

Najciemniej jest tuż przed wschodem słońca

- **Perspektywy globalnej gospodarki poprawiają się i realizuje się reflacyjny scenariusz.** Chociaż świat pozostaje pogrążony w pandemii, to niektóre ważne gospodarki – przede wszystkim USA i Wlk. Brytania – są mocno zaawansowane w programie szczepień i zaczynają eliminować dotkliwe ekonomicznie restrykcje. Oczekiwany wzrost dostępności szczepionek (wykres obok) powinien wkrótce poprawić sytuację epidemiczną w UE. Aktywność w globalnym przetwórstwie zwiększa się bez względu na kolejne fale zakażeń. Ważnym impulsem dla wzrostu amerykańskiej i światowej gospodarki jest nowy pakiet fiskalny w USA, zapewne nie ostatni. Główne banki centralne tolerują wzrost rentowności, wskazując, że wynika on z poprawy perspektyw gospodarek. Czynniki ryzyka, oprócz pandemii, są wąskie gardła po stronie podażowej (niedobory materiałów i komponentów do produkcji) i potencjalne zaburzenia na rynkach finansowych.
- **Ożywienie na świecie sprzyja polskiej gospodarce napędzanej w dużej mierze przez eksport.** Udział towarów i usług z Polski na ważnych rynkach zwiększył się znacznie w 2020, potwierdzając jedną z naszych tez o źródłach relatywnej siły krajowej gospodarki w trakcie pandemicznego kryzysu. Nadal uważamy, że istotnym motorem wzrostu będzie konsumpcja (wraz ze znoszeniem restrykcji) oraz „przesunięta” stymulacja fiskalna. Pomimo trudniejszego niż sądziliśmy początku roku, wciąż prognozujemy silne odbicie krajowej gospodarki w 2021. 1q21 będzie ostatnim kwartałem ujemnej dynamiki PKB. 2q21 zdeterminuje niska baza, a w 2h21 rozpocznie się dłuższy okres wzrostu PKB o ok. 5% r/r, napędzanego początkowo impulsem fiskalnym, monetarnym i handlowym oraz spadkiem stopy oszczędności, a następnie napływem funduszy z UE.
- **Podtrzymujemy nasze prognozy inflacyjne,** do których ostatnio dostosowywał się konsensus rynkowy i projekcja NBP. Lista argumentów wskazujących na utrzymanie dynamiki cen powyżej 3% systematycznie się wydłuża. Dopisujemy do niej wąskie gardła w przetwórstwie (zapowiedź wyższych cen towarów).
- **Koniec 2020 przyniósł znaczny wzrost polskiej nadwyżki handlowej i na całym rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.** W sekcji specjalnej przyglądamy się bliżej naturze tego pozytywnego zjawiska.
- **Scenariusz dla krajowej polityki pieniężnej pozostaje bez zmian, czyli stabilne stopy procentowe NBP co najmniej do końca 2022 oraz kontynuacja QE.** Wyraźna deprecjacja złotego, również wobec innych walut w regionie, powinna osłabić dążenie bankierów centralnych do zwiększenia skali reakcji kursu.
- **Mimo kolejnej fali pandemii, sytuacja fiskalna pozostaje pod kontrolą.** Wyniki finansów publicznych za 2020 zaskoczyły pozytywnie, i na szczeblu centralnym, i samorządowym. Wyniki budżetu za początek 2021 wskazują, że dobra passa trwa. Podwyższona inflacja i silny wzrost PKB napędzą dochody budżetowe i sprawią, że w 2021 deficyt budżetowy ponownie będzie znacząco niższy od planu, a deficyt i dług publiczny w relacji do PKB zaczną spadać. W 2022 deficyt sektora finansów publicznych (ESA) powróci poniżej unijnego prognozy 3% PKB.

Główny Ekonomista

Piotr Bujak
piotr.bujak@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych
analizy.makro@pkobp.pl

 @PKO_Research

Marta Petka-Zagajewska
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 67 97

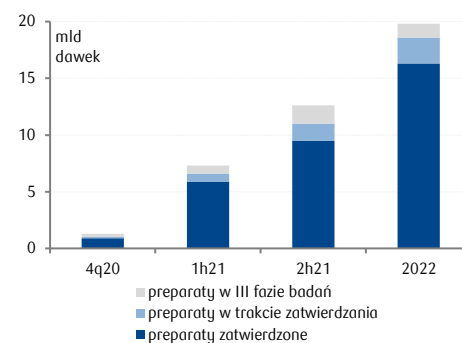
Marcin Czaplicki
Ekonomista
tel. 22 521 54 50

Urszula Kryńska
Ekonomistka
tel. 22 521 51 32

Kamil Pastor
Ekonomista

Michał Rot
Ekonomista
tel. 22 580 34 22

Zdolności produkcyjne szczepionek przeciwko koronawirusowi



Źródło: Unicef, PKO Bank Polski

Polska: główne wskaźniki makroekonomiczne

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Realny PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-1,5	9,1	5,4	5,7	4,5	-2,7	4,7
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	3,1	3,3	3,1	3,3	3,0	3,1	2,9	2,9	3,1	2,9
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,6	3,2	3,1	2,9	2,7	3,3	3,2	3,4	2,3	3,4	3,1
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,4	3,8	4,2	4,1	3,7	2,6	2,3	2,2	1,9	3,9	2,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	1,0	2,1	2,8	3,5	3,5	2,8	2,7	2,7	0,5	3,5	2,7
Saldo fiskalne (% PKB) ^{††}	-1,9	-5,5	-6,3	-9,2	-9,7	-5,1	-5,0	-3,4	-0,7	-9,2	-3,4
Dług publiczny (% PKB) ^{††}	47,6	54,8	56,7	59,7	60,6	58,3	57,8	58,8	45,7	59,7	58,8
Stopa referencyjna NBP (%)	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10

Źródło: GUS, NBP, MF, PKO Bank Polski (prognozy na szarym tle), †ESA2010, *dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

(0). Założenia dotyczące przebiegu pandemii

Pandemia nie daje za wygraną i pozostaje głównym czynnikiem determinującym mikro cykle zwiększania i ograniczania aktywności gospodarczej. Podstawą budowania wszelkich założeń co do trendów ekonomicznych na najbliższe kwartały nadal jest więc przyjęcie scenariusza pandemicznego.

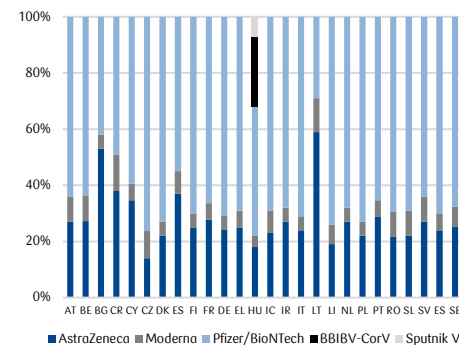
Naszym podstawowym założeniem było dotychczas, że od 3q21 gospodarka będzie mogła funkcjonować bez bolesnych gospodarczo restrykcji, co w konsekwencji pozwoli jej wkroczyć na stabilny i mocny trend odbudowy aktywności. Zwracaliśmy uwagę na ryzyka ciążące nad sprawną realizacją programu szczepień. Zmaterializowały się one nawet w większym stopniu niż sądziliśmy po stronie podażowej (brak wystarczającej ilości preparatów do szczepień) i w mniejszej niż sądziliśmy po stronie niechęci do szczepień (ostatnie sondaże pokazują wyraźny spadek odsetka osób które zdecydowanie deklarują, że się nie zaszczepią). To co zaskoczyło nas najbardziej, to wpływ nowych mutacji (głównie brytyjskiej) na rozwój pandemii w Polsce i całej Europie. Nowa, bardziej zakaźna i zjadliwa mutacja wirusa sprawiła, że 1q21 był w wielu europejskich państwach okresem przewlekłych restrykcji, które zahamowały proces odbicia gospodarczego. W Polsce wybuchła 3. fala pandemii, która przyniosła dzienną liczbę zakażeń powyżej szczytów z 2. fali w listopadzie i objawia się ponownym przecięciem systemu ochrony zdrowia. W konsekwencji koniec 1q21 przyniósł zaostrzenie restrykcji, co wg wstępnych deklaracji będzie trwać do 9 kwietnia. W naszej ocenie bardzo prawdopodobne jest jego przedłużenie na kolejne tygodnie kwietnia, co w konsekwencji oznacza, że co najmniej 1 miesiąc 2q21 będzie obciążony gospodarczymi kosztami restrykcji, które obecnie oddziałują na gospodarkę głównie przez kanał konsumpcji prywatnej.

Pomimo trudniejszej niż oczekiwaliśmy pierwszej połowy roku, **podtrzymujemy założenie, że druga połowa roku nie będzie już istotnie obciążona przeciwpandemicznymi obostrzeniami.** Swój optymizm budujemy na kontynuacji programu szczepień i projekcjach zmian liczby osób odpornych (dzięki zaszczepieniu oraz przechorowaniu Covid-19). Według obecnych deklaracji co do planowanych dostaw, w 2q21 do Polski ma trafić 15 mln dawek szczepionek, z czego 2,5 mln ma stanowić niestosowany jeszcze obecnie, jednodawkowy preparat Johnson&Johnson. To łącznie oznaczałoby dostępność szczepionek wystarczającą do pełnego zaszczepienia 8,75 mln osób (realizację tego scenariusza przedstawia na wykresach czarna linia). Pomni doświadczeń z 1q21, traktujemy ten scenariusz jako najbardziej optymistyczny i kreśliśmy też scenariusze alternatywne (tempo szczepień takie jak dotychczas, oraz 2 i 3 razy większa tygodniowa przeciętna liczba szczepień). Już 2 razy większe tempo szczepień niż w 1q (wg nas realne ze względu na już zbudowaną infrastrukturę punktów szczepień i deklarowaną znacząco większą skalę dostaw niż wymagana dla takiego tempa) zapewni wyszczepialność na poziomie blisko 8 mln osób. To oznacza zabezpieczenie grup najbardziej podatnych na ostry przebieg zakażenia i generujących największe obciążenie dla służby zdrowia, a w konsekwencji brak konieczności wprowadzania lockdownów w 2h21.

• Źródła niepewności

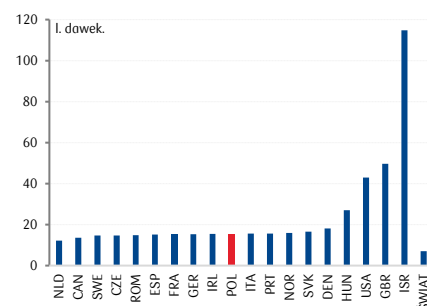
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) dalsze mutacje wirusa i ich wrażliwość na szczepionki, (2) trwałość odporności budowanej przez szczepienia, (3) podaż preparatów do szczepień.

Czym się szczepi Europa?



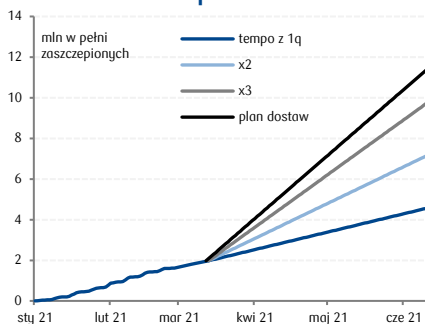
Źródło: ECDC, PKO Bank Polski, struktura produktowa dostarczonych szczepionek wg stanu na 17.03.2021

Liczba wykorzystanych dawek szczepionek na 100 osób



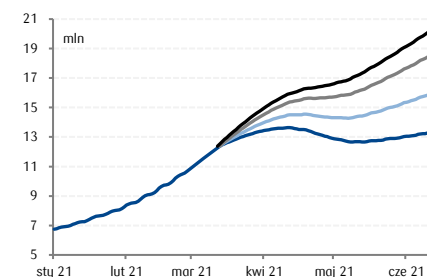
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

Scenariusze szczepień w Polsce



Źródło: PKO Bank Polski

Scenariusze budowania odporności



Źródło: PKO Bank Polski, odporni definiowani jako osoby z zakończoną procedurą szczepień lub do 6 miesięcy od zachorowania na koronawirusa (przyjęto 5 razy więcej zachorowań niż wskazują oficjalne statystyki i przeciętną liczbę zakażeń z 1q21)

(1). Otoczenie zewnętrzne

• Trendy bieżące

Przełom 2020 i 2021 roku był wciąż naznaczony przez pandemię. W Europie i USA konieczne było ponowne zaostrożenie restrykcji, co hamowało aktywność w sektorze usługowym i obniżało konsumpcję. Bez większych przeszkód funkcjonowało przetwórstwo, napędzane silnymżywieniem w globalnym handlu. Pomimo utrzymania restrykcji, skala spadku PKB strefy euro w 4q20 wyniosła „zaledwie” 0,7% k/k sa (w 2q20 było to -11,2% k/k sa), przy czym m.in. w Niemczech PKB nawet nieznacznie wzrósł (0,3% k/k sa). Jeszcze lepiej z pandemią radziła sobie gospodarka USA, która w 4q20 wzrosła o 1,4% k/k sa. Na stabilnej trajektorii wzrostowej pozostała w zasadzie wolna od pandemicznych zaburzeń gospodarka Chin (wzrost o 2,6% k/k). W całym 2020 spadek PKB w strefie euro sięgnął 6,6%, amerykańska gospodarka skurczyła się o 3,5%, a w Chinach PKB wzrósł o 2,3%.

