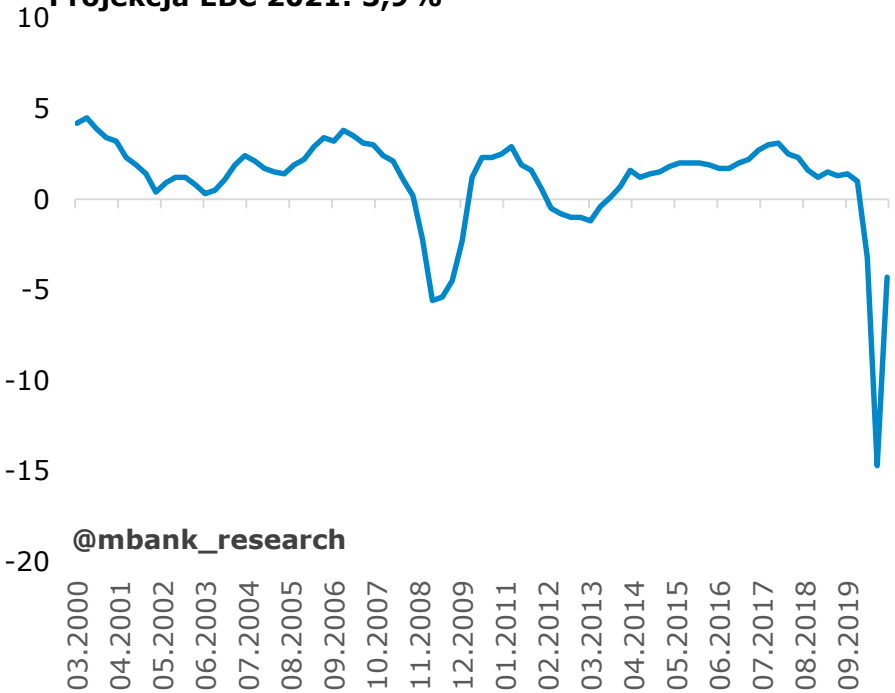


Źródło: Projekcje Fed z grudnia, link

- Tempo szczepień jest dużo szybsze niż w Europie, podejście do restrykcji bardziej liberalne. Samoograniczanie konsumentów mniejsze (sprzedaż detaliczna powróciła do trendu sprzed pandemii zanim znów lekko się obniżyła), a gospodarka mało wrażliwa na wygasanie wsparcia fiskalnego (dużo lepsze wskaźniki koniunktury). Kolejny pakiet fiskalny przyszedł w samą porę.
- *Blue wave* w wersji limitowanej pozwala oczekiwać możliwości wprowadzenia dalszej stymulacji fiskalnej. Najmniejsza z możliwych większości w senacie sugeruje dość długi proces ucierania kompromisów. O istotnej reformie podatkowej (czy istotnych podwyżkach podatków) można raczej zapomnieć. Plan zwiększenia wydatków na infrastrukturę oraz dodatkowe transfery w okresie trwającej pandemii są wciąż w grze. Można jednak oczekiwać, że bardziej prawdopodobne jest wsparcie fiskalne w wersji zwiększającej deficyt i dług.
- Projekcje Fed zostaną pobite, zarówno w zakresie wzrostu PKB, jak i inflacji. Oczekujemy, że już w 2021 roku inflacja kształtować będzie się powyżej 2%. Fed nie zapomni jednak o własnym *forward guidance,* a retoryka oraz tempo zakupów aktywów będą elastycznie dopasowane do narracji rynkowej tak, aby uniknąć powtórki *taper tantrum*. Summa summarum stopy rynkowe będą w 2021 roku prawdopodobnie stopniowo rosły. Stopy Fed nie.

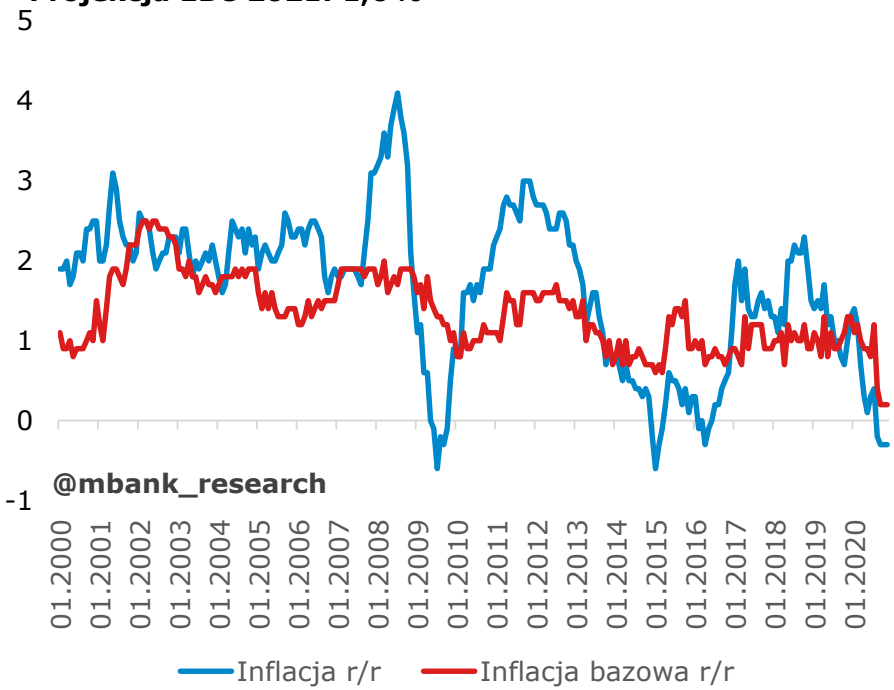
Strefa euro: odbicie post-pandemiczne naznaczone problemami strukturalnymi. Niska inflacja. EBC dużo ostrożniejszy niż Fed.

PKB: na razie głębokie minusy. Projekcja EBC 2021: 3,9%



Źródło: Projekcje EBC z grudnia, link

Inflacja HICP obecnie w deflacji. Projekcja EBC 2021: 1,0%

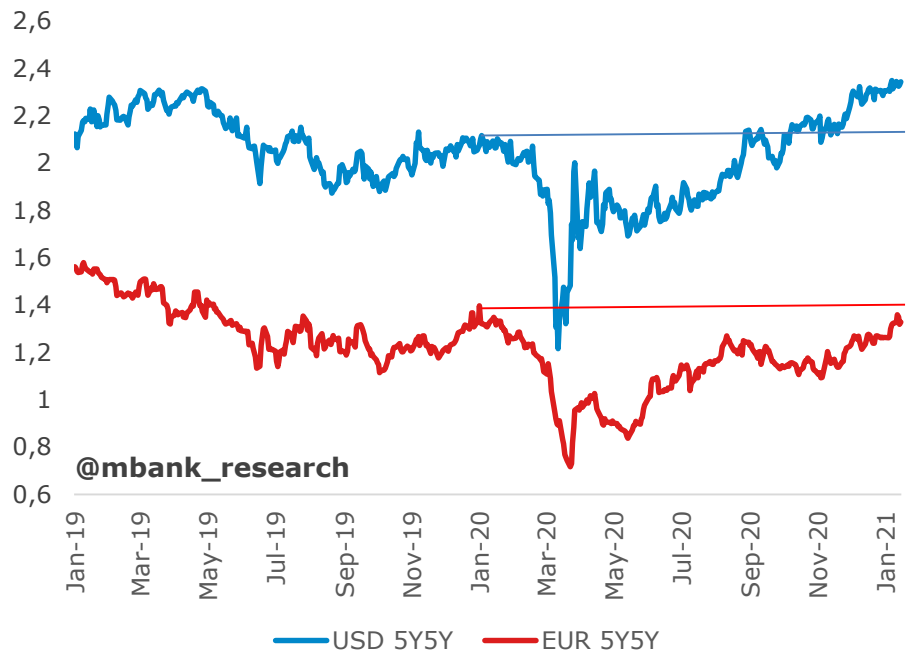


Źródło: Projekcje EBC z grudnia, link

- Wolny start programu szczepień. Nie dość, że ograniczenia epidemiczne w Europie są silniejsze, to jeszcze konsumenci (oraz cały sektor usługowy) reagują na nie silniej. Ograniczenia potrwają zapewne do II kwartału. Brakuje – dla przeciwwagi, jak w USA - nowego pakietu fiskalnego. Kraje strefy euro tworzą doraźne rozwiązania o małej skali (ukierunkowane na firmy). Po wysiłku związanym z uchwaleniem nowych ram budżetowych 2020-2024 oraz NGEU czekamy na pierwsze inwestycje. Wątpliwe, aby zaczęły się pojawiać przed II połową roku lub nawet w późniejszym terminie. Plusik za dobrą sytuację sektora przemysłowego w Europie (większa „eksportowość" niż w USA). Słabsze południe (więcej turystyki) silniej wystawione jest na restrykcje w czasie dochodzenia do odporności. Rozwód z Wielką Brytanią może być w krótkim terminie dodatkowym hamulcem dla wzrostu (mitręga administracyjna, perspektywa przerwania wielu relacji biznesowych pomiędzy wyspami, a kontynentem).
- Pierwsza połowa roku będzie słaba. Być może właśnie z tego powodu projekcja EBC wygląda na dość realistyczną w zakresie wzrostu PKB (wcześniej byliśmy skłonni sądzić, że jest zaniżona). Perspektywy dla inflacji pozostają słabe. Strefa euro – z dotychczasowo słabym wzrostem – nagromadziła duży balast luki popytowej i nie generuje napięć inflacyjnych (inflacja bazowa). Co ciekawe jednak, sama inflacja *headline* może zaskoczyć in plus (zawarte w projekcji założenia o cenie ropy naftowej wydają się na obecny moment zaniżone).
- Bez zmian w polityce pieniężnej. Łagodne/stymulacyjne nastawienie. W tle toczyć będzie się przegląd celów i narzędzi polityki pieniężnej, spowolniony przez pandemię.

Zagadki na 2021 rok: oczekiwania inflacyjne i EURUSD

Oczekiwania inflacyjne USA i strefa euro: w górę



Źródło: Bloomberg

EURUSD: to już koniec aprecjacji?

Źródło: Bloomberg

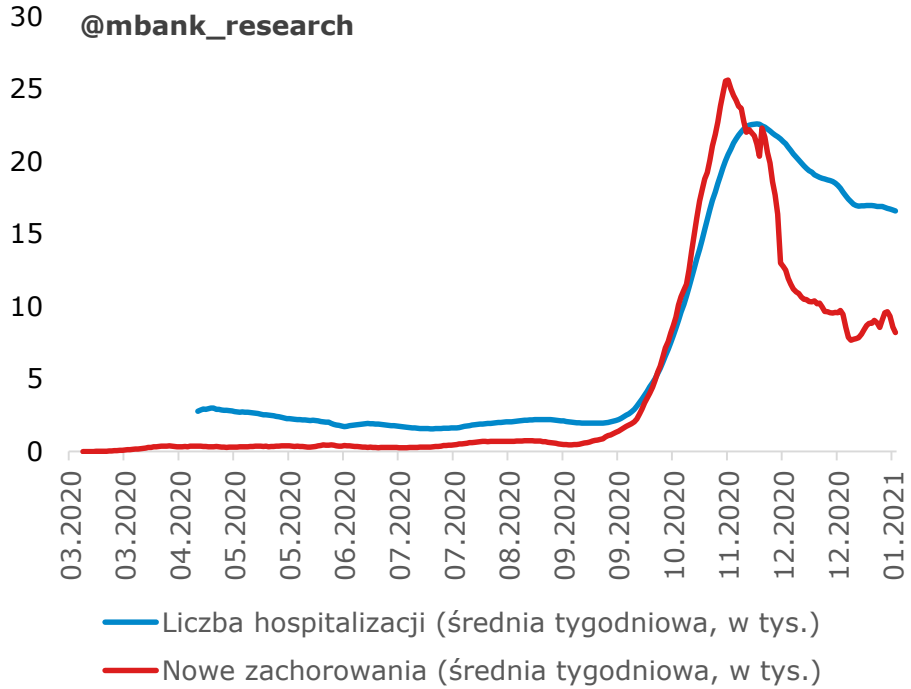
- Oczekiwania inflacyjne powoli rosną. Patrząc na swapy inflacyjne widać, że w przypadku amerykańskim plasują się one wyżej niż przed pandemią; w Europie na podobnych poziomach. Porównanie sytuacji strefy euro (patrz tutaj) oraz USA (patrz tutaj) skłania do twierdzenia, że bardziej prawdopodobnie jest, że to USA wygenerują (jakąkolwiek) presję inflacyjną (w jakimkolwiek terminie) niż strefa euro. Najbardziej prawdopodobne jest więc, że oczekiwania na stopy procentowe w USA będą katalizatorem wzrostów oczekiwań na stopy procentowe na świecie; strefa euro może co najwyżej ściągać je w dół. Prawdą więc jest, że jesteśmy w okresie, kiedy dolar stracił przewagę oprocentowania widzianą w latach 2018-2020. Prawdą jest też jednak, że to właśnie dolar ma większą szansę ją odzyskać, bo stopy w strefie euro są zabetonowane na lata.
- Do tej pory EURUSD pozytywnie reagował na poprawę perspektyw globalnego wzrostu. Ten scenariusz już stracił potencjał, bo ewidentnie to USA będą poruszać się w szpicy wzrostu w najbliższym czasie (nowy układ polityczny zdecydowanie tu pomaga). Jeśli ma nastąpić rozczarowanie globalnym wzrostem lub wysokością stóp procentowych w najbliższym czasie, to dotknie ono i tak w większym stopniu strefę euro niż USA. Bardziej prawdopodobne też jest, że w takiej sytuacji to EBC będzie luzował politykę pieniężną, a nie Fed.
- To wszystko skłoniło nas do rezygnacji ze scenariusza aprecjacji EUR i ustalenia kursu EURUSD na poziomie 1,20.

Gospodarka polska:

Nadwyżka na rachunku bieżącym – *new normal*?
Ożywienie, ale kumulacja dopiero w 2022 roku
Inflacja opadnie w kierunku celu NBP

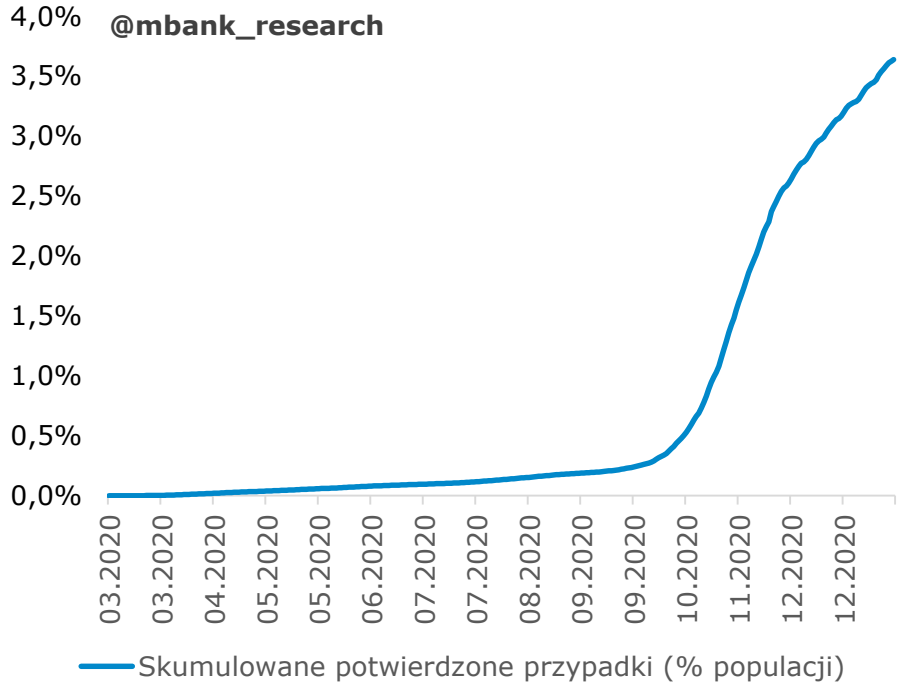
Wirus i szczepienia: znoszenie restrykcji w rytmie szczepień grup najbardziej wrażliwych. Trwałe zniesienie restrykcji w II połowie roku?

Pomimo spadku nowych zakażeń, liczba hospitalizacji stabilizuje się na wysokim poziomie



Źródło: ourworldindata.org/coronavirus, Ministerstwo Zdrowia

Do odporności populacyjnej jeszcze daleko (mnożnik można sobie wybrać dowolnie…)

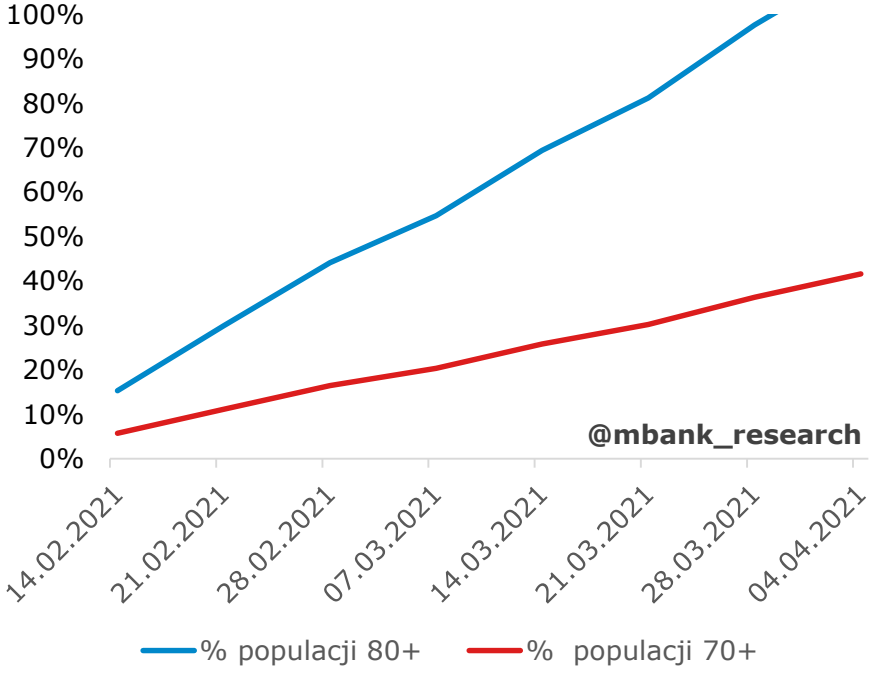


Źródło: ourworldindata.org/coronavirus, Ministerstwo Zdrowia

- Dzienne przyrosty nowych zakażeń nie wyznaczają (wbrew wcześniejszym rządowym zapowiedziom) skali obowiązujących restrykcji epidemicznych. Kluczowe wydają się dane o liczbie zgonów i hospitalizacjach, które stabilizują się na wysokim poziomie. Będzie to główny argument za utrzymaniem sporej liczby restrykcji w I kwartale. Część z nich zostanie zniesiona może już w lutym/marcu (sklepy w galeriach handlowych, zamknięcie szkół) wraz z coraz wyższym odsetkiem zaszczepionej „wrażliwej" populacji i spadającymi statystykami zgonów i obłożenia szpitali (obowiązujące ograniczenie kontaktów przynosi efekty). Od kwietnia można spodziewać się jeszcze łagodniejszych obostrzeń, część z nich pozostanie jednak z nami na dłużej. Nabyta w trakcie epidemii ostrożność niektórych osób będzie się jeszcze utrzymywać (dobrowolne maseczki w tłumie a'la Azja?).
- Odporność nabyta po przechorowaniu COVID-19 nie jest (i nie może być) polską drogą do wyjścia z pandemii. Zakładając przyrosty zachorowań na poziomie 10 tys. dziennie i naturalne zaniżenie statystyki (nie wszyscy są testowani – zakładamy, że realne zakażania są 5-krotnie wyższe) szacujemy, że osób, które będą miały przeciwciała pod koniec 1. kwartału może być ok 20% w społeczeństwie. Kluczem do znoszenia restrykcji będzie więc tempo programu szczepień (patrz kolejny slajd). Dotychczasowe statystyki nie wskazują, aby tempo nabycia odporności wśród osób w grupach ryzyka (70+, 80+) było znacząco wyższe niż w całej populacji. Innymi słowy zarażają się oni podobnie często co pozostali, a nawet nieco rzadziej (link i link). Pełne „zabezpieczenie" grup ryzyka oznaczać będzie istotne zmniejszenie restrykcji. To scenariusz na drugą połowę roku, a może nawet na II kwartał (wariant optymistyczny).

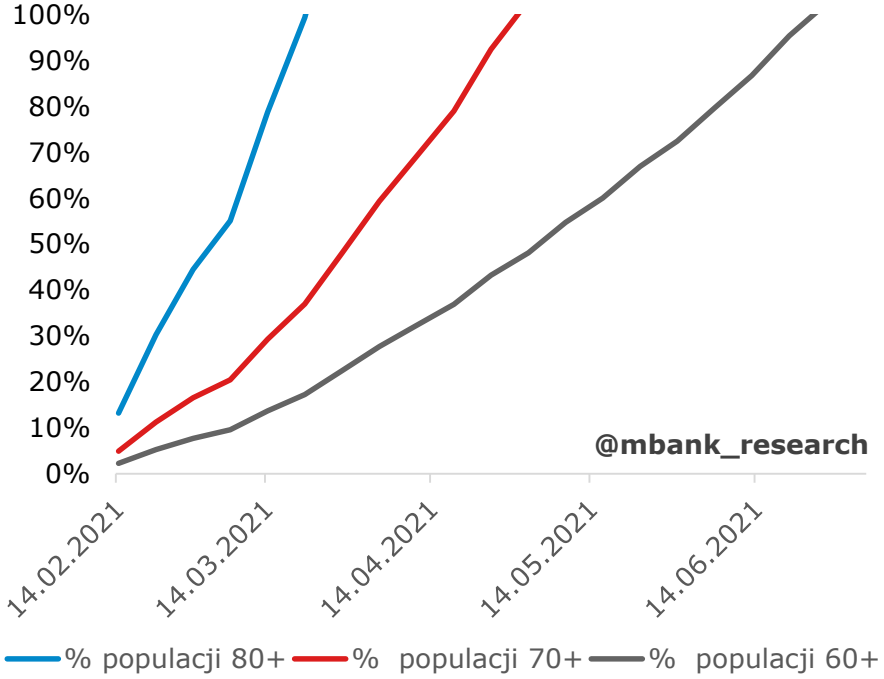
Dostawy szczepionek w II kwartale rozwiązują problem podażowy

Jaki procent najstarszych osób może zostać zaszczepiony 2 dawkami do końca 1. kw. - stan obecny*



Źródło:www.gov.pl/szczepimysie, obliczenia własne

Jaki procent najstarszych może zostać zaszczepiony – wariant ze zwiększonymi dostawami szczepionek **



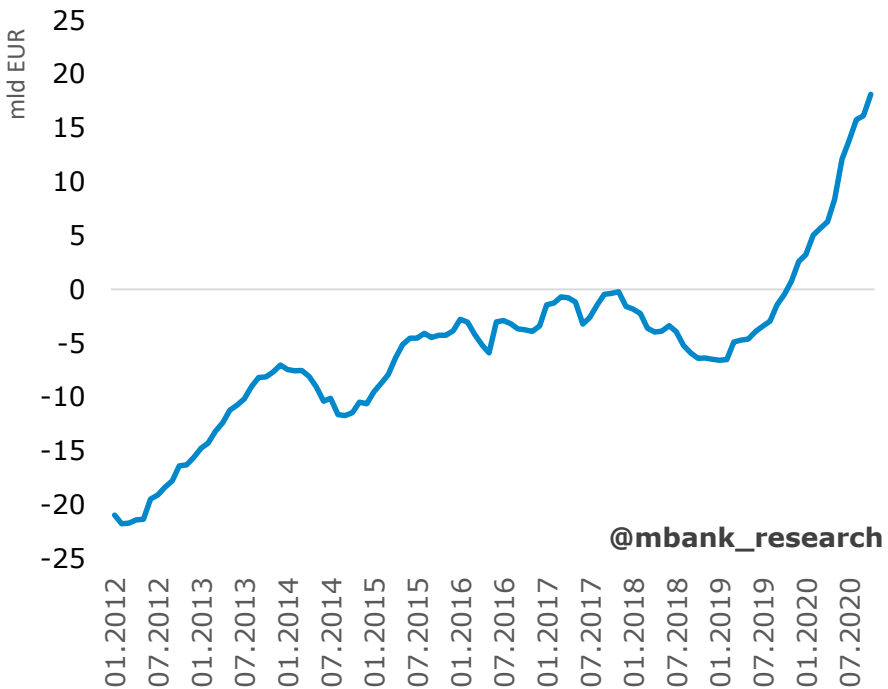
Źródło: Obliczenia własne

- Znamy rządowy harmonogram szczepień do końca 1 kwartału (link – plan uwzględnia zmniejszone dostawy szczepionek Pfizera do końca stycznia). Zgodnie z nim pod koniec marca 2 dawkami szczepionki może być zaszczepionych 2,4 mln osób. Odliczając osoby z grupy 0 (które już przyjęły szczepionki) i zakładając że w pierwszej kolejności będą szczepione wyłącznie osoby 80+, przekłada się to na pełne zaszczepienie osób w tej grupie przed końcem marca. Zaszczepionych osób w grupie 70+ może być wówczas ok 42%.
- Nie znamy natomiast dalszego harmonogramu dostaw (poza 1. kwartał). Program nie zakłada również dostaw nowych szczepionek (np. będącej blisko wprowadzenia szczepionki oksfordzkiej). Gdyby w 2. kwartale dostawy szczepionek Pfizera i Moderny były na analogicznym poziomie jak w ostatnich tygodniach marca, a dostawy szczepionki Oxford/AstraZeneca były zgodne z harmonogramem przedstawionym przez Francję (skorygowanym o populację - link) oznaczałoby to możliwość zaszczepienia 18 mln osób do końca czerwca.
- Na ten moment wydaje się to bardzo optymistycznym scenariuszem. Obecnie tempo szczepień dyktuje jednak głównie podaż. Dostarczenie nowych szczepionek sprawia, że efektywną granicę wyznaczy popyt (tu jest dobrze, lepiej od oczekiwań) i możliwości organizacyjne (zapewne będziemy obserwować *learning-by-doing*). Zakładamy konserwatywnie, że uda się zaszczepić w pierwszej połowie roku całą populację 60+ (i grupę zero) tj. ponad 10 mln ludzi. **To powinno wystarczyć, aby znieść większość ograniczeń i nie wprowadzać ich ponownie.**

**Przyjęliśmy harmonogram szczepień zgodnie z rządowym planem. Dla uproszczenia założyliśmy, że w pierwszej kolejności będą szczepione osoby 80+. Do wykorzystania są wyłącznie szczepionki Pfizera i Moderny. **Założono dodatkowo dostawy szczepionki Oxford/AstraZeneca od połowy lutego. Narodowy program szczepień działa na poziomie zbliżonym do maksymalnego progu wydajności (3,7 mln szczepień). Założono, że w pierwszej kolejności szczepione są osoby 80+, potem 70+, a po nich osoby 60+.*