• Prognoza średnioterminowa

Tak jak słowo pandemia stało się synonimem recesji, tak słowo szczepionka jest równoznaczne z gospodarczymżywieniem. Tempo realizacji programu szczepień determinuje oczekiwania co do skali odbicia gospodarczego w 2021. Na przestrzeni ostatnich miesięcy najbardziej poprawiły się one wobec gospodarki USA (patrz wykres), którą poza efektami szczepień w 2021 napędzi wart blisko 2 bln USD pakiet fiskalny (na horyzoncie rysuje się też pakiet infrastrukturalny). Perspektywa silnegożywienia w Azji i USA neutralizuje negatywny wpływ na europejski PKB powolnego tempa szczepień i przewlekłego procesu uchwalania antykrzysowego pakietu NGEU (nie bez znaczenia jest też rosnąca wiara w poprawę relacji handlowych USA-UE). Coraz większe przekonanie co do mocnego odbicia globalnego popytu w 2021 podsycza oczekiwania inflacyjne. Wzrosty cen surowców, obawy o nadmierną skalę stymulacji w USA, wąskie gardła, z którymi mierzy się przetwórstwo i które podnoszą ceny produkcji, czy wreszcie zmiany regulacyjne, które podbiły inflację w Europie, zrodziły powszechne oczekiwania, że 2021 będzie rokiem reflacji, co docelowo przyniesie szybszą niż obecnie deklarowaną trajektorię normalizacji polityki pieniężnej przez globalne banki centralne. Reflacyjne obawy, zwłaszcza w borykającej się z niskim popytem Europie, wydają nam się na razie przedwczesne. Tym bardziej nie wierzymy więc w szybki początek normalizacji polityki pieniężnej, zwłaszcza w obliczu dokonanych niedawno zmian w definiowaniu celów polityki zarówno przez Fed, jak i EBC. 2021 widzimy jako rok silnego wzrostu PKB, wyższej niż przed laty, ale wciąż umiarkowanej inflacji i nadal ekstremalnie ekspansywnego policy mix.

• Źródła niepewności dla prognozy

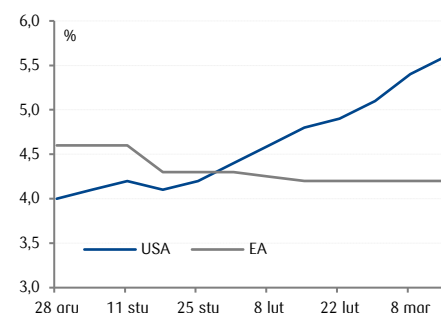
Głównymi źródłami niepewności pozostają: (1) przebieg pandemii, (2) napięcia geopolityczne.

Otoczenie zewnętrzne

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Strefa euro: Realny PKB (% r/r)	-3,2	-14,7	-4,3	-5,0	-2,5	12,8	2,5	5,5	1,3	-7,1	4,5
Strefa euro: Inflacja HICP (% r/r)	1,1	0,2	0,0	-0,3	1,0	1,3	1,7	2,0	1,2	0,3	1,4
Strefa euro: Stopa refinansowa EBC (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
USA: Realny PKB* (% r/r)	-5,0	-31,4	33,4	4,1	1,0	12,2	5,5	6,2	2,2	-3,5	5,7
USA: Inflacja CPI (% r/r)	2,1	0,4	1,2	1,2	1,8	2,9	2,5	2,4	1,8	1,2	2,4
USA: Stopa procentowa <i>fed funds</i> (%)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25
Chiny: Realny PKB (% r/r)	-6,8	3,2	4,9	6,5	17,5	7,4	6,1	5,4	6,0	2,3	8,2
Chiny: Inflacja CPI (% r/r)	5,0	2,7	2,3	0,1	0,4	1,6	1,8	2,2	2,9	2,5	1,6
Chiny: Stopa referencyjna PBC (%)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35

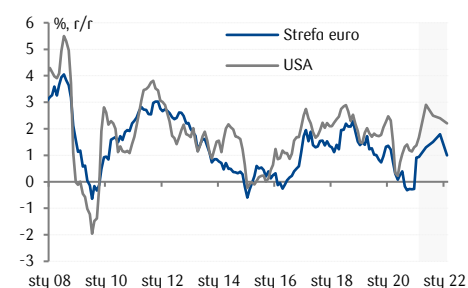
Źródła: Datastream, PKO Bank Polski; * k/k SAAR.

Zmiana prognoz* wzrostu PKB na 2021



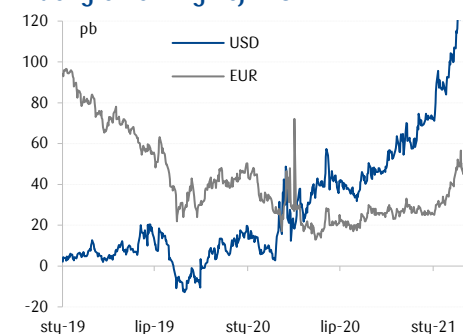
Źródło: Bloomberg, PKO Bank Polski, konsensus wg Bloomberg

Inflacja CPI w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Nachylenie krzywej IRS



Źródło: Reuters, PKO Bank Polski.

(2). Sfera realna

Trendy bieżące

Druga fala pandemii sprawiła, że ożywienie gospodarki jesienią przybrało kształt litery „K”. W 4q20 spadek PKB pogłębił się (do -2,8% r/r), ale był i tak nieco mniejszy niż zakładaliśmy w poprzednim Kwartalniku Ekonomicznym. Głównym sprawcą niespodzianki był przemysł, który odrobił straty z pandemii. Silne wzrosty produkcji następowały w szczególności w branżach zorientowanych eksportowo - eksport wzrósł w 4q20 o 8,0% r/r. Wskutek restrykcji popyt krajowy ponownie spadł, rozmiar strat w HoReCa i rozrywce był taki jak wiosną. Poluzowanie części restrykcji w grudniu poprawiło wyniki handlu i ograniczyło spadek konsumpcji prywatnej (do -3,2% r/r). Niepewność nie sprzyja inwestycjom, które obniżyły się o ponad 10% r/r. Trendy w sferze realnej na początku 2021 nie zmieniły się istotnie. Wciąż determinuje je pandemia - 3. fala zahamowała odbudowę aktywności.

Prognoza średnioterminowa

Trzecia fala pandemii powoduje korektę naszej prognozy wzrostu PKB w 2021 do 4,7% z 5,1%, ale jednocześnie podwyższamy prognozę na 2022 do 4,7% z 4,0%. Podtrzymujemy przewidywania, że 1q21 będzie ostatnim kwartałem z ujemną roczną dynamiką PKB. Głównym poszkodowanym 3. fali będzie konsumpcja - nasze dane kartowe wskazują, że po lutowym ożywieniu wzrost wydatków konsumentów ponownie wyhamował. Pozytywne, w szczególności dla wzrostu PKB w 2h21, jest to, że mimo problemów z dostawami szczepionki, już ponad ¼ populacji Polski (wg naszych szacunków) nabyła odporność na koronawirusa. Zidentyfikowane przez nas w ubiegłym Kwartalniku motory wzrostu (impuls monetarny, fiskalny, handlowy i redukcja oszczędności gospodarstw domowych) są ciągle aktualne i ujawnią się z pełną mocą wraz z istotnym złagodzeniem restrykcji. Oznacza to, że restart gospodarki po pandemii się opóźni, ale pozytywne efekty z nim związane będą widoczne także na początku 2022. Podtrzymujemy naszą ocenę, że konsumpcja prywatna będzie wyróżniać się w strukturze wzrostu. Spodziewamy się też lekkiego odbicia inwestycji. „Wschodzącą gwiazdą” w tym kryzysie stał się eksport - dalsza ekspansja eksporterów w 2021 sprawi, że nawet wzrost importochłonnego komponentu popytu krajowego nie będzie w stanie zmniejszyć dodatniego wkładu eksportu netto. Krajowy Plan Odbudowy ruszy w tym roku, ale jego bezpośredni wpływ na PKB będzie wg nas wyraźnie odczuwalny w 2022.

Źródła niepewności dla prognozy

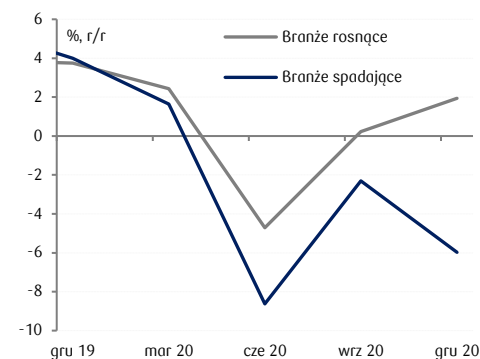
Głównymi źródłami niepewności są: (1) przebieg pandemii, (2) stan systemu finansowego, (3) skala i tempo wykorzystania środków unijnych, (4) skala zmiany skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych i firm.

Sfera realna

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Realny PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-1,5	9,1	5,4	5,7	4,5	-2,7	4,7
Popyt krajowy (pkt. proc.)	1,0	-9,5	-3,2	-3,2	-2,5	8,5	4,7	5,2	2,9	-3,6	3,6
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	-3,5	14,8	2,0	5,3	4,0	-3,0	4,2
Sprzedaż krajowa (% r/r)	1,3	-7,5	-0,9	-3,8	-2,1	9,6	3,0	5,3	4,3	-2,6	3,5
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,9	-5,6	3,0	2,4	4,6	7,2	-8,4	1,9
Publiczne [‡] (% r/r)	8,2	11,3	-3,4	-1,3	5,9	4,2	8,7	11,5	-4,1	2,3	8,4
Prywatne [‡] (% r/r)	-0,7	-17,1	-11,3	-14,1	-8,3	2,5	0,1	2,0	11,0	-11,8	-0,4
Zapasy (pkt. proc.)	-0,3	-2,0	-2,3	0,6	-0,4	-1,2	1,7	-0,1	-1,4	-0,9	0,2
Ekspert netto (pkt. proc.)	0,9	1,1	1,7	0,4	1,0	0,7	0,4	0,4	1,2	0,8	1,0
Produkcja przemysłowa (% r/r)	7,2	28,3	12,3	8,4	8,4	5,8	6,5	6,3	-1,1	13,4	6,7
Potencjalny PKB [‡] (% r/r)	3,1	2,9	3,1	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,0	3,0
Luka popytowa (% pot. PKB)	3,0	0,2	-0,9	-2,5	-3,5	-2,3	-1,7	-0,9	3,4	-2,5	-0,9

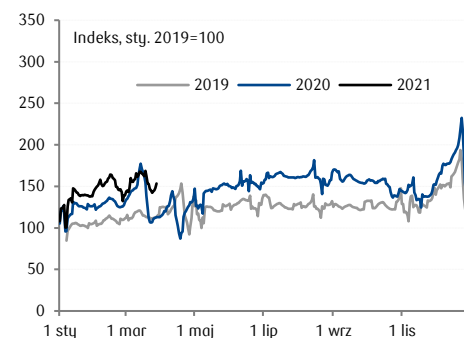
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. [‡]szacunki własne.

K-kształtne ożywienie (wartość dodana)



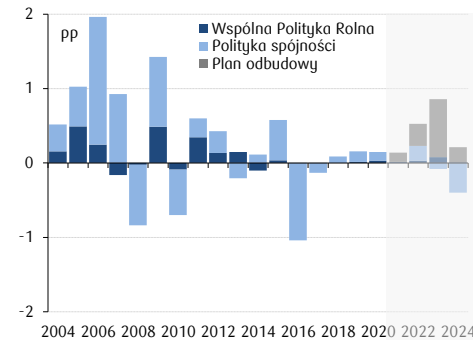
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Rosnące: przemysł, budownictwo, transport, IT nieruchomości, usługi publiczne. Spadające: handel, HoReCa, usługi finansowe, usługi biznesowe.