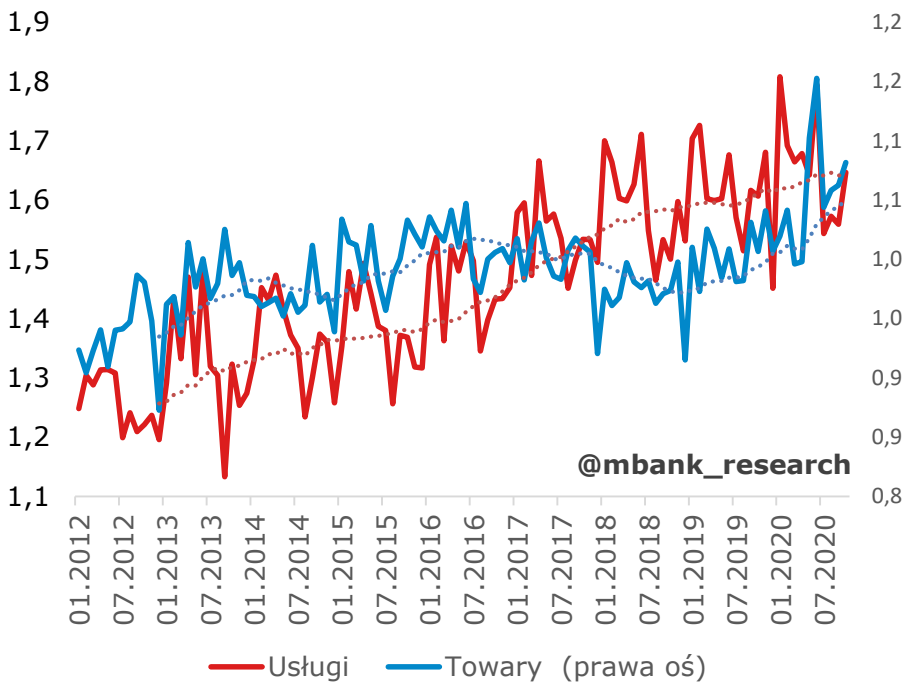
Równowaga zewnętrzna: od deficytu do nadwyżki na rachunku bieżącym, do której trzeba się przyzwyczaić.

Rachunek bieżący, 12-miesieczna suma



Źródło: NBP.

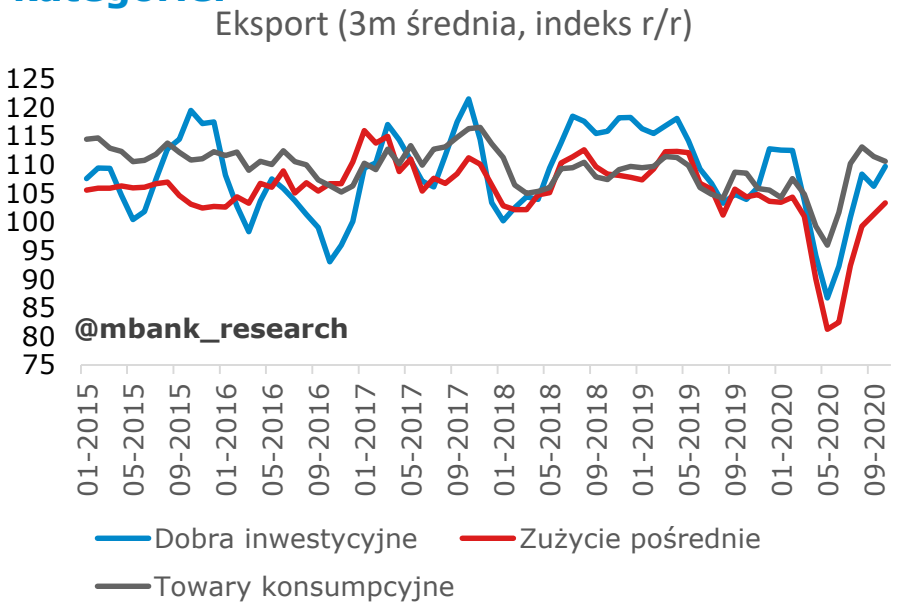
Stosunek eksportu do importu rośnie

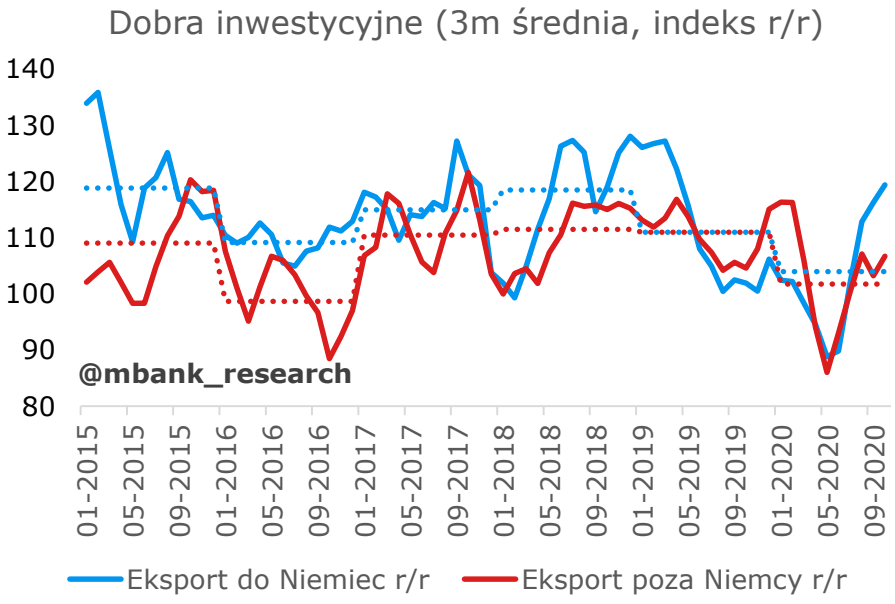


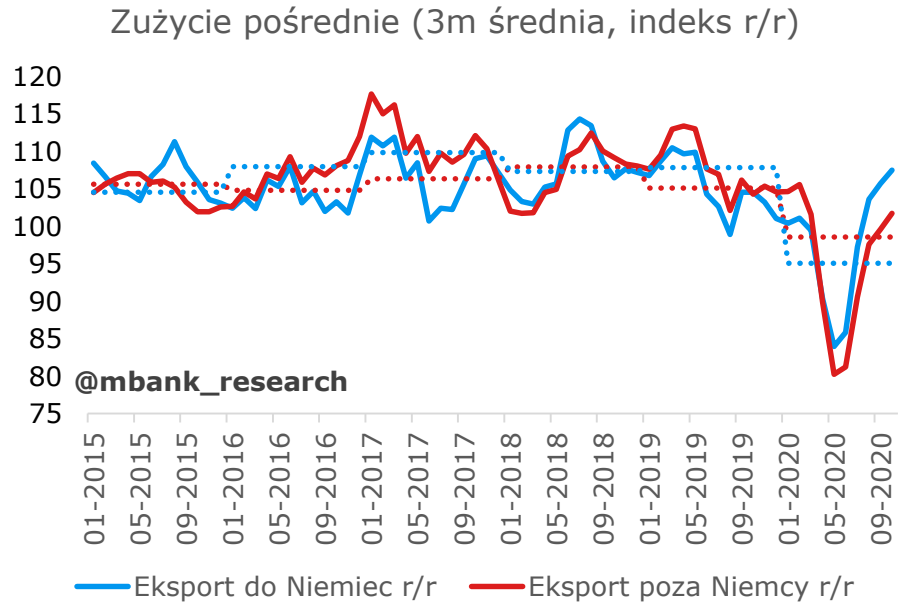
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

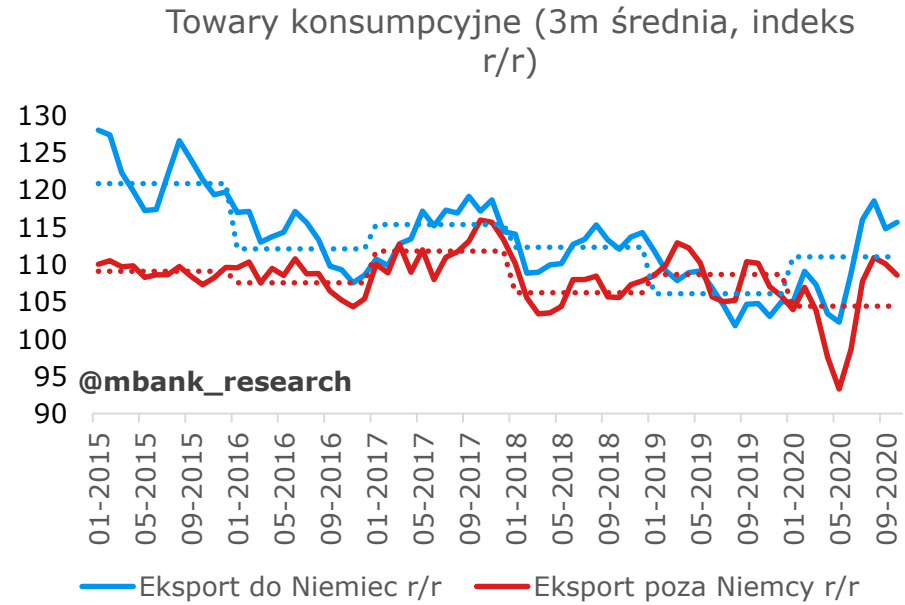
- Trend szybszej poprawy wolumenu eksportu i importu trwa. Widać to także doskonale w statystykach handlowych i w całym rachunku bieżącym, który notuje nowe rekordy.
- Nie ulega wątpliwości, że ostatnie miesiące były szczególnie szczęśliwe dla polskiego zrównoważenia. Kurs walutowy osłabił się do poziomów wyjątkowo sprzyjających eksportowi (patrz więcej tutaj). Polscy eksporterzy - wyspecjalizowani w dobrach konsumpcyjnych – znaleźli się w wyjątkowej sytuacji zwiększonego popytu na te dobra w czasie przygotowań gospodarstw domowych do substytucji niektórych usług rynkowych, zwłaszcza w niewielkim stopniu zamkniętych Niemczech (patrz tutaj). Rozpoczęło się globalne uruchamianie łańcuchów dostaw, nadrabianie zaległości produkcyjnych i zamówień, a przed nami jeszcze odbudowa zapasów. To wciąż korzystne perspektywy dla eksportu, który ciągle – niejako w tle – przestawiał będzie się na produkty o wyższej krajowej wartości dodanej. Kończy się eldorado dla eksportu dóbr konsumpcyjnych, zaczyna dla dóbr pośrednich i inwestycyjnych (patrz tutaj), które ucierpiały podczas pandemii bardziej.
- Import będzie rozpędzał się powoli i oczekujemy większego przyspieszenia dopiero wtedy, gdy na nowo rozkręcać będzie się aktywność inwestycyjna i konsumpcja. W obu przypadkach jest to perspektywa drugiej połowy roku (dla inwestycji nawet później). Siłą równoważącą wyższą absorpcję krajową po stronie rachunku bieżącego będą zwiększone transfery unijne. Równoważenie nie będzie jednak jednoczesne z uwagi na opóźnienia w wydatkowaniu i rekompensaty wydatków. Nawet jeśli nadwyżka trochę spadnie, to i tak pozostanie już z nami na długo.

Polski eksport uratowały towary konsumpcyjne. Teraz czas na pozostałe kategorie.



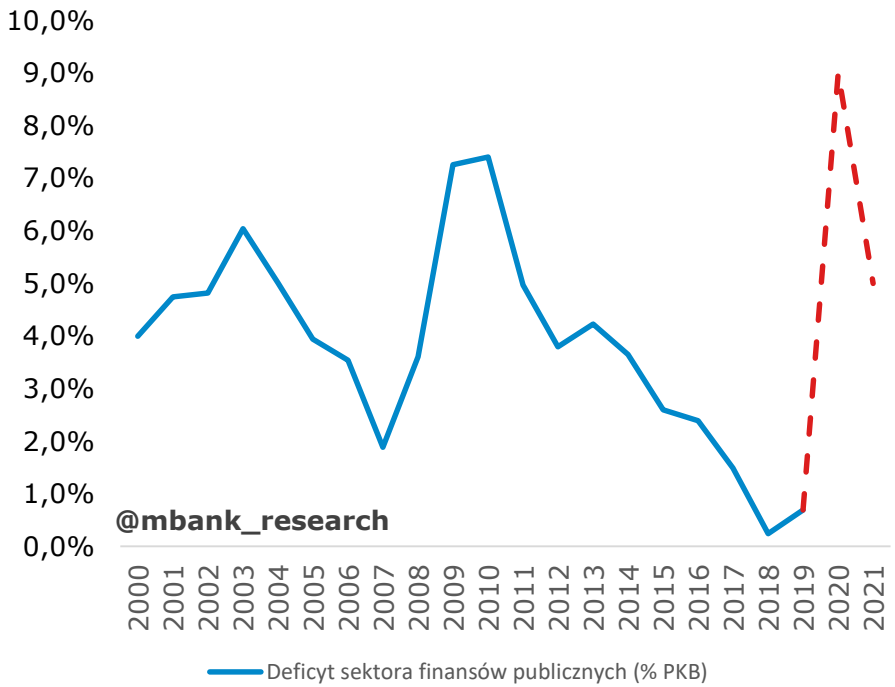






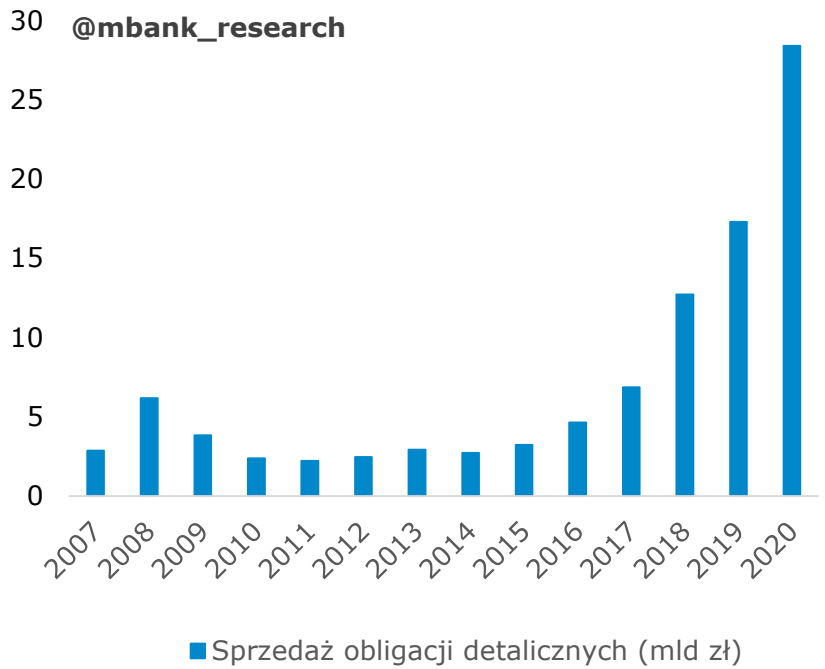
Bez zacieśnienia fiskalnego w 2021 roku

Deficyt sektora finansów publicznych



Źródło: MF, GUS

Sprzedaż obligacji detalicznych bije rekordy

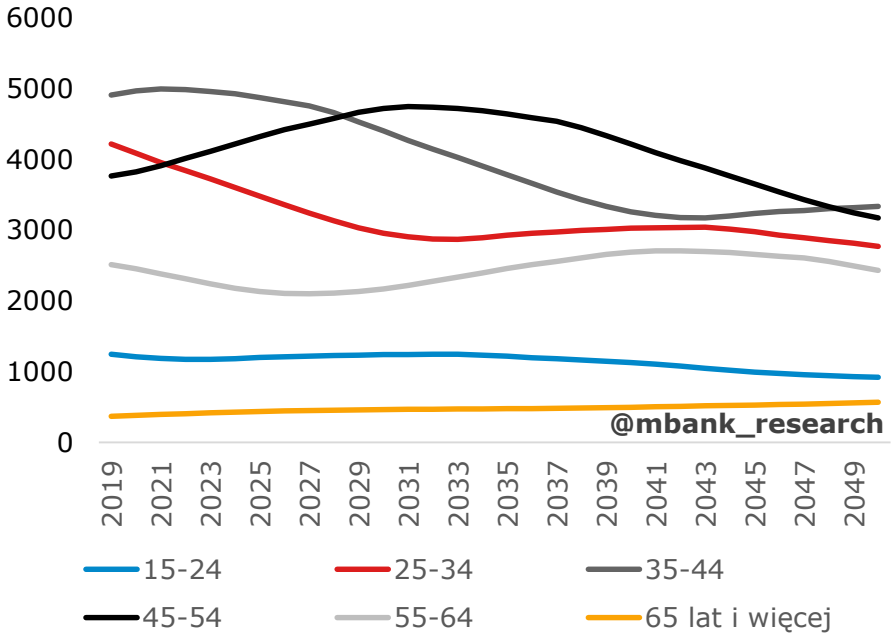


Źródło: PIIE

- Zakładane przez MF statystyki deficytu sektora finansów publicznych okazały się zbyt pesymistyczne. Naszym zdaniem deficyt sfp w 2020 wyniesie ok. 9% (zakładano 12%). W rozpoczynającym się roku spadnie w okolice 5%.
- Również sam deficyt budżetowy był w 2020 r. niższy niż zakładano (mniej niż 90 mld zł, zakładano 109,3 mld zł). Jednocześnie część wydatków, które faktycznie poniesione zostaną w 2021 uwzględniono w zeszłorocznym budżecie - wpłata 26,5 mld zł na Fundusz Solidarnościowy (wypłata 13. i 14. emerytury) oraz 11,6 mld zł wydatków niewygasających.
- To nie budżet państwa jednak odgrywał główną rolę w przeciwdziałaniu skutkom pandemii. Wsparcia skupione było w PFR (tarcze antykryzysowe) i BGK (Fundusz Przeciwdziałania COVID-19). Dotychczasowa łączna wartość emisji obligacji PFR to 70,7 mld zł (wypłaty z Tarczy 1.0 to prawie 61 mld zł, część środków to już emisje pod tarczę 2.0), natomiast łączna wartość emisji obligacji FPC to 100,7 mld zł. W rok 2021 wchodzimy z tarczą finansową 2.0, w ramach której przewidziane są kolejne instrumenty wsparcia (13 mld zł).
- W świecie niskich stóp procentowych sprzedaż obligacji detalicznych biła rekordy. Detal pozostanie istotnym elementem finansowania deficytu przez dłuższy czas (nawyk i wygoda + niskie stopy depozytowe).

Trendy na rynku pracy: demografia. To nie problem na ten cykl.

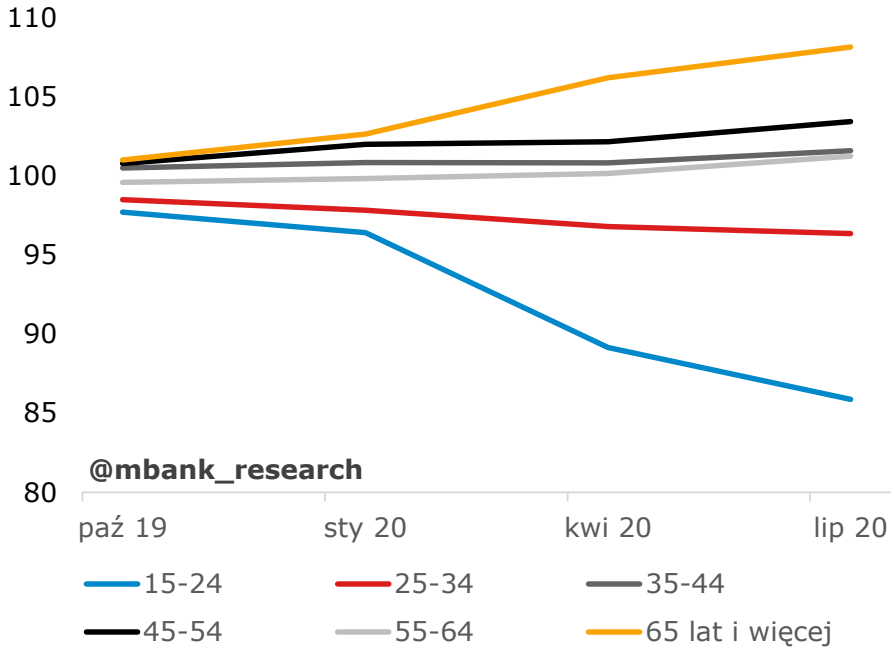
Projekcja liczby osób aktywnych zawodowo (w tys.)



** Założono stałe współczynniki aktywności zawodowej (jak w 2019 r.), dane demograficzne na podstawie projekcji Eurostatu*

Źródło: BAEL, Eurostat

Liczba aktywnych zawodowo wg BAEL (średnia 2019=100)

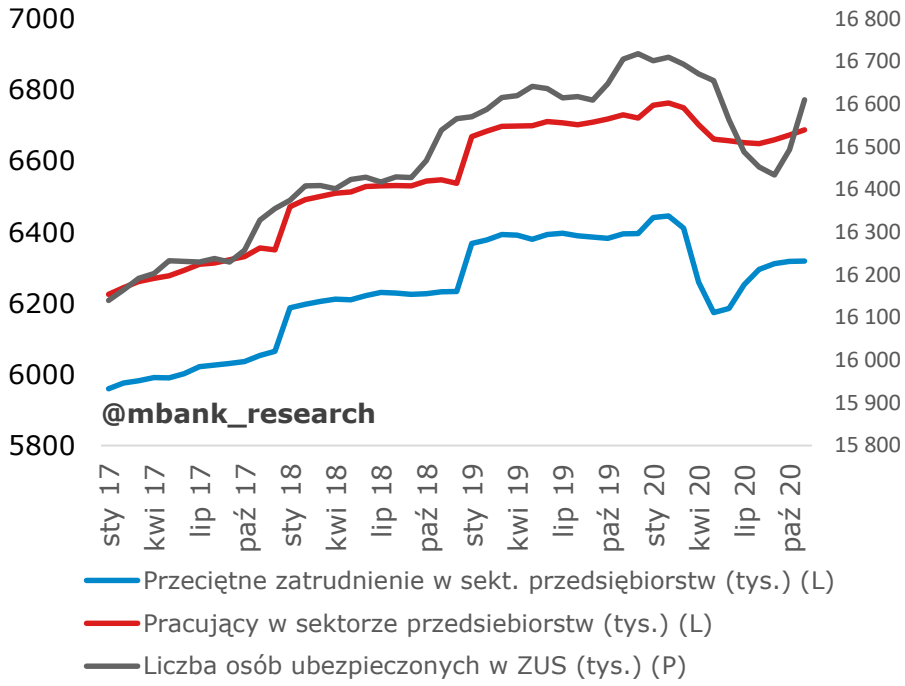


Źródło: BAEL

- Projekcja demograficzna implikuje – przy założeniu niezmienionych współczynników aktywności zawodowej – spadki osób aktywnych zawodowo w najbliższym czasie. Nie są one jednak znaczące, a prawdopodobieństwo „zasypania" ich pracownikami zza granicy jest wciąż w krótkim terminie duże. Oczywiście same współczynniki aktywności stanowią źródło rezerwy. Demografia nie będzie problemem podczas całego cyklu wzrostowego, w który wejdzie niebawem gospodarka. Nie będzie ani problemem ze strony popytu, ani problemem z tytułu obniżenia produktu potencjalnego.
- Ciekawe dostosowania aktywnych zawodowo zobaczyliśmy w trakcie pandemii. Niejako wbrew intuicji, wzrosła aktywność osób starszych. Hipoteza, że osoby starsze wycofały się z rynku pracy w strachu przed wirusem została zweryfikowana negatywnie. Niejako intuicyjnie natomiast widać spadki aktywnych zawodowo w grupie wiekowej 15-34. Można śmiało zaryzykować stwierdzenie, że cześć z tych osób po prostu nie była w stanie znaleźć pracy z uwagi na zmniejszenie popytu na pracowników w sektorze restauracji i hoteli. Cześć z kolei – głównie studentów – mogła nie być zainteresowana świadczeniem pracy z uwagi na powrót np. do miejsca zamieszkania rodziców w celu redukcji kosztów wynajmu mieszkania (nauka zdalna!).

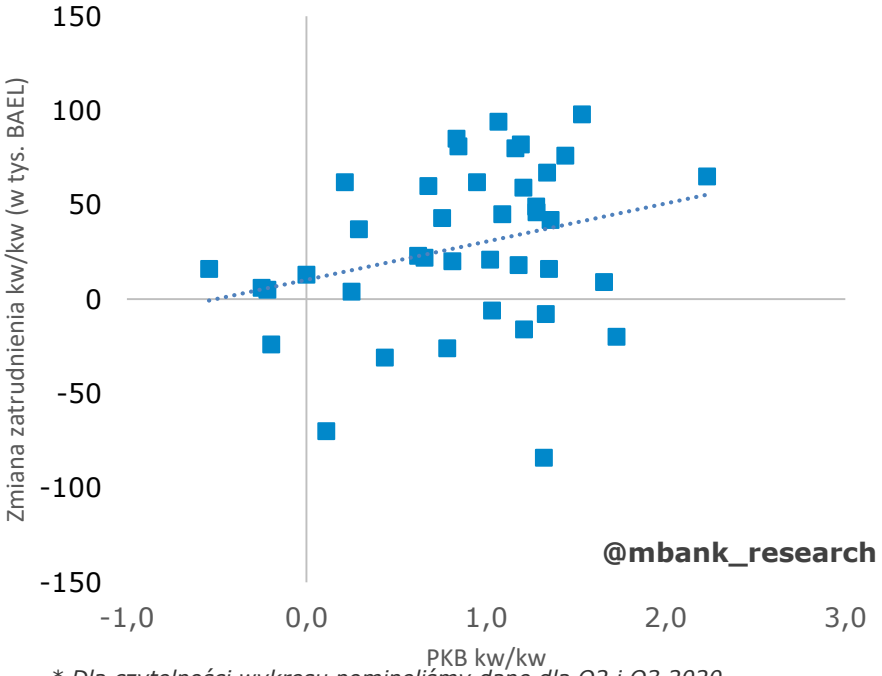
Pierwsza połowa roku będzie najcięższa na rynku pracy z uwagi na dostosowania strukturalne. Później zatrudnienie przyspieszy.