Monitoring konsumpcji na bazie transakcji kartami PKO Banku Polskiego



Źródło: PKO Bank Polski.

Wpływ środków z UE na dynamikę PKB



Źródło: MRiF, GUS, PKO Bank Polski.

(3). Rynek pracy

• Trendy bieżące

Na początku 2021 stopa bezrobocia w Polsce była najniższa w Unii Europejskiej (3,1%). Ta fundamentalna zmiana (przejście od najwyższego do najniższego bezrobocia w UE) odzwierciedla głęboką przemianę, która przez lata odmieniła krajowy rynek pracy. Pokazuje też, jak skuteczne (na tle innych państw UE) jest zahibernowanie polskiego rynku pracy w obliczu pandemii. Brak istotnego wzrostu bezrobocia (rejestrowane 6,5% na koniec 2020, 1pp więcej niż rok wcześniej), fali zwolnień (zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw w 4q20: -1,1% r/r), i obniżek płac (przeciętne wynagrodzenie w GN w 4q20: 5,0% r/r) nie oznacza, że pandemia nie odcisnęła piętna na rynku pracy. Dane BAEL za 4q20 pokazały, że negatywne skutki pandemii dotyczą przede wszystkim najmłodszych (spadek liczby pracujących i aktywnych zawodowo w wieku 15-24). Koronawirus przesunął pracujących z miast (-0,2% r/r) do wsi (+1,7% r/r), z pracy najemnej (-0,7% r/r) do własnej działalności (+5,6% r/r), i prowadzi do likwidacji miejsc pracy w najbardziej dotkniętych restrykcjami branżach (w 4q20 -27 tys. w gastronomii i zakwaterowaniu). Z drugiej strony w obliczu pandemii o blisko 40 tys. wzrosła liczba miejsc pracy w opiece zdrowotnej i pomocy społecznej. Wymiernie wzrosła liczba aktywnych zawodowo i pracujących kobiet, wzrosła też aktywność zawodowa osób w wieku poprodukcyjnym, co – jeśli będzie trwałe – pozytywnie wpłynie na średnioterminowe perspektywy krajowej gospodarki.

• Prognoza średnioterminowa

Nasze przewidywania dotyczące rynku pracy nie ulegają większym zmianom. Tarcza Finansowa 1.0 do maja/czerwca hibernuje rynek pracy, a Tarcza Finansowa 2.0 do końca 2021 przeciwdziała zwolnieniom w najmniejszych firmach z branż, które są najbardziej narażone na konieczność redukcji etatów. Podtrzymujemy więc założenie, że od 2q21 stopa bezrobocia będzie spadać, a na koniec roku powróci do poziomu sprzed pandemii. Zakładamy, że od czerwca liczba etatów w sekt. przedsiębiorstw będzie sukcesywnie wzrastać – badania koniunktury wskazują na wzrost zapotrzebowania na pracowników m.in. w przetwórstwie. Do wzrostów r/r powrócimy już w kwietniu, a na koniec roku zatrudnienie w sekt. przedsiębiorstw będzie zbliżone do poziomu z końca 2019. Dynamika wynagrodzeń pozostanie obniżona w stosunku do okresu sprzed pandemii, ale pomimo wysokiej inflacji, utrzyma wyraźne wzrosty także w ujęciu realnym. Korzystny obraz rynku pracy ogółem może kontrastować ze spojrzeniem lokalnym i sektorowym. W wielu branżach (HoReCa, niektóre branże produkcyjne, np. odzież i obuwiu) 2021 nadal będzie okresem restrukturyzacji zatrudnienia, co dla regionów z dużą ekspozycją na te branże oznacza utrzymanie podwyższonego na tle kraju bezrobocia.

• Źródła niepewności dla prognozy

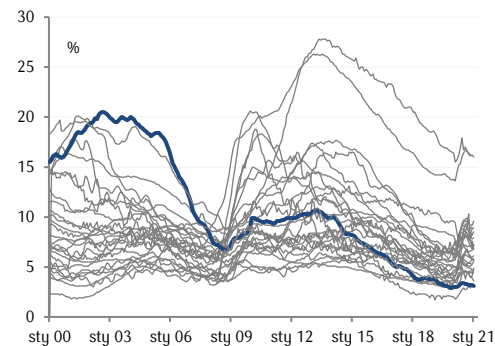
Główne źródła niepewności dla prognozy to: (1) sytuacja pandemiczna, zwłaszcza w momencie wygasania Tarcz (2) skala przepływów migracyjnych, (3) zmiany regulacyjne (w tym wysokość zasiłków).

Rynek pracy

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Zatrudnienie (sektor przedsiębiorstw, % r/r)	0,8	-2,9	-1,6	-1,1	-1,6	2,1	1,0	1,0	2,7	-1,2	0,6
Pracujący BAEL (% r/r)	0,9	-1,3	0,2	0,5	0,0	1,7	-0,5	-0,8	-0,1	0,1	0,1
Stopa bezrobocia rejestrowanego* (%)	5,4	6,1	6,1	6,2	6,3	5,8	5,4	5,4	5,2	6,2	5,4
Stopa bezrobocia BAEL (%)	3,1	3,1	3,3	3,1	3,3	3,0	3,1	2,9	2,9	3,1	2,9
Wskaźnik aktywności zawodowej (%)	56,0	55,5	56,6	56,5	56,4	56,7	56,8	56,4	56,2	56,1	56,6
Płace nominalne (sektor przedsiębiorstw % r/r)	5,3	2,9	4,8	5,4	6,4	6,9	5,8	5,3	6,6	4,6	6,1
Płace nominalne (gospodarka narodowa % r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	4,6	7,9	6,3	5,9	7,2	5,3	6,2
Wydajność pracy (% r/r)	1,0	-7,2	-1,6	-3,3	-1,4	7,3	6,0	6,6	4,7	-2,8	4,6
ULC (% r/r)	6,7	11,9	6,6	8,6	6,2	0,6	0,3	-0,7	2,3	8,4	1,6

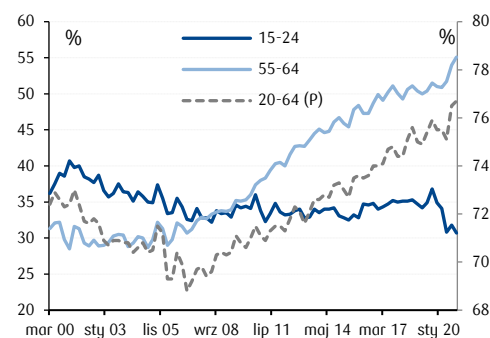
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. *koniec okresu.

Zharmonizowana stopa bezrobocia w państwach dzisiejszej UE (wyróżniona Polska)



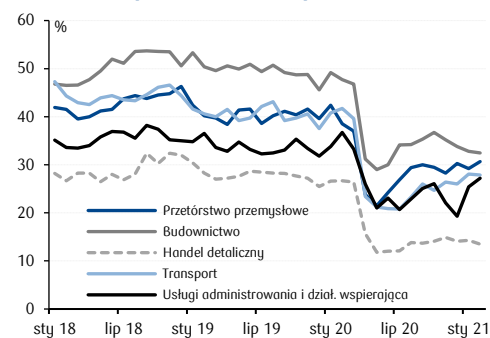
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Aktywność zawodowa zależnie od wieku



Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski

Bariera w postaci braku pracowników*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski. * dla przetwórstwa i budownictwa brak wykwalifikowanych pracowników.

(4). Procesy inflacyjne

Trendy bieżące

Inflacja podąża ścieżką nakreśloną przez nas kwartał temu. Spadek inflacji w lutym do 2,4% r/r ma jedynie przejściowy charakter, a jego skala jest mniejsza niż można było się spodziewać jeszcze w grudniu. Zaskakująco sztywna okazuje się inflacja bazowa, która przewyższa nasze prognozy (3,7% r/r w lutym). Poniżej wzorca sezonowego rosną natomiast ceny żywności, co doprowadziło do obniżenia ich rocznego tempa wzrostu w okolice 0%. Wystrzał cen ropy oparty na oczekiwaniach szybkiego popandemicznego odbicia gospodarczego podnosi ceny paliw. Ceny energii z kolei są wspierane przez zmiany regulacyjne oraz rosnące koszty produkcji.

Prognoza średnioterminowa

Utrzymujemy nasze dotychczasowe prognozy inflacji CPI (średnio 3,1% w 2021), przy czym bilans ryzyka przechylił się w stronę nieco wyższej ścieżki. Narastanie trendów reflacyjnych na rynkach surowców oraz efekty „drugiej rundy” (w szczególności przełożenie wyższych cen energii i paliw na koszty produkcji oraz wzrostu cen surowców paszowych na ceny mięsa) będą naszym zdaniem w najbliższych miesiącach głównym czynnikiem proinflacyjnym. Inflacja CPI znajduje się obecnie na ścieżce wzrostowej i nie możemy wykluczyć, że w maju przebije 3,5%. Ruch ten będzie miał jednak charakter przejściowy – wakacje przyniosą ustabilizowanie inflacji wokół 3,0%. Dopiero jesienią szereg czynników (z głównym w postaci cen żywności) umożliwi ponowny wzrost inflacji w kierunku 3,5% na koniec roku i okolic 4,0% na koniec 2022.

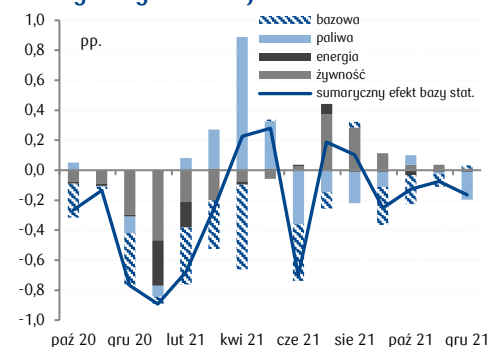
Nagromadzenie zmian regulacyjno-podatkowych na przełomie roku nie oznacza, że to koniec administracyjnego wpływu na ceny w 2021 (czekają nas jeszcze podwyżki czynszów, w tym m.in. taryf wodnych i cen wywozu śmieci). Pomimo tego spodziewamy się, że inflacja bazowa będzie przez większą część roku wyhamowywała do ok. 2,5% na koniec roku. Dopiero 2022 może przynieść jej odbicie następujące po normalizacji popytu w gospodarce w 2h21.

Trendy reflacyjne obejmujące rynki surowców w połączeniu ze wzrostem cen energii oznaczają, że po okresie deflacji w 2020, inflacja PPI w tym roku będzie się kształtowała w okolicy 2,0%.

Źródła niepewności dla prognozy

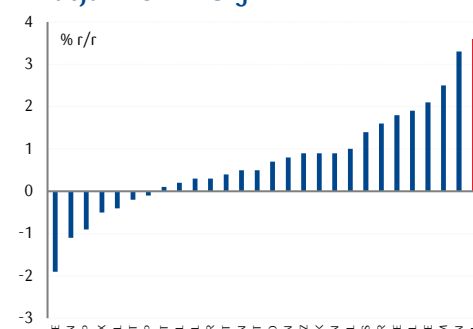
Główne czynniki ryzyka dla prognozy inflacji to: (1) kurs walutowy, w szczególności w reakcji na uchwałę SN w sprawie kredytów walutowych (2) skala i tempo pokryzysowego odbicia PKB, (3) długookresowy wpływ ekspansji fiskalnej i monetarnej, (4) ceny żywności, (5) zmiany regulacyjne i administracyjne.