Różne miary zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Eurostat

Gwarancją szybkich wzrostów zatrudnienia jest szybki wzrost PKB



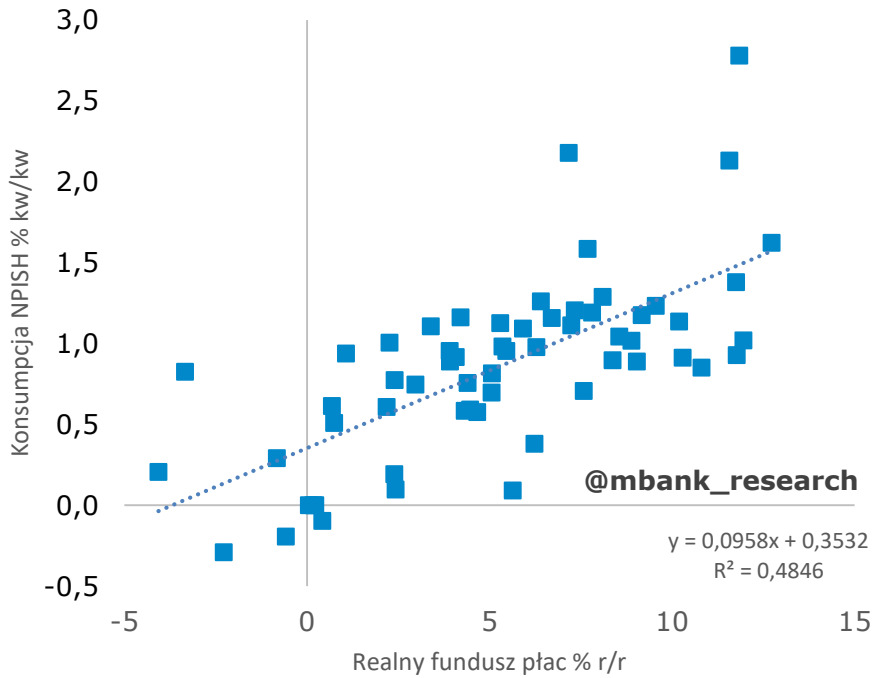
** Dla czytelności wykresu pominęliśmy dane dla Q2 i Q3 2020*

GUS, Eurostat, kwartalne dane dla lat 2010-20

- Proces odbudowy liczby pracujących będzie trwał. Nie prognozujemy jednak by statystyki pracujących wróciły szybko (już w 2021 roku) do poziomów sprzed pandemii. Niskie tempo wzrostu PKB oraz zachomikowana siła robocza sprawiają, że wzrosty pracujących będą przez większą część roku mizerne. Sytuacja poprawi się w drugiej połowie roku, jednak będzie to czas, kiedy jeszcze trwać będą prawdopodobnie przetasowania strukturalne. Mamy na myśli głównie przemieszenia pracowników między sektorami: epidemia był okresem solidnej weryfikacji optymalnej wielkości siły roboczej - w pewnych przypadkach stan pracujących mogą utrzymywać tylko tarcze antykryzysowe i obietnica umorzeń środków z tarcz. Prawy wykres zacznie działać w pełnej krasie dopiero na przełomie 2021/2022 i późnej.
- Dłuższe restrykcje epidemiczne nie powinny przynieść takiej skali spadków przeciętnego zatrudnienia (przeliczenie na pełne etaty!) jak na wiosnę. W jesiennych danych widzieliśmy niewielką reakcję. Mniejsza liczba pracowników przebywa na urlopach opiekuńczych (otwarte żłobki i przedszkola), mniej osób otrzymuje świadczenie postojowe (przemysł nie odczuwa silnie pandemii), wrócili pracownicy z zagranicy, a liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS przebiła już dane sprzed pandemii. Te trendy powinny się utrzymać. Przeciętne zatrudnienie będzie poruszać się bardzo podobnie jak statystyki pracujących.
- Stopa bezrobocia przejściowo jeszcze wzrośnie, ale pod koniec roku uplasuje się na poziomach zbliżonych do końca 2020 roku. Stopa bezrobocia BAEL – z uwagi na powroty do pracy oraz wzrost aktywności zawodowej – również przejściowo wzrośnie, ale skończy rok prawdopodobnie powyżej z końca 2020. Okres szybkiego opadania przypadnie na kolejne lata.

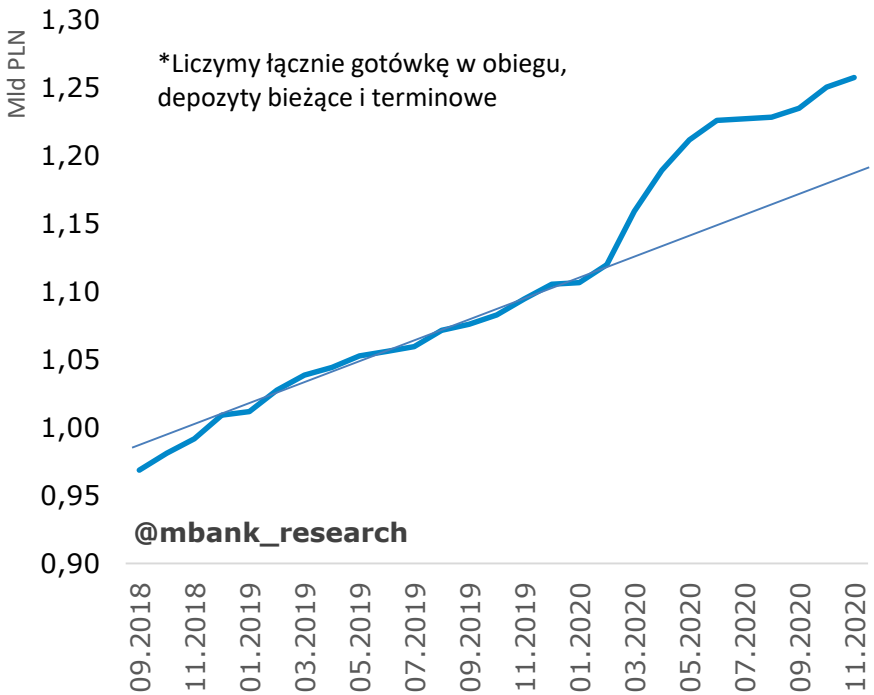
Konsumpcja nie wystrzeli bez rynku pracy. Spektakularne wzrosty zostawmy na 2022 rok. 2021 średnio 3,7% r/r.

Konsumpcja vs realny fundusz płac



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i GUS.

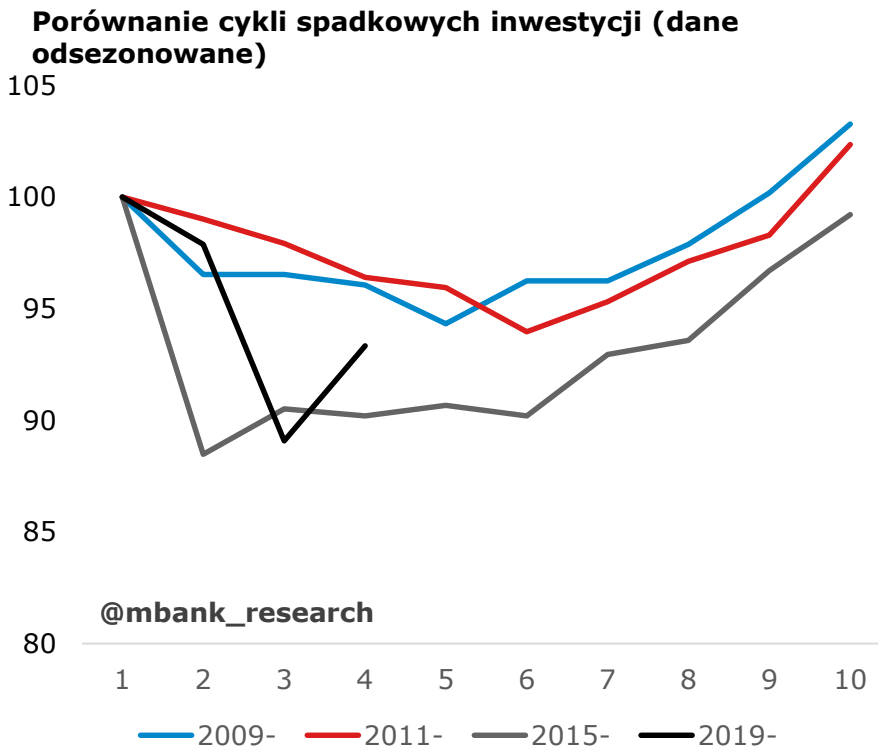
Gospodarstwa domowe mają nadwyżkę max około 70 mld oszczędności względem trendu*



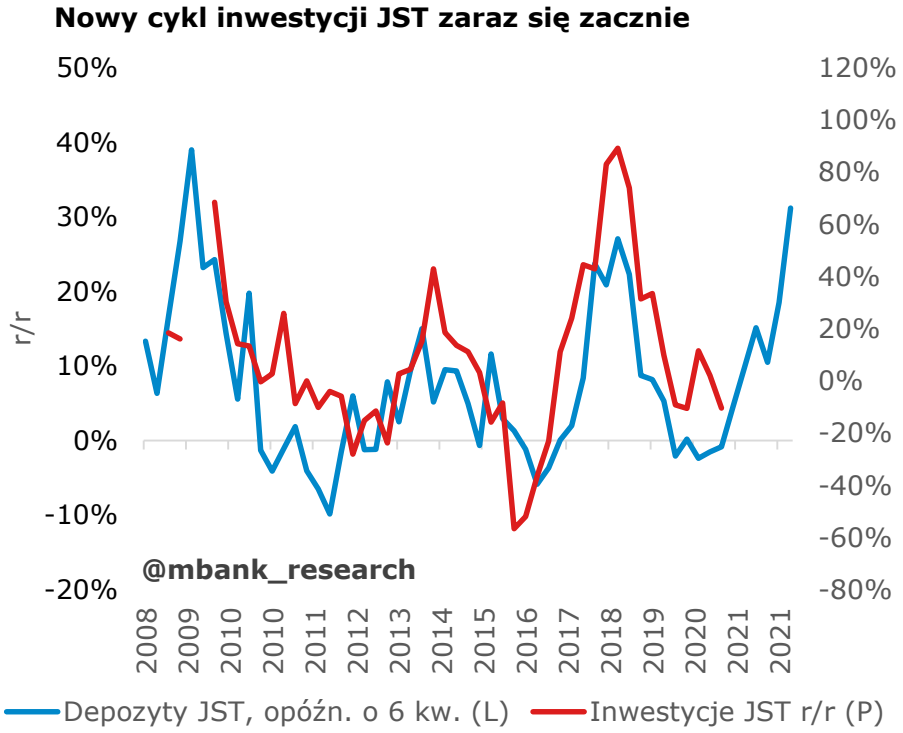
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

- Bez ożywienia rynku pracy nie ma trwałych wzrostów konsumpcji. Niska dynamika funduszu płac w 2021 roku oraz dość długie restrykcje epidemiczne pozwalają budować prognozy szybszych zmiany konsumpcji w drugiej połowie roku głównie na realizacji odłożonej konsumpcji. Perspektywy cykliczne dla konsumpcji wyraźnie poprawią się dopiero w 2022 wraz z okrzepnięciem rynku pracy.
- Względem trendu sprzed pandemii, w gospodarce przybyło 70 mld dodatkowych środków pieniężnych (gotówka w obiegu + depozyty gospodarstw domowych). Jak na recesję/spowolnienie jest to oczywiście wynik bez precedensu i wynika z koniunkcji zwiększonej stopy oszczędności (strumień) oraz pomocy rządowej utrzymującej fundusz płac. Sama kalkulacja depozytów byłaby naszym zdaniem zaniżeniem faktycznie zgromadzonych środków pieniężnych z uwagi na zmiany preferencji względem gotówki. Z kolei cała gotówka również z pewnością nie znajduje się tylko w rękach gospodarstw domowych. Stąd też szacunek bufora finansowego w kwocie 70 mld (5,8% konsumpcji z 2019 roku w cenach bieżących) to prawdopodobnie wariant maksymalny. Nie ma jednak absolutnie gwarancji, że te środki zostaną automatycznie i szybko wydane, zwłaszcza na konsumpcję. Uważamy, że umożliwią realizację odłożonej konsumpcji w części gospodarstw domowych, ale same z siebie nie popchną cyklu konsumpcyjnego. Ożywienie konsumpcji utrwali się dopiero przy mocnym rynku pracy.
- Z uwagi na obostrzenia epidemiczne, konsumpcja ledwo urośnie w I połowie roku i przyspieszy dopiero w drugiej połowie roku (chwilowo powyżej poziomów kw/kw spójnych z dynamiką funduszu płac) z uwagi na uwolnienie konsumpcji odłożonej.

Inwestycje czekają w blokach startowych na lepsze czasy. 2021 średnio 1,1% r/r.