Efekty bazy w inflacji CPI



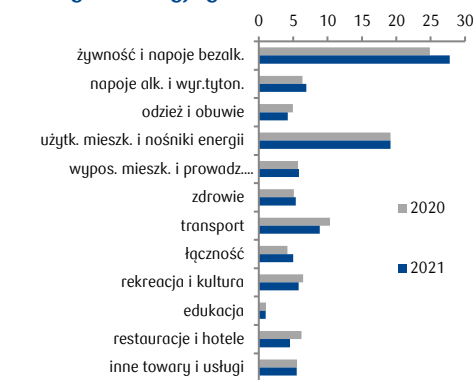
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w lutym



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Koszyk inflacyjny 2021 vs 2020



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Inflacja CPI† (% r/r)	4,6	3,3	3,2	2,4	3,0	3,2	3,1	3,4	3,3	2,4	3,4
Inflacja CPI (% r/r, śr. w okresie)	4,6	3,2	3,1	2,9	2,7	3,3	3,2	3,4	2,3	3,4	3,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,9	1,6	0,8	0,4	0,1	0,2	0,5	0,8	1,2	1,2	0,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	0,6	-0,7	-0,2	0,1	0,4	1,6	1,4	1,3	-0,1	-0,1	1,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	2,0	2,3	2,5	2,4	2,2	1,5	1,3	1,3	1,2	2,3	1,6
Inflacja bazowa (% r/r, śr. w okresie)	3,4	3,8	4,2	4,1	3,7	2,6	2,3	2,2	1,9	3,9	2,7
Inflacja PPI (% r/r, śr. w okresie)	0,3	-1,3	-1,1	-0,1	1,9	3,1	3,0	2,3	1,2	-0,5	2,6
Deflator PKB (% r/r)	3,7	4,2	4,1	4,5	2,4	2,7	3,1	3,3	3,1	4,1	2,9
ULC (% r/r)	6,7	11,9	6,6	8,6	6,2	0,6	0,3	-0,7	2,3	8,4	1,6
Luka popytowa (% pot. PKB)	3,0	0,2	-0,9	-2,5	-3,5	-2,3	-1,7	-0,9	3,4	-2,5	-0,9

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski, † dane na koniec okresu.

(5). Równowaga zewnętrzna

• Trendy bieżące

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wciąż rośnie (3,5% PKB w 2020, w ujęciu 12-mies. 3,6% po styczniu vs 2,9% po wrześniu), wspierana przez ekspansję eksportu (nadwyżka w obrotach towarowych w relacji do PKB wzrosła z 1,7% po wrześniu do 2,3% po grudniu i 2,4% miesiąc później). Eksport odrobił pandemiczne straty, import był wciąż ograniczany przez (niższe) ceny ropy oraz słaby popyt wewnętrzny. Eksportowi usług wciąż daleko do przedpandemicznych poziomów. Wyraźnie rośnie za to napływ środków z UE - nadwyżka na rachunku kapitałowym w relacji do PKB to już 2,8% vs 2,5% po grudniu i 2,3% po wrześniu. Łącznie prowadzi to do spadku zadłużenia zagranicznego, ale jego skalę ogranicza osłabienie złotego.

• Prognoza średnioterminowa

Pozostajemy optymistami co do dalszych zmian w równowadze zewnętrznej. Uważamy, że jedynie część poprawy z ostatnich lat ma charakter cykliczny, a większość strukturalny (więcej na ten temat w Sekcji Specjalnej na s. 10). Spodziewamy się kontynuacji solidnej dynamiki eksportu (podbijanej przez bardzo niską bazę statystyczną). Naszym zdaniem nadwyżka handlowa skurczy się jednak, z uwagi na odbudowę importu (wzrost cen ropy oraz popytu wewnętrznego, w szczególności inwestycyjnego w 2h21). Odbudowa produkcji przemysłowej (w szczególności na eksport) oznacza, że nie powtórzy się przypadek z ubiegłego roku, gdy z uwagi na spadek zysków firm kontrolowanych przez kapitał zagraniczny na rachunku dochodów pierwotnych obniżyły się wypływy. Jednocześnie sądzimy, że turystyka (która obecnie zaniża eksport usług) nie odbuduje się jeszcze w tym roku. Wszystko to będzie obniżać nadwyżkę w obrotach bieżących, która wg nas spadnie z obecnych 3,6% PKB do 2,7% PKB w całym 2021. Wzrosną jednak bezpośrednio inwestycje zagraniczne (reinwestowane zyski), co przy stabilnym napływie środków z UE pozwoli na dalszą redukcję zadłużenia zagranicznego.

Kolejne lata przyniosą dalsze umocnienie importu na fali popandemicznego boomu. **Uważamy jednak, że nadwyżka handlowa i obrotów bieżących pozostaną stałym elementem gospodarczej rzeczywistości w Polsce.**

• Źródła niepewności dla prognozy

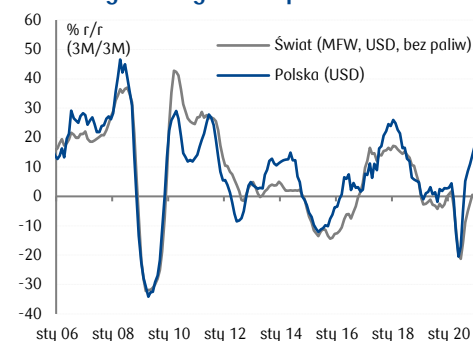
Głównymi czynnikami ryzyka dla prognozy CAB są: (1) zaburzenia w łańcuchach dostaw; (2) ceny surowców (ropy); (3) rozmiary i tempo impulsu fiskalnego.

Równowaga zewnętrzna

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	1,0	2,1	2,8	3,5	3,5	2,8	2,8	2,7	0,5	3,5	2,7
Bilans handlowy (% PKB)	0,4	1,1	1,7	2,3	2,3	2,1	1,9	1,6	0,2	2,3	1,6
Eksport (% r/r)	1,8	-15,5	3,3	9,1	4,2	23,2	10,2	8,9	5,9	9,1	8,9
Import (% r/r)	0,2	-21,6	-2,3	4,5	2,8	26,4	12,8	11,9	0,3	4,5	11,9
Saldo usług (% PKB)	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,9	5,0	4,4	4,6	5,0
Saldo dochodów pierwotnych (% PKB)	-3,6	-3,3	-3,2	-3,0	-3,2	-3,5	-3,4	-3,3	-3,8	-3,0	-3,3
Saldo dochodów wtórnych (% PKB)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5
Rachunek kapitałowy (% PKB)	2,2	2,4	2,3	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,0	2,5	2,4
Rachunek finansowy (bez zmian rezerw; %PKB)	-1,2	-1,7	-1,3	-1,8	-0,5	0,8	1,0	1,0	0,3	-1,8	1,0
Bezpośrednie inwestycje zagran. netto (% PKB)	1,4	1,8	1,5	1,0	1,0	0,9	1,1	1,7	1,6	1,0	1,7
Zmiana rezerw (% PKB)*	-1,5	-2,0	-2,3	-3,1	-4,0	-4,3	-4,8	-4,7	-1,7	-3,1	-4,7
Saldo błędów i opuszczeń (% PKB)	-0,6	-0,9	-1,5	-1,2	-1,6	-1,5	-1,3	-1,4	-1,0	-1,2	-1,4
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	59,3	58,3	59,0	59,4	57,4	56,5	55,6	54,0	58,8	59,4	54,0
Sektor publiczny (% PKB)	20,1	20,4	21,1	21,7	20,7	20,3	19,9	19,3	21,4	21,7	19,3
Sektor prywatny (% PKB)	39,2	37,9	37,9	37,8	36,7	36,2	35,7	34,7	37,3	37,8	34,7

Źródło: NBP, PKO Bank Polski; *prezentacja jak w Bilansie Platniczym - znak '-' oznacza wzrost wartości rezerw

Handel globalny vs eksport z Polski



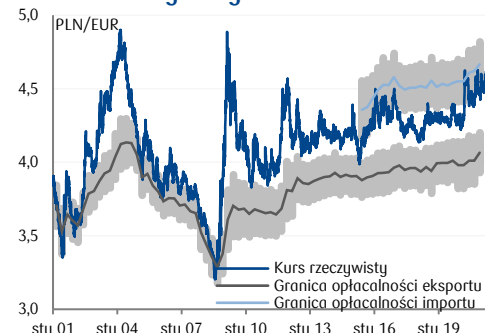
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koniunktura u 10 najważniejszych partnerów handlowych vs polski eksport



Źródło: Macrobond, Reuters Datastream, NBP, PKO Bank Polski

Kursy opłacalności eksportu i importu vs kurs rzeczywisty EUR/PLN



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski

(6). Polityka pieniężna

- Trendy bieżące

W ciągu ostatnich 3 miesięcy krajowa polityka pieniężna generowała dużo rynkowej zmienności. Interwencje walutowe z przełomu roku osłabiły złotego. Retoryka bankierów centralnych przyniosła też wzrost oczekiwań na redukcję stóp. W lutym wyższe od prognoz odczyty inflacji (w Polsce i Europie) odwróciły oczekiwania i rynki zaczęły wyceniać podwyżki stóp, nawet już w 2021. Z NBP niezmiennie płyną jednak jednoznaczne i kategoryczne deklaracje o preferencji dla utrzymania bieżącego poziomu stóp do końca kadencji RPP (mimo podniesionej w marcu ścieżki inflacji oraz perspektyw szybszego wzrostu PKB). Jest to zgodne z naszym dotychczasowym scenariuszem.

- Prognoza średnioterminowa

Nasz bazowy scenariusz pozostaje niezmienny od wielu kwartałów. Stopy procentowe NBP najpewniej pozostaną stabilne nawet do końca 2022. W swojej retoryce zarówno RPP, jak Prezes A.Głapiński coraz częściej odnoszą się do EBC i Fed, co wskazuje na uzależnianie decyzji polskich władz monetarnych od parametrów polityki pieniężnej w najważniejszych gospodarkach (a te pozostaną bez zmian przez długie kwartały). Podwyżki stóp NBP, przy utrzymywaniu ultra łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych, rodziłyby ryzyko aprecjacji złotego, co mogłoby podkopywać konkurencyjność gospodarki i postpandemiczne ożywienie.

Uważamy, że prawdopodobieństwo obniżek stóp nie spadnie do zera dopóki utrzymuje się zagrożenie zwiększenia negatywnego wpływu pandemii na gospodarkę. Niemniej, odbicie inflacji, trendy na rynkach surowców oraz powszechne oczekiwania postpandemicznego ożywienia koniunktury oznaczają, że rynki będą nadal wyceniały podwyżki stóp. Naszym zdaniem prawdopodobieństwo takiego ruchu będzie wyraźnie powyżej zera dopiero w 2h22. Nadal uważamy, że RPP może sobie pozwolić na długotrwałe utrzymywanie niskich stóp procentowych, m.in. dzięki strukturalnym zmianom w ramach bilansu płatniczego.

W 2022 oczekiwane przez nas tempo ożywienia w gospodarce będzie wspierane przez nabierające rozpędu inwestycje finansowane środkami z NGEU. Dodając do tego proinflacyjne oddziaływanie czynników podażowych (m.in. strukturalne problemy demograficzne, maskowane dotychczas przez szeroki strumień imigrantów) presja inflacyjna może być na tyle silna, że w 2023 RPP będzie zmuszona do działania. Pierwszym sygnałem normalizacji polityki pieniężnej mogą być jednak nie podwyżki stóp, lecz zmiany w programie skupu aktywów.

- Źródła niepewności dla prognozy

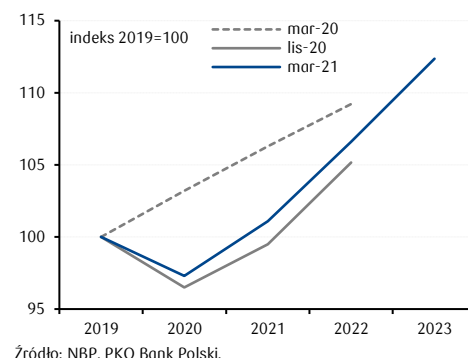
Główne czynniki niepewności dla prognozy stóp procentowych to: (1) kształtowanie się kursu walutowego; (2) stan systemu finansowego (kwestia kredytów walutowych); (3) przebieg pandemii i ożywienia gospodarczego.

Polityka pieniężna

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Stopa referencyjna (%)	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10
Realna st. proc. defl. CPI (%)	-3,61	-3,21	-3,13	-2,31	-2,87	-3,08	-3,04	-3,30	-1,78	-2,31	-3,30
Realna st. proc. defl. infl. baz. (%)	-2,60	-4,00	-4,20	-3,60	-3,36	-2,32	-2,02	-2,21	-1,60	-3,60	-2,21
Stopa lombardowa (%)	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	2,50	0,50	0,50
Stopa depozytowa (%)	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00
Stopa redysk. weksli (%)	1,05	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	1,75	0,11	0,11
REER defl. CPI (% r/r)	1,0	-0,7	2,5	0,1	2,7	1,9	1,0	1,3	-0,5	0,7	1,7
Nominalny PKB (% r/r)	5,7	-4,5	2,5	1,6	0,9	12,0	8,7	9,2	7,8	1,3	7,7

Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

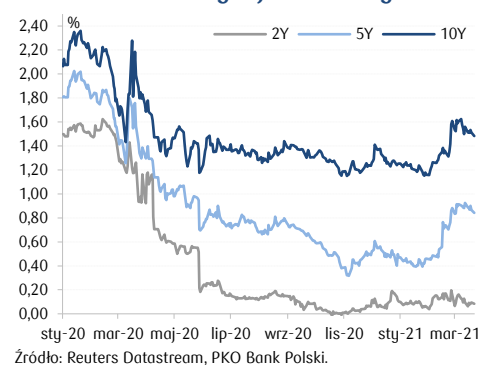
Poziom PKB według projekcji NBP



Monetary Conditions Index



Rentowności obligacji skarbowych



(7). Polityka fiskalna

Trendy bieżące

Deficyt fiskalny (ESA) po 3q20 przestał się istotnie pogłębiać i wyniósł 6,3% PKB (vs. 5,6% PKB po 2q20). Jest to efekt mocnego odbicia gospodarki po wiosennym lockdownie, które przyniosło poprawę dochodów (wzrost o 6,2% r/r w 3q20). Dynamika wydatków wyhamowała (13,6% r/r w 3q20 vs. 40,9% r/r w 2q20), przy niższych transferach w ramach tarcz osłonowych (stymulacja „niekeynesowska”, o której pisaliśmy w poprzednim Kwartalniku). **Kryzys pandemiczny nie zatrzymał typowo keynesowskich wydatków prorozwojowych** (np. wydatki na nową infrastrukturę wyniosły 2,0% PKB i były jednymi z wyższych w państwach UE). Lepsze od założeń ustawowych wyniki budżetu państwa w 2020 (deficyt w wysokości 85 mld zł) oraz samorządów (nadwyżka 5,6 mld zł), a także odnotowana po lutym nadwyżka budżetu państwa w wysokości 0,9 mld zł (wobec deficytu 3,3 mld zł po lutym 2020) potwierdzają, że **sytuacja fiskalna pozostaje pod kontrolą, mimo silnie negatywnego wpływu pandemii**.

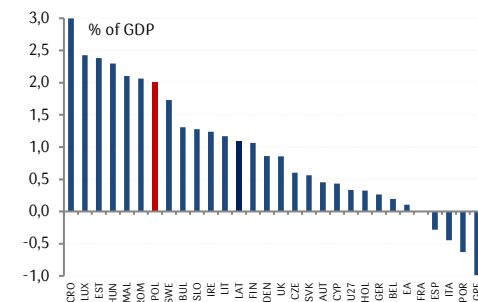
Prognoza średnioterminowa

Podtrzymujemy nasze szacunki deficytu fiskalnego w 2020 i 2021. Oceniamy, że w tym roku zmniejszy się on do 3,4% PKB z 9,2% PKB w 2020. Redukcji deficytu sprzyjać będzie ożywienie gospodarcze stymulujące wzrost dochodów fiskalnych. Spodziewamy się wyższego niż założono w budżecie państwa wykonania m.in. dochodów z CIT oraz VAT (por. tabela obok). Dodatkowym czynnikiem wspierającym wynik budżetu państwa może być wypłata zysku NBP za 2020 (szacujemy zysk NBP na 8-10 mld zł). Oznacza to, że **deficyt budżetu państwa w 2021 może być mniejszy niż 60 mld zł**. Realizacja potrzeb pożyczkowych budżetu państwa pod koniec marca wyniosła ok. 60% wg planu budżetowego, co oznacza, że w rzeczywistości (biorąc pod uwagę nasze prognozy) jest jeszcze wyższa. Wstępne szacunki MF potwierdzają naszą prognozę z poprzedniego Kwartalnika, że w 2020 dług publiczny nie przekroczył progu 60% PKB. Szacujemy, że w 2021 relacja ta będzie się obniżać. W 2021 rozpocznie się absorpcja nowej fali środków z UE w ramach Krajowego Programu Odbudowy (cały KPO to ok. 15% całej puli przyznanej Polsce na lata 2021-27). Szacujemy, że środki te umożliwią „płynne” przejście między starą a nową perspektywą finansową UE, stabilizując sytuację m.in. sektora budowlanego (wg naszych szacunków największa część KPO będzie skierowana na inwestycje publiczne).

Źródła niepewności dla prognozy

Główne źródła niepewności to: (1) skala i tempo ożywienia, (2) przepływy finansowe Polska – UE, (3) stan sektora finansowego.

Wydatki na nową infrastrukturę*



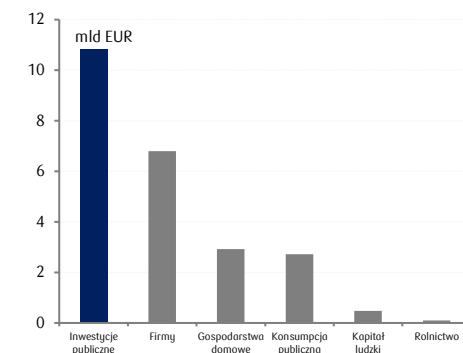
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *po 3q20; różnica między nakładami na środki trwałe a deprecjacją kapitału publicznego.

Główne pozycje w budżecie państwa

mld PLN	PKOe (2021)	Budżet 2021	2021 PKO-MF
VAT	200	181	19,0
CIT	48	37	11,3
PIT	68	68	0,3
Dochody niepodatkowe	40	33	7,0
Łącznie			37,6
Łącznie (% PKB)			1,6

Źródło: MF, PKO Bank Polski.

Dystrybucja środków z Krajowego Planu Odbudowy



Źródło: MFIR, PKO Bank Polski.

Polityka fiskalna†

	1q20	2q20	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	2019	2020	2021
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-1,9	-5,5	-6,3	-9,2	-9,7	-5,1	-5,0	-3,4	-0,7	-9,2	-3,4
Dochody (% PKB, ESA2010)	40,3	41,2	41,6	42,0	42,1	42,0	41,8	41,7	41,1	42,0	41,7
Wydatki (% PKB, ESA2010)	42,2	46,7	47,8	51,2	51,8	47,0	46,8	45,2	41,8	51,2	45,2
Płatności odsetkowe (% PKB, ESA2010)	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,4	1,3	1,2
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-0,5	-4,2	-4,9	-7,9	-8,4	-3,8	-3,8	-2,2	0,7	-7,9	-2,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,7	-4,2	-4,6	-6,9	-7,0	-2,9	-3,1	-1,9	-0,7	-6,9	-1,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	47,6	54,8	56,7	59,7	60,6	58,3	57,8	58,8	45,7	59,7	58,8
Saldo budżetu państwa (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-3,7	x	x	x	-2,8	-0,6	-3,7	-2,8
Saldo fiskalne (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	-4,1	x	x	x	-3,4	-0,4	-4,1	-3,4
Dług publiczny (% PKB, met. kraj.)	x	x	x	48,6	x	x	x	47,8	43,3	48,6	47,8

Źródło: GUS, Eurostat, MF, PKO Bank Polski, †dane kwartalne są ilorazem czterokwartalnych sum kroczących.

Sekcja specjalna: Co kryje się za nadwyżką handlową?

Pandemiczny rok 2020 przyniósł poprawę sytuacji w polskim bilansie płatniczym. Nadwyżka w handlu towarami (2,3% PKB) z nadwyżką w handlu usługami (4,6% PKB) dały rekordową nadwyżkę handlową ogółem (6,9% PKB) i rekordową nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (3,5% PKB). W styczniu te wyniki jeszcze się poprawiły (do: 2,4%, 4,6%, 7,0% i 3,6%).

Porównując powyższe liczby z analogicznymi miarami z poprzednich kryzysów automatycznie nasuwa się wniosek, iż zmiany strukturalne, które w ostatnich latach przechodziła polska gospodarka, widoczne szczególnie w handlu zagranicznym, wzmocniły jej pozycję w globalnych łańcuchach produkcyjnych, ale jednocześnie uodporniły ją na zmiany koniunktury u głównych partnerów handlowych.

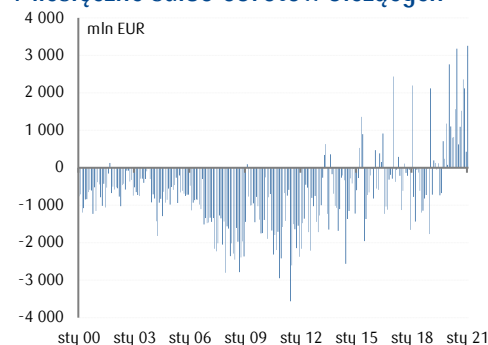
W 2020 na strukturalne trendy nałożyły się efekty cykliczne. Spadek cen ropy oraz popytu wewnętrznego (w szczególności popytu inwestycyjnego, który został częściowo wyparty przez naprawy) osłabiły import. Z kolei niższe zyski firm kontrolowanych przez kapitał zagraniczny zmniejszyły „wypłaty” na rachunku dochodów pierwotnych. Do tego należy dodać efekty spadku zatrudnienia obcokrajowców, którzy w trakcie wiosennego lockdownu przejściowo wrócili do swoich rodzinnych stron, co ograniczyło transfery zarobkowe.

Powyższe efekty zaczęły się odwracać w 3q-4q20, ale wciąż mają wpływ na bilans płatniczy. Co prawda miesięczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących obserwujemy nieprzerwanie od września 2019, co wskazuje na ich strukturalne źródła, np. spadek importochłonności eksportu, ale dopiero 2020 pokazał przyspieszenie tego trendu i wybitcie 12-miesięcznej nadwyżki rachunku obrotów bieżących (CA) do 3,5% PKB z 0,5% w 2019. Sam 4q20 to wzrost nadwyżki o 0,7% PKB z 2,8% po wrześniu, niemal w całości dzięki poprawie salda handlowego.

Spadek zysków firm z kapitałem zagranicznym obniżył reinwestowane zyski, co zmniejszyło skalę „napływu” netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych (z 1,6% PKB w 2019 do 1,0% PKB w 2020). Nie powinno to jednak niepokoić. Odbudowa popytu zagranicznego powinna przywrócić zyski w sektorze, a to z kolei odkręci kurek z inwestycjami. Ten trend może być wzmocniony przez oczekiwane przenoszenie produkcji bliżej odbiorców i siedzib firm (*nearshoring*).

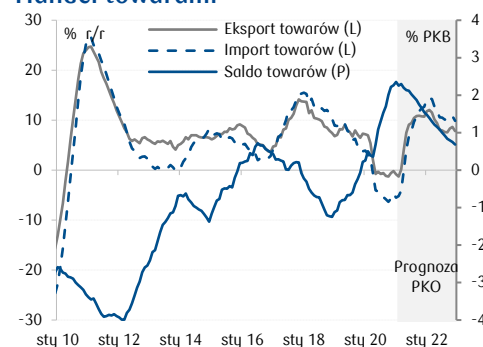
Warto podkreślić, że ogromny strumień dochodów z eksportu przekłada się także na wzrost polskich zakupów za granicą. Widać to przede wszystkim w części

Miesięczne saldo obrotów bieżących



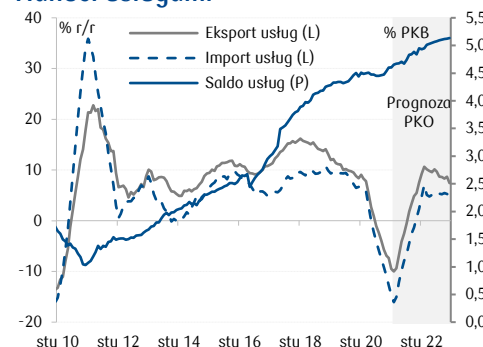
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Handel towarami



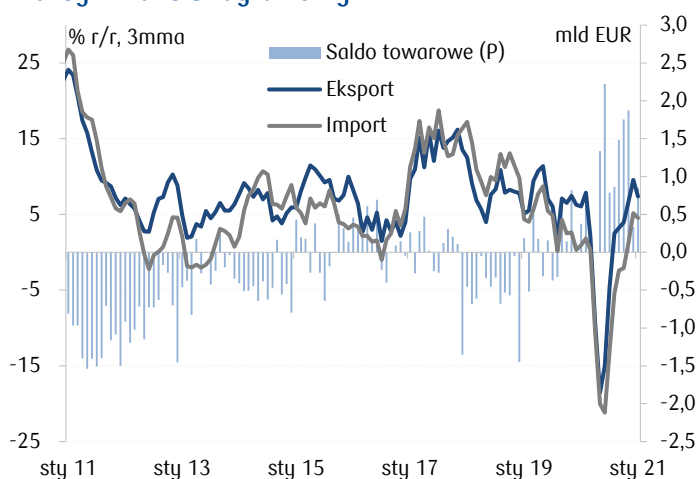
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Handel usługami



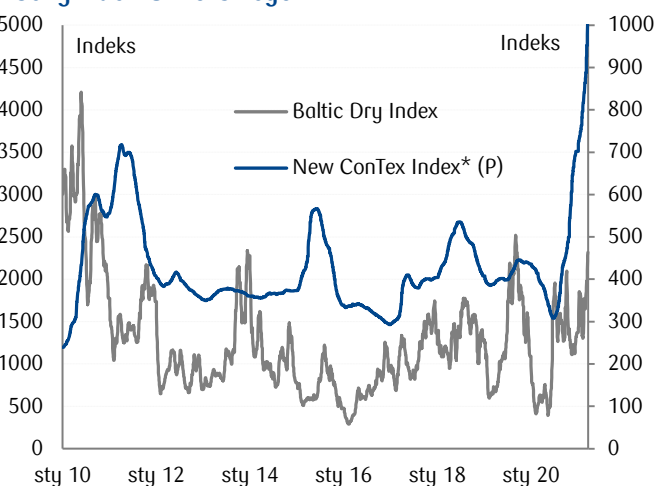
Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Trendy w handlu zagranicznym



Źródło: NBP, GUS, Macrobond, PKO Bank Polski. * Ceny frachtu do portu w Hamburgu.