Źródło: https://www.policyuncertainty.com/

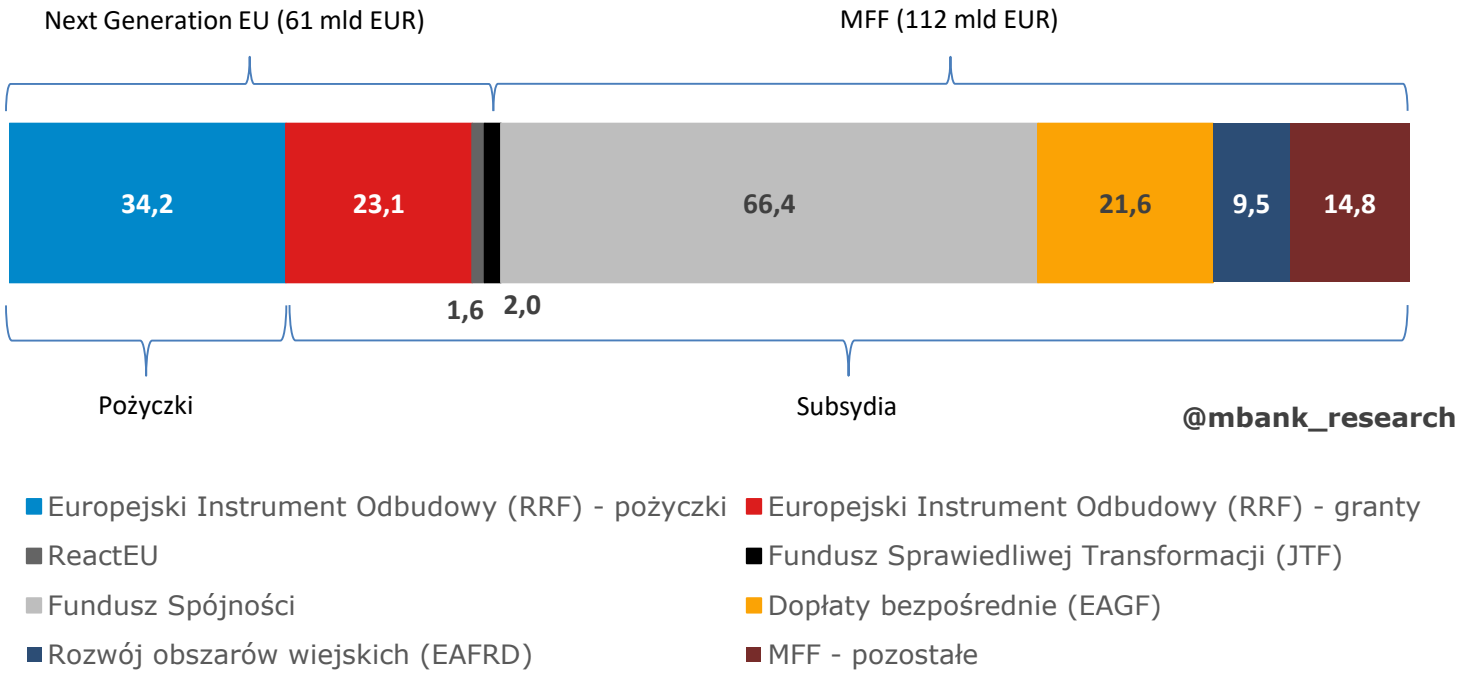


Źródło: NBP, MF

- Dotychczasowe zachowanie inwestycji sugeruje, że skala ich spadku była podobna do tej lat 2015-2016, a więc tej związanej ze zmniejszeniem absorpcji funduszy unijnych na granicy (przedłużonych) budżetów unijnych. Skala odbicia w III kwartale była jednak dużo szybsza (i dość spójna z naszymi modelami, których używamy nadal). Po przejściowych (ponownych) spadkach inwestycji do I kwartału 2021 oczekujemy stopniowego odbicia, podobnego w skali do ścieżek z lat 2009+ oraz 2011+.
- Inwestycje prywatne będą opóźnione względem cyklu (tj. najpierw zobaczymy przyspieszenie PKB, dopiero później przyspieszenie inwestycji prywatnych). Dotyczy to również inwestycji prywatnych współfinansowanych ze środków UE. Spodziewamy się, że motywem przewodnim nowego cyklu inwestycyjnego będą inwestycje nakierunkowane na substytucję pracy kapitałem.
- Inwestycje publiczne będą powoli rozpędzać się w 2021 roku. Oczekujemy widocznych efektów „starych" środków unijnych w drugiej połowie roku oraz powolnego dołączania nowych inwestycji z NGEU oraz nowych ram budżetowych UE (więcej tutaj). Pierwsze skrzypce zagrają one jednak dopiero w 2021 roku. Coraz większym wsparciem dla inwestycji będą też inwestycje samorządów. Jeśli relacja depozytów i inwestycji się potwierdzi, to w wariancie maksymalnym można liczyć na 25-30mld inwestycji w 2021 roku (6-7% inwestycji ogółem, z kumulacją prawdopodobnie w drugiej połowie roku). Generuje to ryzyko w górę dla naszej ścieżki inwestycji.

Nowa unijna perspektywa unijna + NGEU

Next Generation EU i Wieloletnie ramy finansowe (MFF) na lata 2021-27 (w mld EUR)

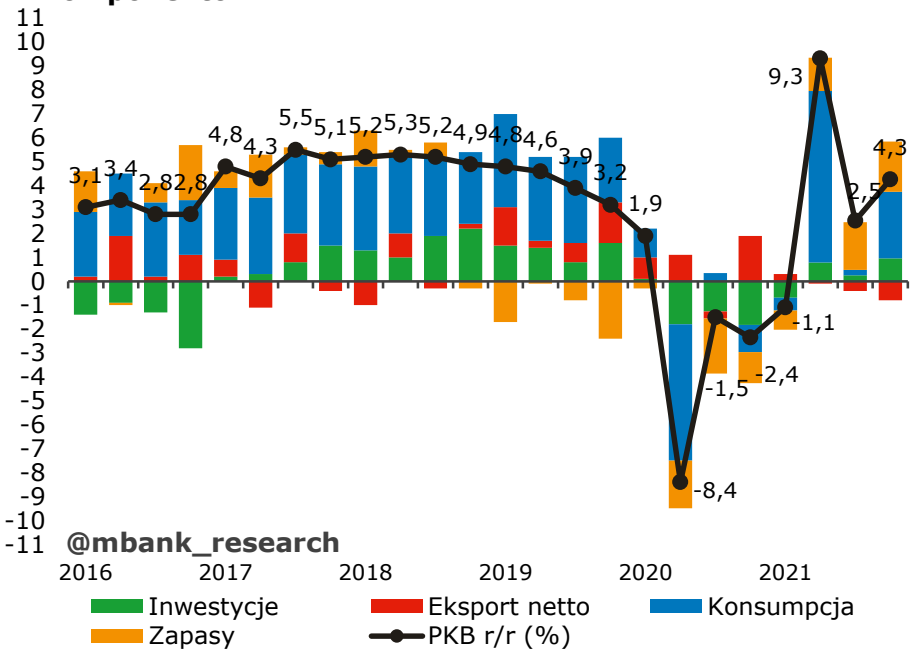


Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów Komisji Eurpejskiej, MRPiT i MFiPR

- Formalnie 70% środków z Funduszy Odbudowy (Next Generation EU) powinna być wydatkowana w latach 2021-22. Zakładamy jednak, że zdecydowana większość z tych środków przypadnie na 2022 rok (i później). Krajowy Plan Odbudowy jest opracowywany. Uruchomienie środków unijnych (zgodnie z rządowymi deklaracjami) może nastąpić najwcześniej za 2-3 kwartały.
- Wydatkowanie środków unijnych będzie się stopniowo rozpędzać osiągając szczyt w 2023 i 2024 roku (można szacować, że wydatkowana wówczas pula środków wyniesie 20 -25 mld EUR rocznie).

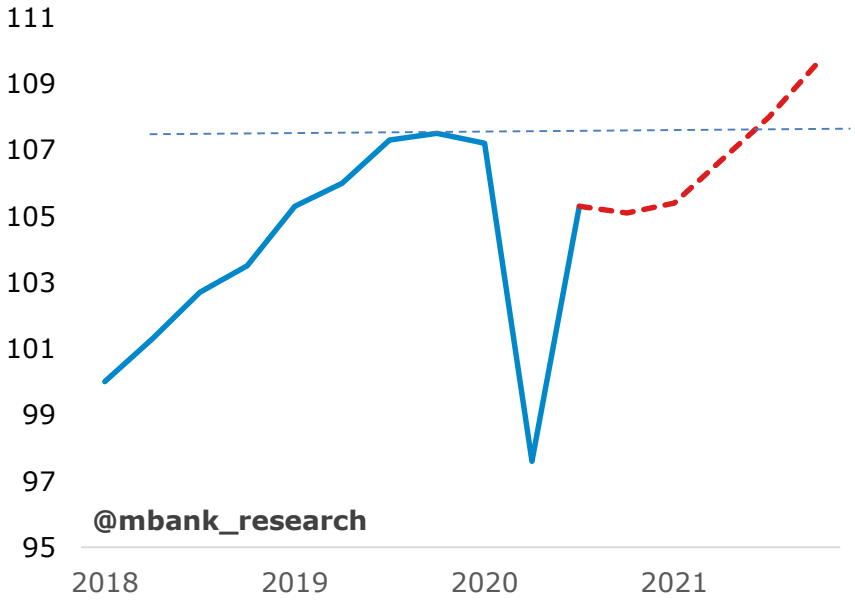
3,8% wzrost w 2021 roku. Poniżej bieżącego konsensusu prognoz.

PKB r/r wraz ze skalą wpływu poszczególnych komponentów



Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

PKB, odsezonowany indeks 1 kw. 2018 = 100

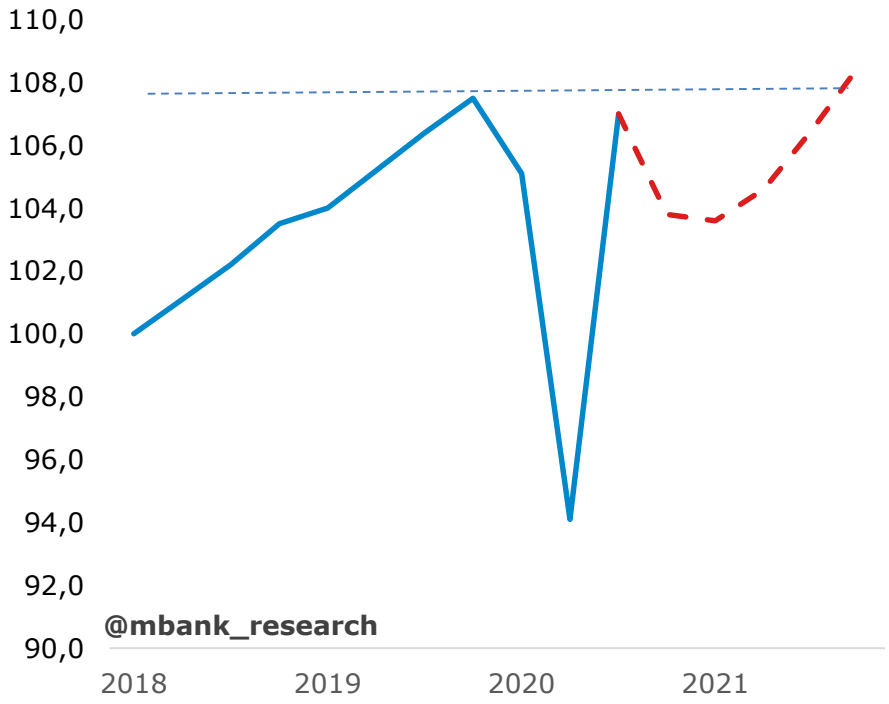


Źródło: Opracowanie własne, dane GUS.

- Szacujemy, że zmiana PKB w 2020 roku zakończyła się na poziomie -2,6% (jest to prognoza nieznacznie powyżej konsensusu prognoz). Nasz szacunek na 2021 rok plasuje się poniżej konsensusu prognoz.
- Wbrew pozorom ważnym elementem scenariusza makroekonomicznego na 2021 rok są eksport netto i odbudowa zapasów. Spodziewamy się utrzymania relatywnie wysokich kontrybucji eksportu netto w pierwszej połowie roku (i w ostatnim kwartale 2020). W drugiej połowie roku będzie on jedynie nieznacznym hamulcem dla wzrostu (więcej o perspektywach eksportu i importu piszemy tutaj). W przypadku zapasów sytuacja będzie odwrotna. Rok zaczniemy z niskimi wynikami, aby skończyć ze spektakularnymi kontrybucjami rzędu +2pp. Takie właśnie liczby implikuje założenie powrotu zapasów do normalności w ciągu roku.
- Już w 2021 roku strumień PKB domknie lukę do strumienia z końca 2019 roku. Na razie pozostajemy sceptyczni w zakresie szybkiego domknięcia luki względem trendu z wcześniejszych lat. Uważamy, że kluczem będzie szybkie wykorzystanie środków unijnych (szybka kumulacja w latach 2022-23) oraz kontynuacja zmian strukturalnych eksportu (więcej krajowej wartości dodanej, dalsza ekspansja sektora usługowego).

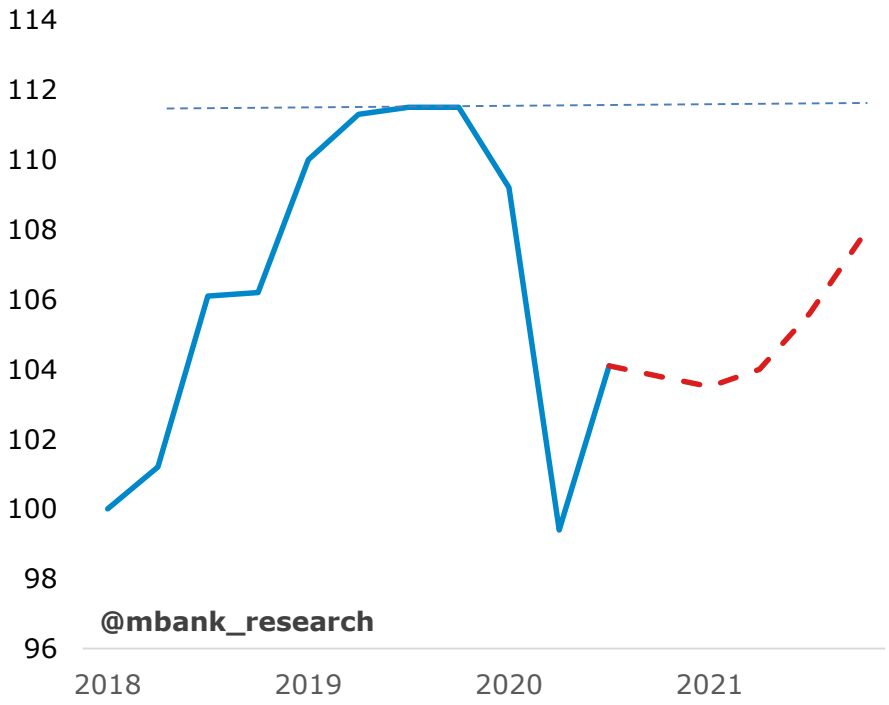
Ścieżki konsumpcji, inwestycji

Odsezonowany indeks konsumpcji prywatnej
1 kw. 2018 = 100



Źródło: GUS, obliczenia własne

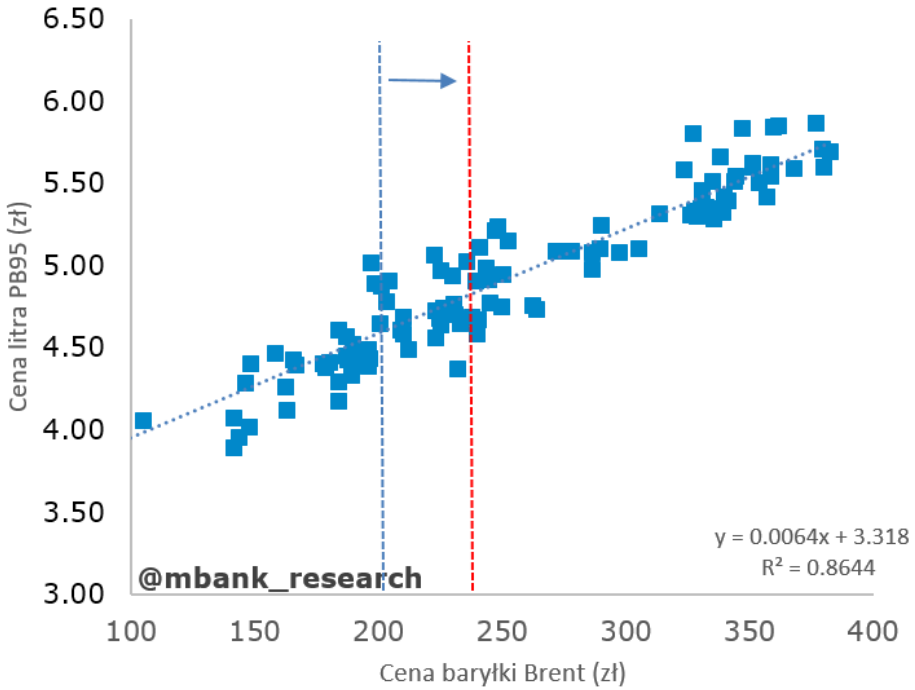
Odsezonowany indeks nakładów brutto na środki trwałe
1 kw. 2018 = 100



Źródło: GUS, obliczenia własne

Rynki rolne i ropa naftowa. Rok przyspieszenia cen.

Cena Brent (w zł) vs cena Pb95 (zł)



Źródło: GUS, Bloomberg, obliczenia własne.

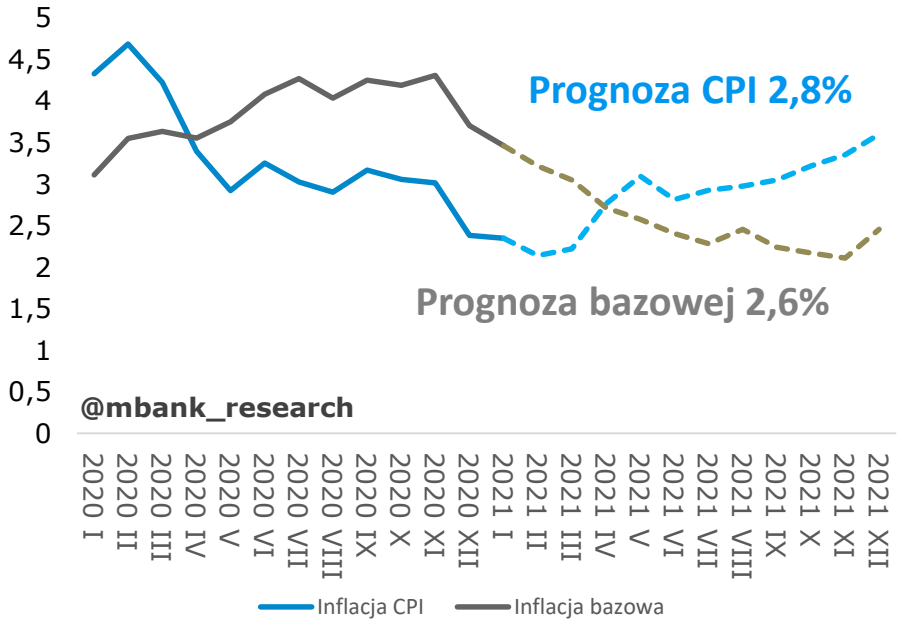
Indeks cen żywności FAO odbija w górę

Źródło: FAO

- Oczekujemy, że cena ropy Brent osiągnie w roku 2021 poziom 65 USD. Bardzo prawdopodobne, że będzie to wzrost monotoniczny, z maksimami blisko końca roku. Zwiększeniu cen ropy naftowej będzie sprzyjało po-pandemiczne ożywienie gospodarki globalnej oraz walka OPEC+ o utrzymanie wysokich cen, podparta niechętnym zwiększaniem wydobycia. Ropa z USA w mniejszym niż dotychczas stopniu pokrywać będzie zwiększone zapotrzebowanie światowe (spadek inwestycji, wysoki koszt krańcowy wydobycia). W związku ze wzrostem cen ropy naftowej oczekujemy łącznego wzrostu (do końca roku) cen paliw o 10-12%. Oczekujemy, że 2021 rok będzie rokiem odbudowy marż na stacjach.
- Ożywienie globalne powinno przynieść wzrosty cen żywności. W szczególności oczekujemy powolnego wzrostu cen mięs. Zależność pomiędzy indeksem FAO (w złotych), a cenami żywności w Polsce nie jest ścisła, jednak już w tym momencie można obstawiać, że w okolicach II kwartału dynamika cen żywności w ujęciu rocznym zacznie wzrastać. Podatek cukrowy, podatek handlowy, wyższe ceny energii elektrycznej i cen paliw będą wspierać wzrosty w 2021 roku. Warunki pogodowe zdecydują o cenach w sezonie. Póki co zakładamy „typowe" zmiany w tym okresie z ostatnich kilku lat. Zaryzykowalibyśmy stwierdzenie, że w cenach żywności ryzyka rozkładają się w górę.

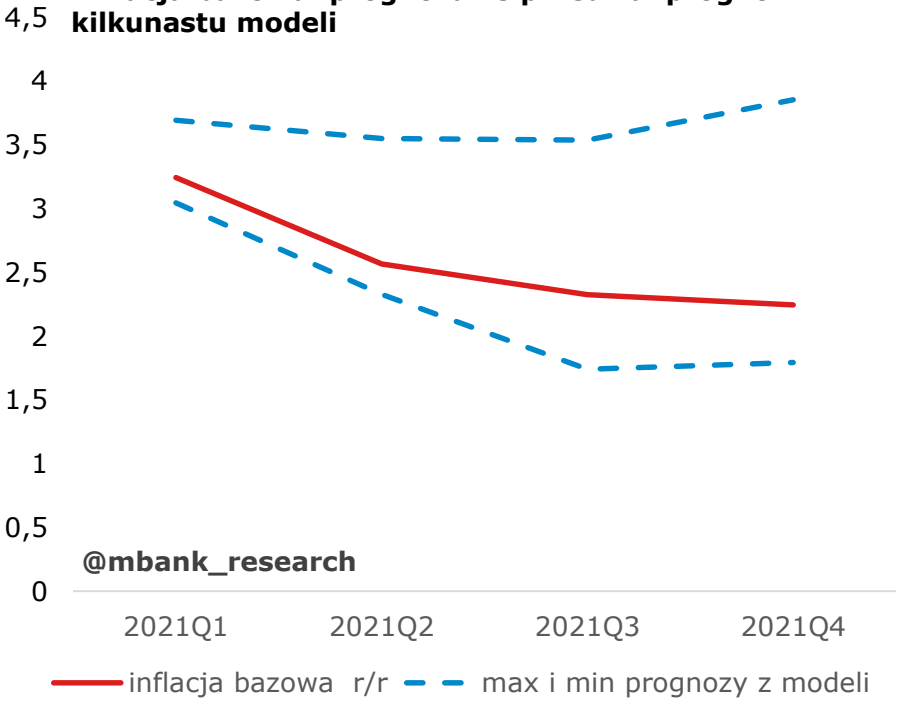
Inflacja nie będzie problemem w 2021 roku. Osiągnie dno w I kwartale i później będzie rosnąć. Nikła szansa na istotne przekroczenie celu inflacyjnego.

Miesięczna ścieżka prognoz inflacji bazowej oraz inflacji CPI



Źródło: https://www.policyuncertainty.com/

Inflacja bazowa: prognoza vs przedział prognoz z kilkunastu modeli



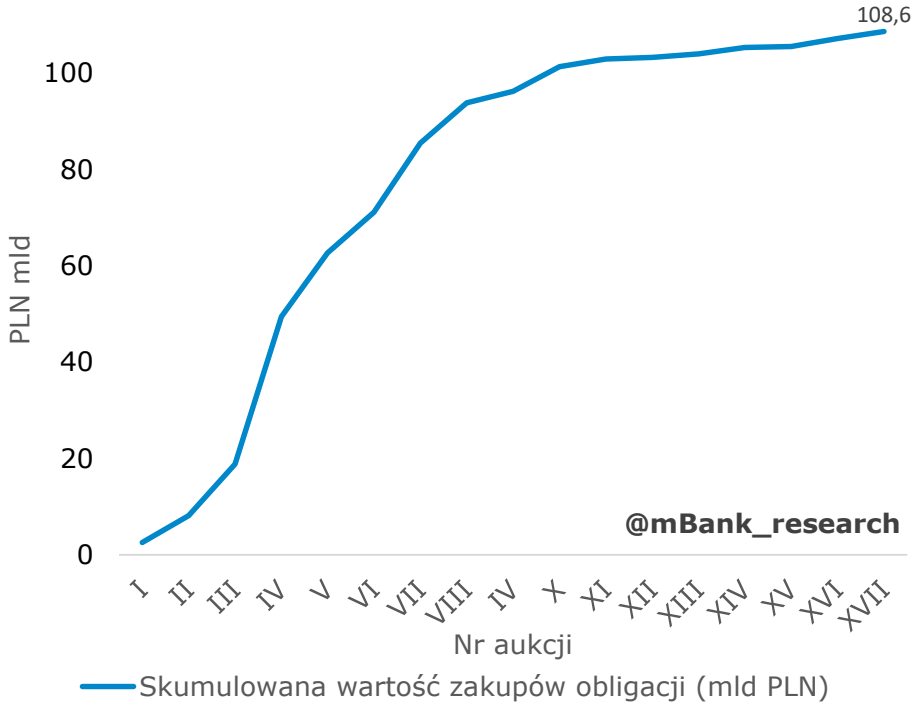
Źródło: obliczenia własne

- Szacujemy, ze zmiana koszyka na „pandemiczny" obniży inflację, *ceteris paribus*, o 0,2pp. Zmiana koszyka obarczona jest większą niż zwykle niepewnością z uwagi na problemy z pomiarem wydatków konsumentów oraz konieczność dokonania dodatkowych imputacji ze strony GUS (np. kwestia zważenia zużycia energii elektrycznej względem *home office* i zużycia „normalnego"). Koszyk w 2022 będzie już dużo bardziej „normalny", stąd też prawdopodobnie przez cały rok liczyć będziemy też inflację równolegle za pomocą starych wag, które będą bardziej zbliżone do tych, które zastosowane zostaną w 2022 roku.
- Dużo istotniejsza od samego poziomu inflacji będzie jej trajektoria. Szacujemy, że I kwartał wyznaczy dno na inflacji CPI z uwagi na efekty bazowe z ubiegłego roku. Cześć „bazy" powtórzy się: między innymi zmiany cen energii mogą być bardzo podobne, skok cen żywności również z uwagi na podatek cukrowy oraz handlowy (śnieżyce w Hiszpanii również mogą namieszać w transporcie żywności). Opłaty administracyjne powinny rosnąć wolniej niż przed rokiem.
- Modelowe* ujęcie inflacji bazowej wskazuje na stopniowe spadki przez cały 2021 rok z wyhamowaniem pod koniec roku. Wszelkie modele traktujemy jednak z dużą rezerwą z uwagi na wyjątkowo liczne efekty jednorazowe z 2020 roku, które należało korygować ekspercko. Skłaniamy się ku niższym ścieżkom (co widać zresztą pomiędzy relacją naszej prognozy i ścieżkami max/min z modeli).