Ceny frachtu morskiego



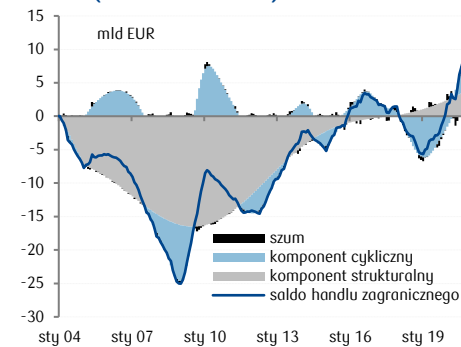
portfelowej oraz w ramach pozostałych inwestycji z rachunku finansowego. Zauważalny jest jednak także ruch w bezpośrednich inwestycjach zagranicznych, gdzie polskie inwestycje za granicą spadły w czasie pandemicznego kryzysu relatywnie mniej niż zagraniczne inwestycje w Polsce. Uwzględniając dodatnie saldo BIZ i wyłączając zmiany aktywów rezerwowych, saldo rachunku finansowego pozostaje (od marca 2020) ujemne, co oznacza, że status eksportera netto (towarów i usług) pomaga Polsce w spłacie historycznych zobowiązań.

Pozytywne tendencje w bilansie płatniczym stoją za trwającym od kilku lat spadkiem relacji zadłużenia zagranicznego do PKB, która jeszcze na koniec 2016 wynosiła 76,3%, a po wrześniu 2020 już „tylko” 59,0%. Kontynuacja pozytywnych trendów może oznaczać, że już w 2022 przebijemy kolejny strategiczny poziom, tj. 50% PKB.

Odbicie globalnego popytu i napędzana kolejnymi pakietami fiskalnymi wiara w coraz lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie prowadzą do wzrostu zamówień eksportowych. W połączeniu z nowymi inwestycjami zagranicznymi, które krok po kroku czynią z Polski czołowego gracza m.in. na rynku baterii do samochodów elektrycznych, czynniki te będą wspierać eksport towarów w kolejnych kwartałach. Zważywszy, że w ostatnich latach duży udział w źródłach bezpośrednich inwestycji zagranicznych miały reinwestowane zyski, co było wyraźnie widoczne w przetwórstwie przemysłowym, poprawa rentowności branż eksportowych może prowadzić do dalszego zwiększania mocy wytwórczych. Trendy te może wspierać widoczna ekspansja polskich eksporterów na chłonnych rynkach środkowej Azji oraz Bliskiego Wschodu. **Dywersyfikacja geograficzna i produktowa stanowią podstawę strukturalnej poprawy obrotów towarowych.**

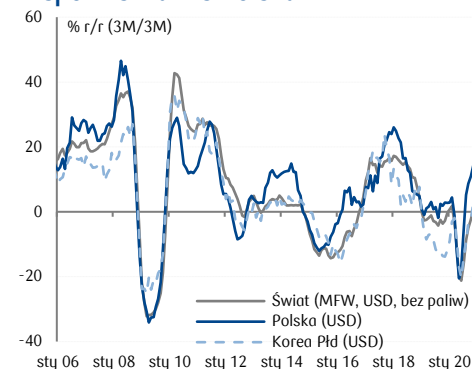
Efekty cykliczne będą w najbliższym czasie mniej sprzyjające. Po pierwsze, **prawdopodobne jest „znormalizowanie” wzrostu eksportu** (choć może się on utrzymać na dwucyfrowym poziomie, jeśli nie będą narastać problemy z dostępnością komponentów). Perspektywa końca pandemii dla części branż może oznaczać wzrost zamówień, ale dla innych spadek. Nieuchronny powrót pracowników do biur sugeruje, że wytwórcy mebli oraz domowych urządzeń wykorzystywanych w *homeoffice* mogą się zmierzyć z osłabieniem popytu. Po drugie, **koniec pandemii przyniesie wzrost dynamiki importu.** Odrodzenie popytu konsumpcyjnego i (przede wszystkim) początek boomu inwestycyjnego, którego spodziewamy się w związku z programem odbudowy UE oznaczają, że zakupy towarów mogą osiągnąć bardzo dużą skalę, ograniczając nadwyżkę w obrotach

Dekompozycja obrotów towarowych Polski (Filtr BandPass)



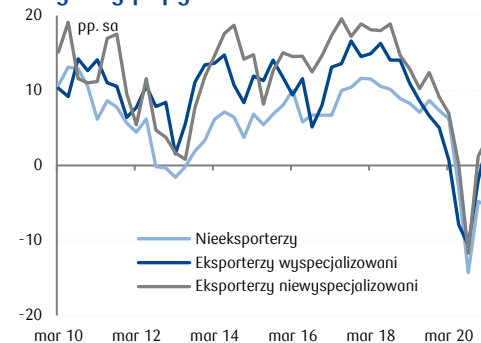
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Eksport: świat vs Polska



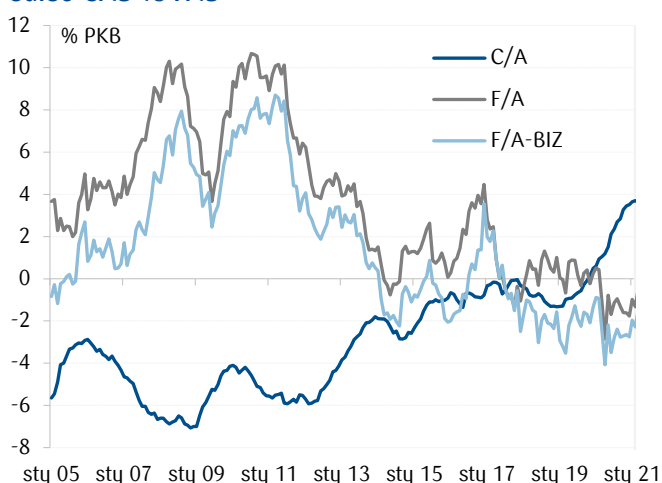
Źródło: NBP, Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

Prognozy popytu



Źródło: NBP (Szybki Monitoring), PKO Bank Polski.

Saldo CAB vs FAB



Źródło: Datastream, PKO Bank Polski.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce



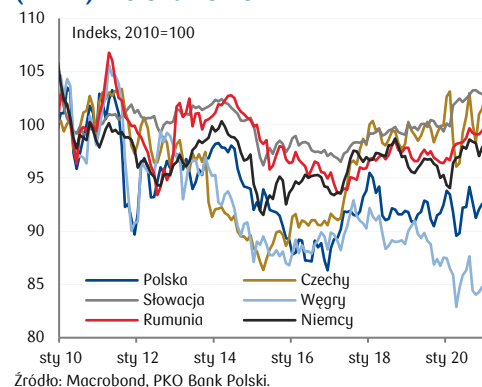
towarowych. Nie bez znaczenia będzie w tym przypadku także powrót cen ropy do notowań z początku ubiegłego roku (a może nawet wyższych biorąc pod uwagę tzw. popyt spekulacyjny, który jest wspierany zalewem płynności na globalnych rynkach finansowych).

O ile nadwyżka w obrotach towarowych może w najbliższym czasie nieco stopnieć (efekty cykliczne przeważą nad strukturalnymi), o tyle w przypadku usług trend wzrostowy pozostanie wg nas nienaruszony (tu pandemia „cyklicznie” zaniżyła wyniki w 2020). Najwięcej będzie w tym przypadku zależeć od szybkości szczepień i powrotu turystów. To ich brak stanowi największą bolączkę polskiego sektora usługowego, obniżając nadwyżkę w handlu usługami o 0,2% PKB na koniec września 2020, a więc po pół roku pandemii. Powrót światowej gospodarki na tor wzrostu i potencjał do sprowadzania fabryk europejskich firm bliżej krajów macierzystych (*nearshoring*) mogą nie tylko przełożyć się na wzrost BIZ, ale będą także wspierały sektor usług transportowych, który może szybko otrząsnąć się po szoku związanym ze spadkiem intensywności handlu z Wlk. Brytanią po brexicie.

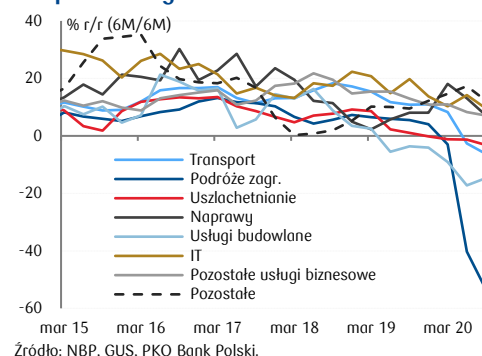
Strukturalna nadwyżka handlowa jest równoznaczna ze spadkiem zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne. Polska nie stała się jeszcze co prawda eksporterem netto kapitału (musimy najpierw spłacić stare długi), ale poprawa w handlu wiąże się z ograniczeniem finansowania zewnętrznego, a więc także kosztów tego finansowania. W połączeniu ze spadkiem udziału długu w BIZ, redukcją zadłużenia walutowego (i zagranicznego) przez rząd oraz środowiskiem niskich stóp procentowych, wywołuje to presję na spadek deficytu na rachunku dochodów pierwotnych w skali ok. 0,4% PKB w 2020. Podobne znaczenie dla transgranicznych transferów będzie miało wydłużanie się pobytu zagranicznych pracowników w Polsce. Decyzje o osiedleniu w naszym kraju będą oznaczać, że tendencja spadku transferów zarobkowych z Polski może się utrzymywać. O ile te strukturalne efekty będą naszym zdaniem się powiększały, o tyle nie możemy tego samego powiedzieć o jednorazowym (wg nas) pandemicznym spadku zysków (a więc dywidend i reinwestycji) w 2020. Odbicie eksportu i wyraźna poprawa koniunktury w przetwórstwie oznacza, że prawdopodobnie znaczna część tego spadku została już zneutralizowana.

Strukturalna poprawa na rachunku obrotów kapitałowych utrzyma się w kolejnych latach, nawet pomimo cyklicznego pogorszenia w najbliższych kwartałach. **W perspektywie kilku lat Polska może się stać eksporterem kapitału**, z coraz częstszymi przypadkami dużych polskich bezpośrednich inwestycji za granicą.

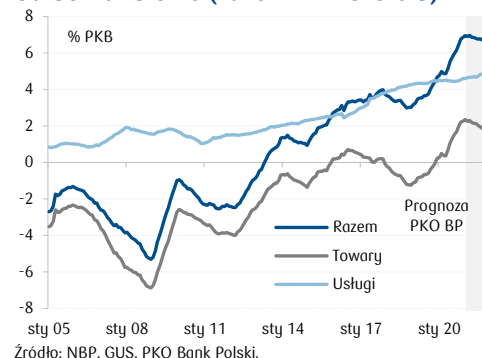
Realny Efektywny Kurs Walutowy (REER): Polska vs EŚiW



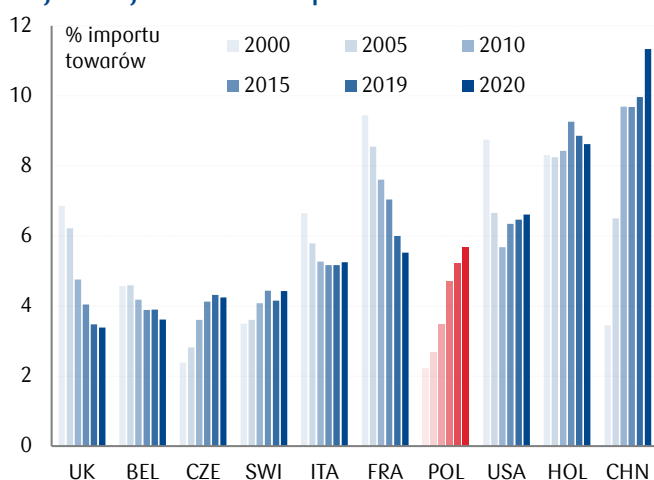
Eksport usług



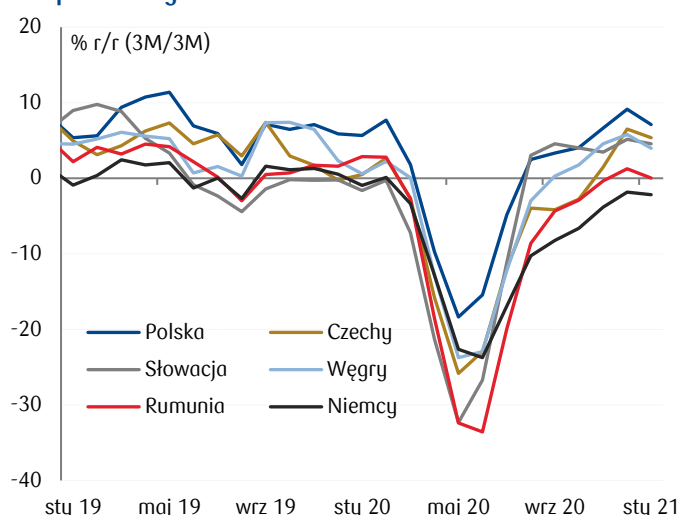
Saldo handlowe (razem i w rozbiciu)



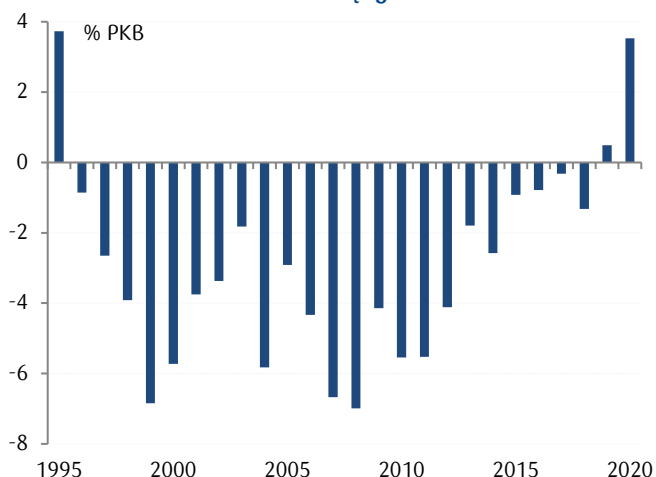
Najważniejsze kierunki importu do Niemiec



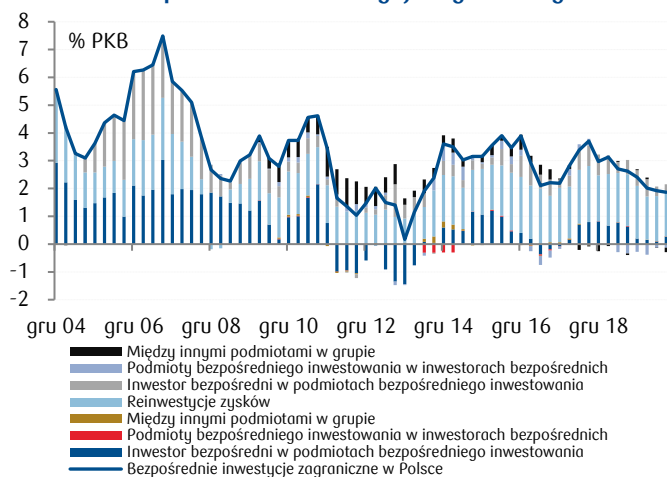
Eksport w regionie EŚiW



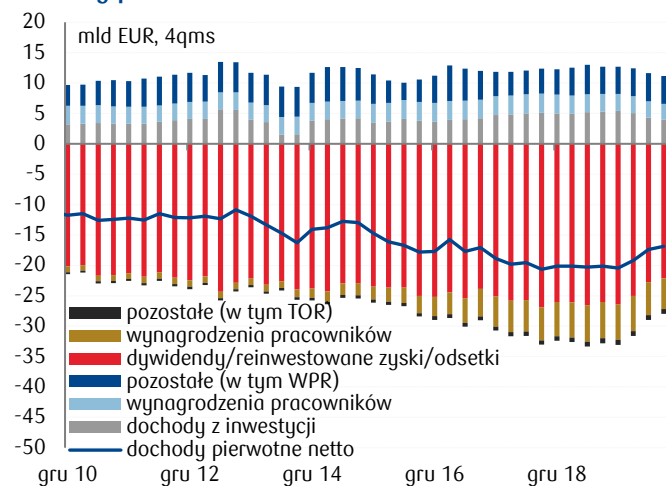
Saldo rachunku obrotów bieżących



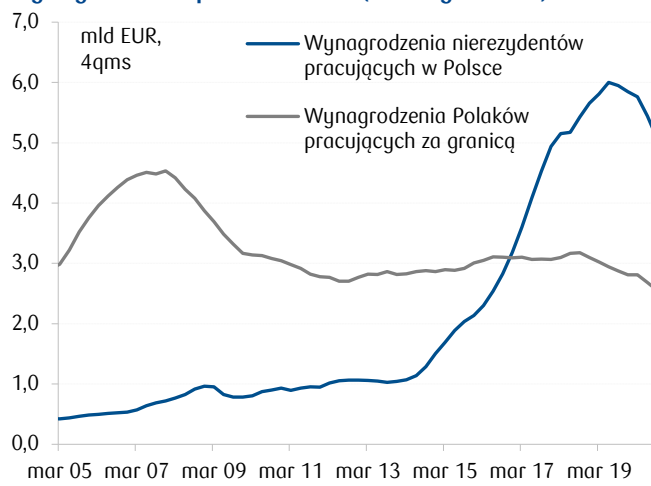
Struktura bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce



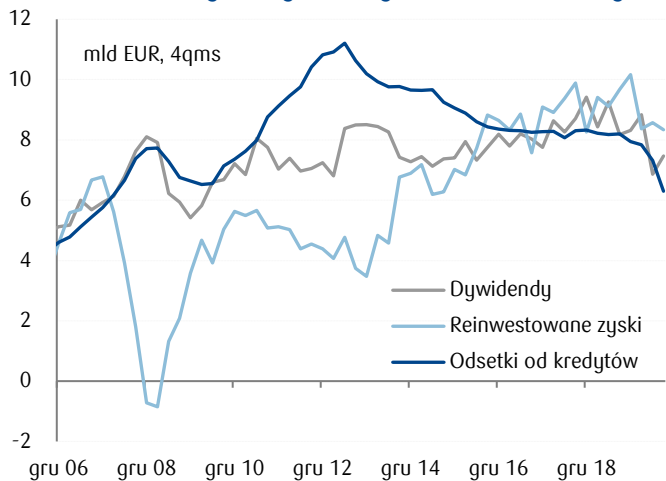
Dochody pierwotne



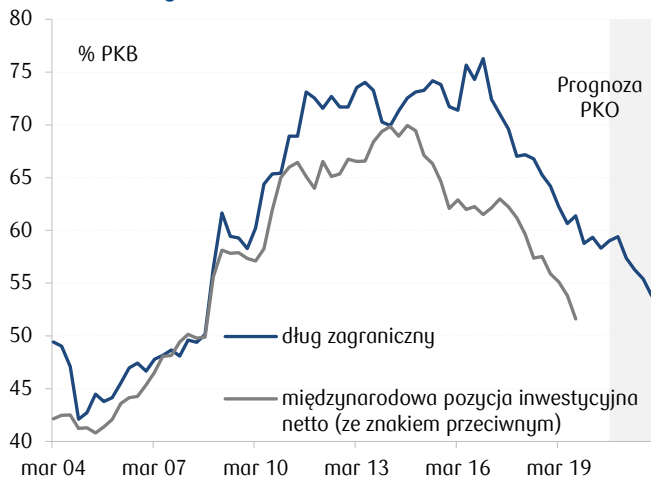
Wynagrodzenia pracowników (nierzydentów)



Reinwestowane zyski, dywidendy i odsetki (rozchody)

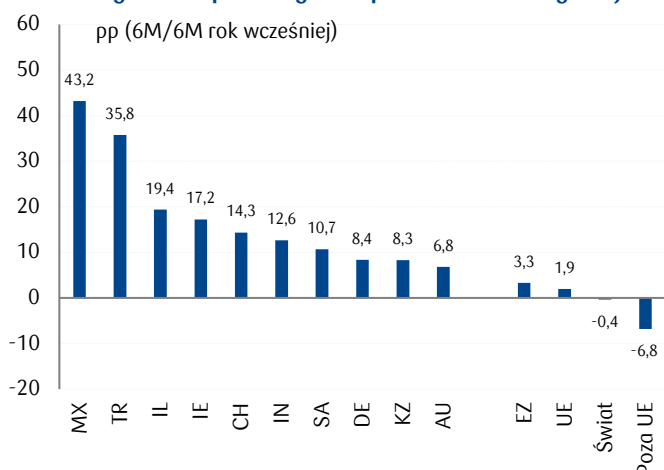


Zadłużenie zagraniczne

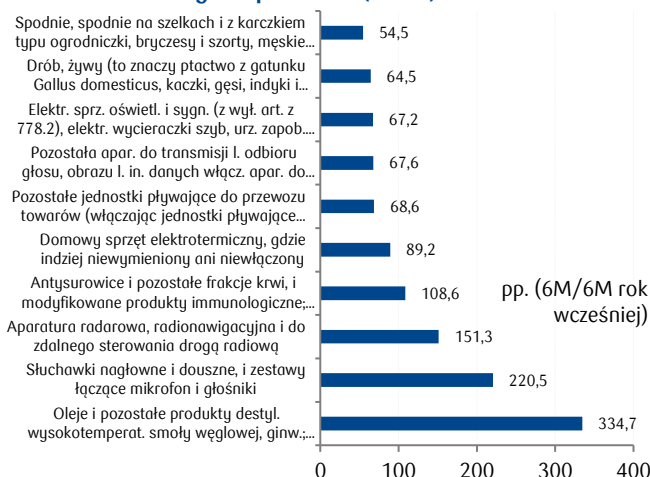


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

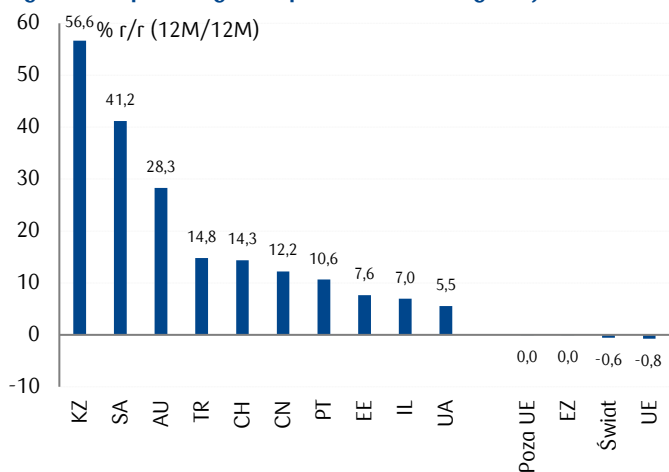
Zmiana dynamiki polskiego eksportu w 2h20 wg krajów



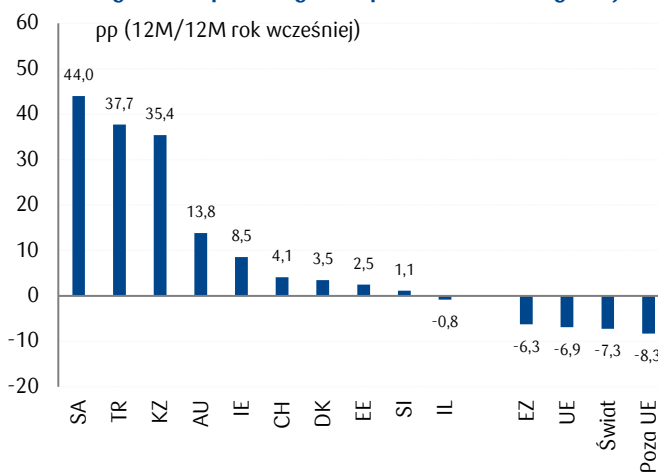
Pandemiczne hity eksportowe (2h20)