** Zbudowaliśmy szereg modeli inflacji bazowej. Rozszerzaliśmy model autoregresyjny ze średnią ruchomą o zestaw regresorów (główne zmienne makroekonomiczne jak PKB i jego składowe, kurs walutowy, stopa bezrobocia) – ich opóźnienia i kombinacje. Z puli kilkuset modeli wyselekcjonowaliśmy 15, które najlepiej prognozowały zachowanie inflacji w przeszłości, w oparciu o dostępny wówczas zbiór informacji (backtest out-of-sample).*

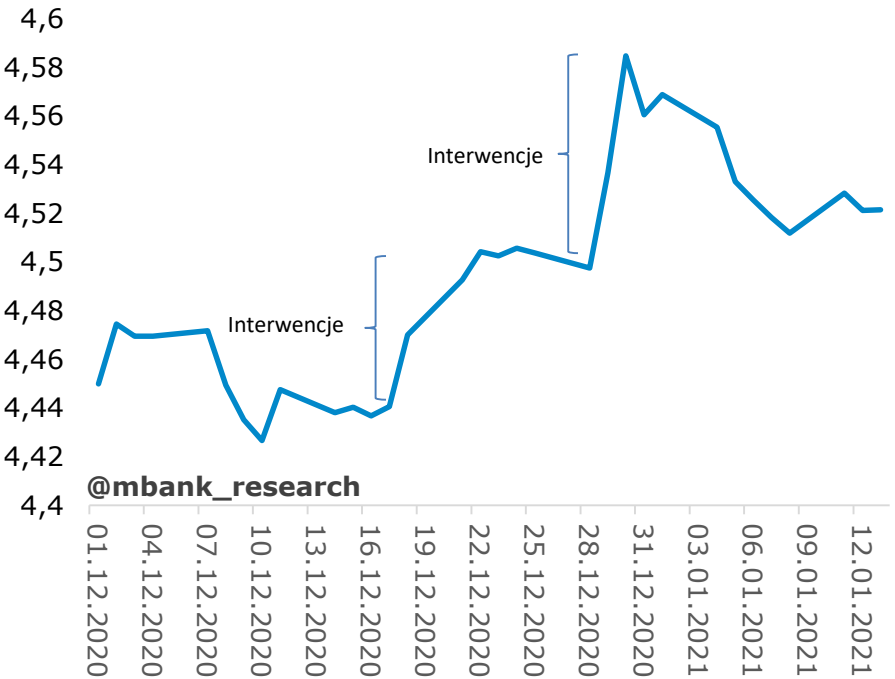
Stopy procentowe już nie spadną, ale i nie wzrosną. Arsenał złożony z zakupów obligacji i interwencji walutowych wystarczy.

Zakupy obligacji NBP będą kontynuowane



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Interwencje walutowe – całkiem nowy element arsenału RPP/NBP

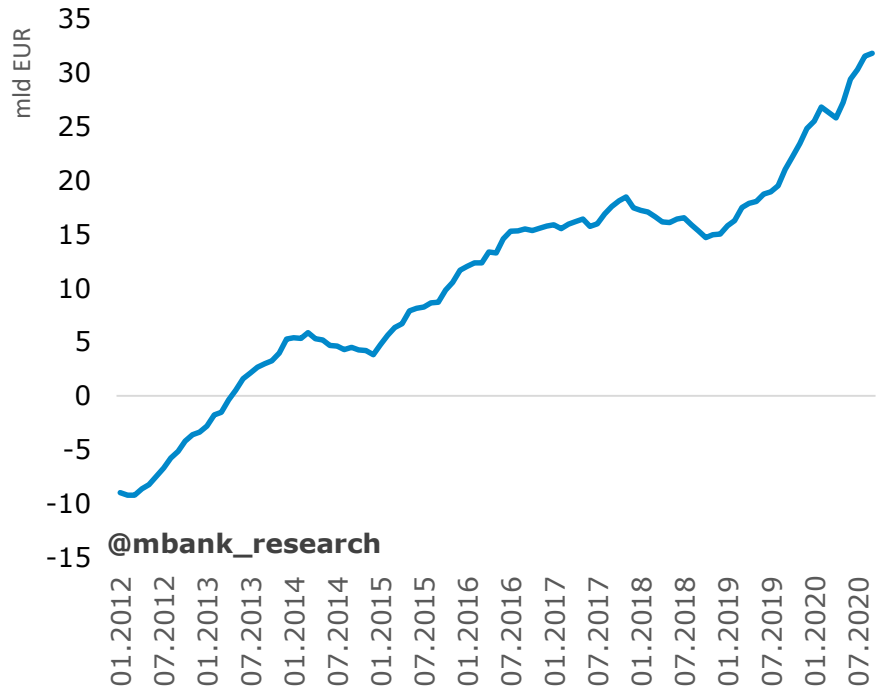


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg.

- Oczekujemy, że RPP nie zdecyduje się już na obniżki stóp procentowych, choć w powietrzu wisieć będzie groźba ich redukcji (nawet do ujemnych poziomów – zgodnie z zapowiedziami prezesa Glapińskiego) i obietnica przetrzymywania długo na niskim poziomie. Pozwoli to – wraz z zakupami obligacji, które zaabsorbują dodatkową podaż obligacji w najbliższym czasie (obligacje PFR + prawdopodobnie BGK oraz standardowe papiery SP) na utrzymanie relatywnie płaskiej krzywej dochodowości i silnie ujemnych stóp procentowych.
- Poprzeczka do dalszych redukcji stóp zawieszona jest wysoko i wymaga pogorszenia globalnego scenariusza epidemicznego na tyle, że doprowadzi do nagłej redukcji popytu. Ze słów prezesa Glapińskiego (wywiad z 15 stycznia 2020 – dostępny tutaj) wnioskujemy, że dalsze ryzyka dla wzrostu, ale połączone z odpowiednią kontrą działań rządowych (polityki fiskalnej), byłoby do obniżek stóp niewystarczające. W tym zakresie istotne są zakupy obligacji i poprawa finansowania antycyklicznych działań fiskalnych.
- Interwencje walutowe pojawiły się explicite w arsenale NBP/RPP jako element poprawiający transmisję polityki pieniężnej w gospodarce. W porównaniu z polityką stóp procentowych to potężne narzędzie (dużo większe pole manewru oraz modelowo większe i szybsze efekty gospodarcze). Ogranicza to perspektywę aprecjacji złotego w 2021 roku (patrz też tutaj) przyczyniając się bezpośrednio do luźniejszej polityki pieniężnej. Z wypowiedzi członków RPP można wnioskować, że poziomy kursu poniżej 4,50 podlegać będą groźbie interwencji. Zdecydowane stanowisko RPP względem kursu oraz zdecydowane interwencje NBP stanowią w tym momencie na tyle realne zagrożenie, że być może NBP nie będzie musiał interweniować wcale, bo uczestnicy rynku porzucili zakłady na mocniejszego złotego.

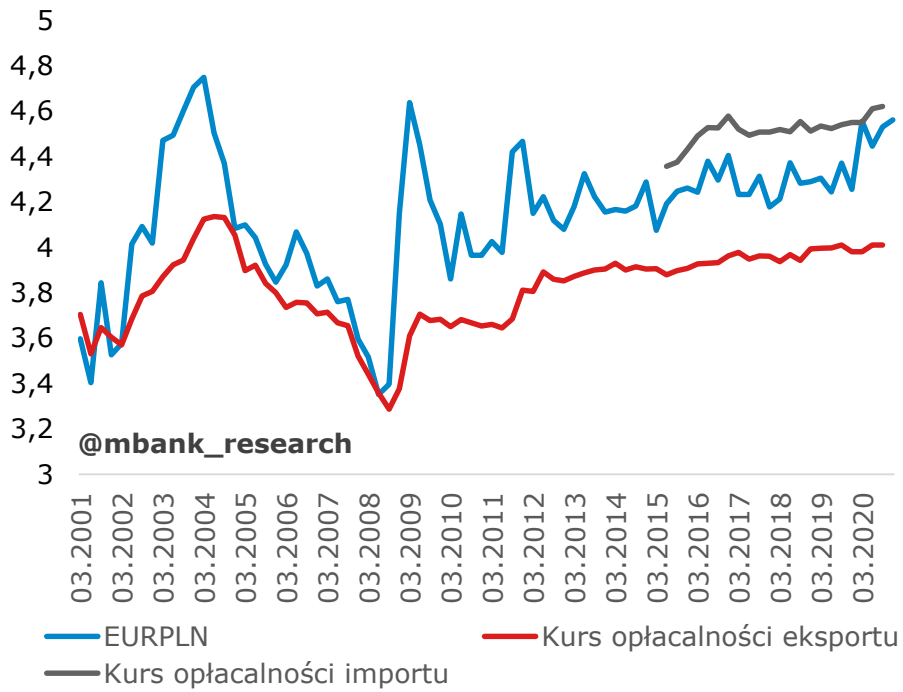
Złoty mógł aprecjonować, ale ten epizod zakończył na dłuższy czas NBP

Saldo handlu towarami i usługami: 12-miesięczna suma.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Kurs opłacalności eksportu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg i NBP (link)

- Nadal uważamy, że z uwagi na dobre fundamenty do ożywienia (zachomikowana siła robocza, niski wzrost stopy bezrobocia, wysoka płynność przedsiębiorstw, wsparcie polityki fiskalnej i monetarnej), perspektywę silnych wzrostów PKB w kolejnych latach (nowy cykl globalny + dopalanie z programu NGEU, którego Polska jest największym beneficjentem), nadwyżkę w obrotach bieżących i handlowych (w obu przypadkach spodziewamy się utrzymania dodatnich, wysokich poziomów; historia wzrostu importu nie rozegrała się w dużej skali podczas poprzedniego cyklu – teraz też się nie rozegra), a także kolejna lata wysokich transferów z UE, złoty będzie podlegał tendencji aprecjacyjnej.
- Nie uważamy jednak, z uwagi na groźbę interwencji walutowych RPP/NBP, że będzie ona w stanie się rozegrać. Dokonane w grudniu interwencje, włączenie ich *explicite* do komunikatu RPP oraz ciągłe niezadowolenie RPP wyrażane względem słabego dostosowania kursu (wyrażane również w komunikacie) stanowią komplet środków do wiarygodnej walki z wszelką aprecjacją. W krótkim terminie piętno na kursie odcisnąć może też mocniejszy od oczekiwań dolar (patrz tutaj).
- Na aprecjację przyjdzie więc długo poczekać. RPP zatraci zainteresowanie kursem walutowym dopiero, gdy ożywienie okrzepnie. Może się to wydarzyć dopiero w końcówce roku lub nawet w roku 2022. Zmienia to nasz wcześniejszy scenariusz szybkiej aprecjacji w scenariusz co najwyżej niewielkiej aprecjacji/stabilizacji kursu w 2021 roku. Przez lwią część roku kurs utrzymywał będzie się powyżej 4,50, dopiero w końcówce roku zakładamy delikatną aprecjację w okolice 4,40. Dodatkowym ryzykiem (w górę dla EURPLN) kwestia przewalutowania kredytów frankowych.

Aktualne prognozy mBanku

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PKB	%	3,8	3,1	4,8	5,4	4,5	-2,6	3,8
Popyt krajowy	%	3,3	2,3	4,9	5,6	3,5	-4,1	3,9
Inwestycje	%	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-6,5	1,1
Konsumpcja prywatna	%	3,0	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,4	3,7
Inflacja CPI (średnia)	%	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,8
Inflacja CPI (na koniec roku)	%	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	3,7
USD/PLN (koniec roku)		3,92	4,19	3,48	3,74	3,79	3,73	3,67
USD/PLN (średnia)		3,82	3,92	3,70	3,65	3,84	3,92	3,73
EUR/PLN (koniec roku)		4,26	4,40	4,18	4,29	4,25	4,56	4,40
EUR/PLN (średnia)		4,19	4,33	4,24	4,29	4,29	4,52	4,48
CHF/PLN (koniec roku)		3,92	4,11	3,57	3,81	3,92	4,22	4,03
CHF/PLN (średnia)		3,94	3,99	3,79	3,73	3,91	4,22	4,12
LIBOR CHF 3M (średnia)	%	-0,77	-0,75	-0,73	-0,73	-0,72	-0,72	-0,76
LIBOR CHF 6M (średnia)	%	-0,71	-0,67	-0,65	-0,65	-0,67	-0,66	-0,72
WIBOR 3M (średnia)	%	1,71	1,71	1,73	1,71	1,72	0,47	0,21
WIBOR 6M (średnia)	%	1,76	1,78	1,81	1,79	1,79	0,50	0,26
EURIBOR 3M (średnia)	%	-0,04	-0,29	-0,33	-0,32	-0,36	-0,46	-0,55
EURIBOR 6M (średnia)	%	0,03	-0,19	-0,30	-0,32	-0,37	-0,39	-0,53
USD LIBOR 3M (średnia)	%	0,37	0,78	1,37	2,46	2,23	0,56	0,24
USD LIBOR 6M (średnia)	%	0,56	1,10	1,55	2,61	2,21	0,52	0,26
Stopa repo NBP (koniec roku)	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
Stopa bezrobocia (koniec roku)	%	9,8	8,2	6,6	5,9	5,2	6,2	5,9

UWAGA

Dokument przygotowali pracownicy Obszaru Skarbu i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. zatrudnieni na stanowiskach ds. analiz makroekonomicznych. Celem dokumentu jest promocja i reklama. Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu „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". Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego.

Dokument stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów, popartej informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny w nim zawarte wyrażają opinie na dzień ich sformułowania i publikacji. Autorzy mogą je zmienić bez uprzedniego powiadomienia.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości dokumentu możliwa jest jedynie wraz z podaniem, kto jest ich autorem (ekonomiści mBanku). Wykresy, zdjęcia, obrazy i tabele dołączone do dokumentu są jego integralną częścią. Zabronione jest zatem ich dystrybuowanie w całości lub części bez podania pełnego źródła, a także edytowanie w programach graficznych i modyfikowanie ich treści.

mBank Research

Dr Marcin Mazurek
główny ekonomista
email: marcin.mazurek@mbank.pl

Maciej Zdrolik
analityk
email: maciej.zdrolik@mbank.pl