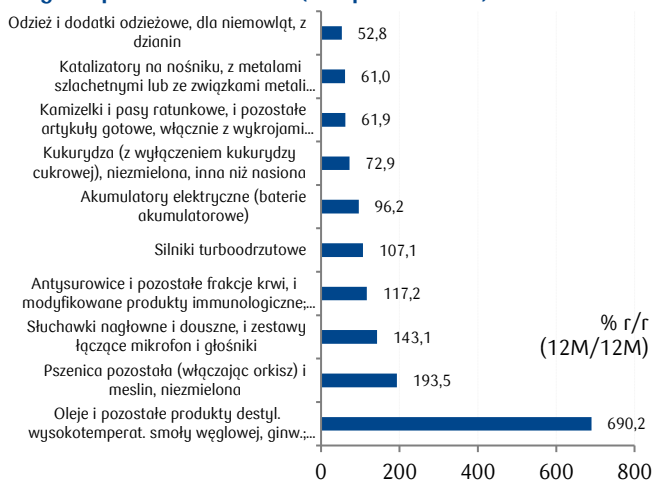
Dynamika polskiego eksportu w 2020 wg krajów



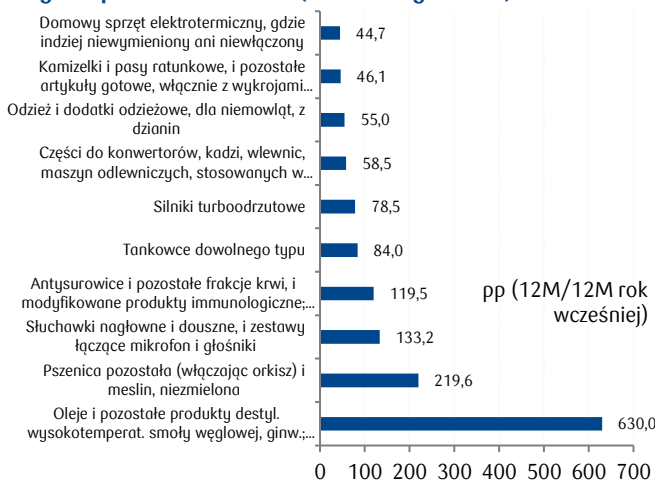
Zmiana dynamiki polskiego eksportu w 2020 wg krajów



Hity eksportowe w 2020 (tempo wzrostu)

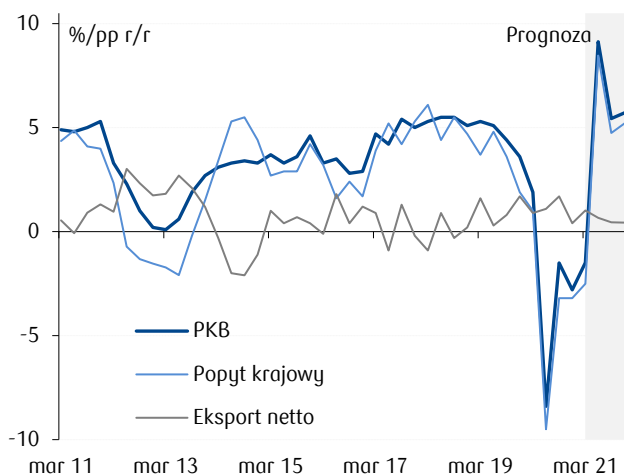


Hity eksportowe w 2020 (zmiana dynamiki)

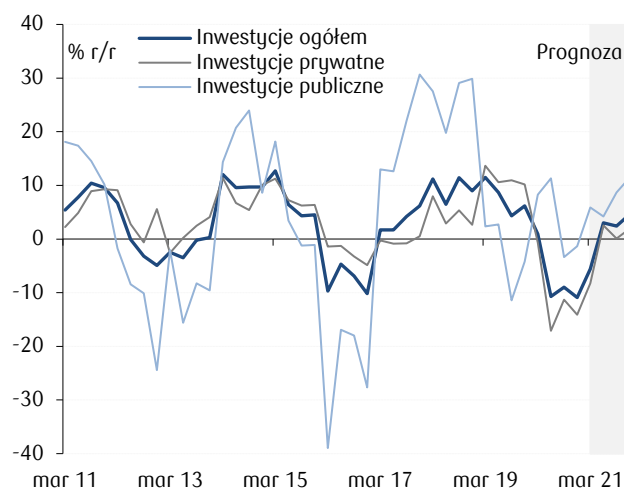


Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

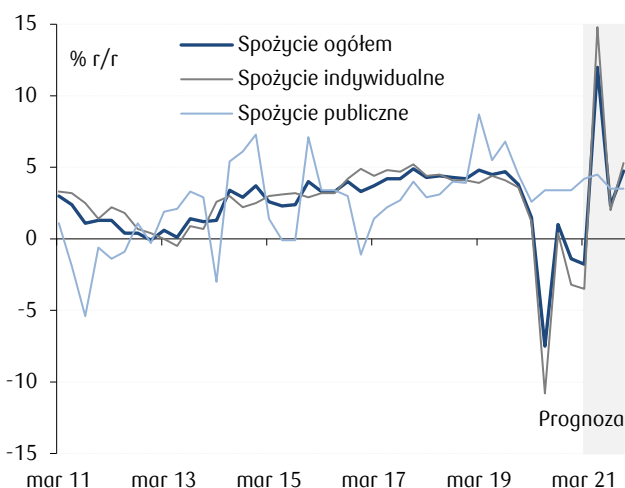
Realny PKB



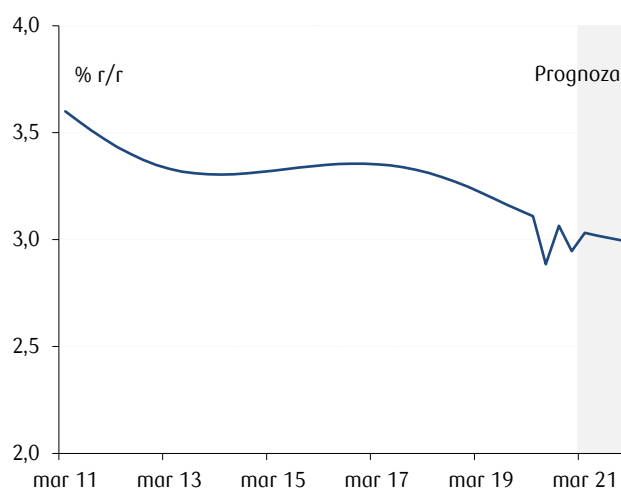
Popyt inwestycyjny



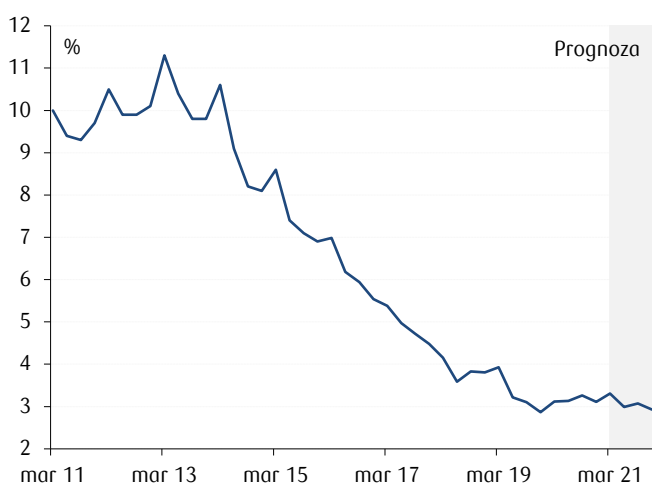
Popyt konsumpcyjny



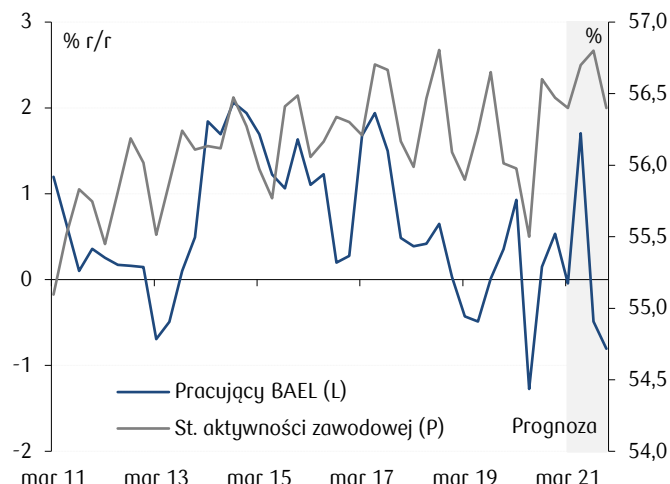
Produkt potencjalny*



Stopa bezrobocia BAEL**

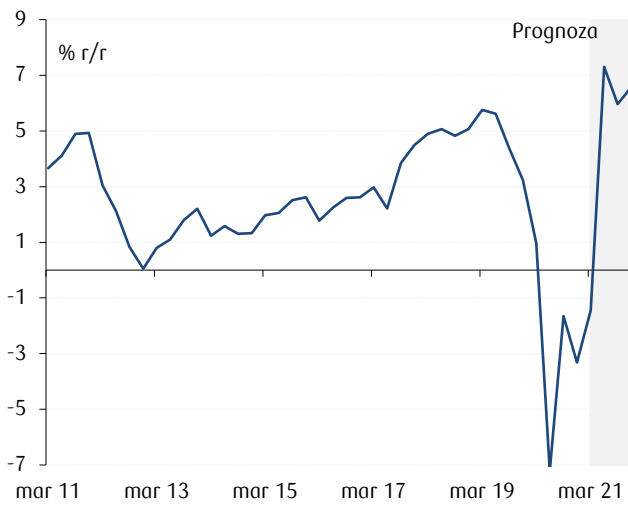


Pracujący BAEL i aktywność zawodowa**

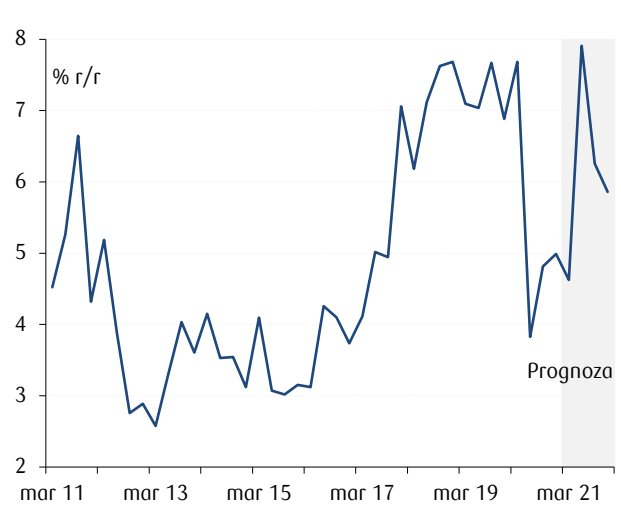


Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski. *z filtru HP dla danych kwartalnych, **dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

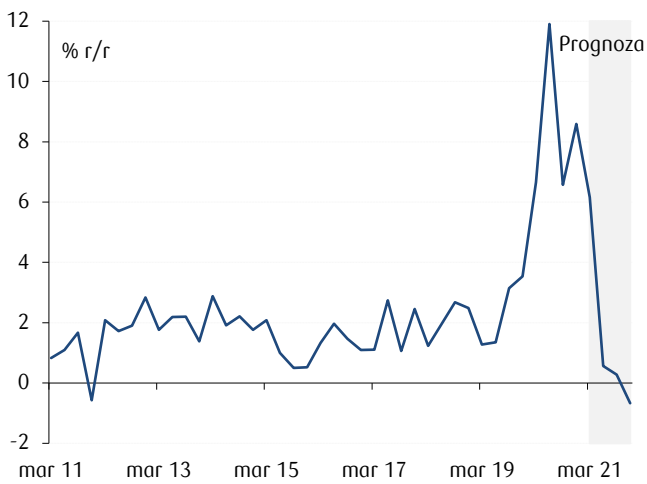
Wydajność pracy*



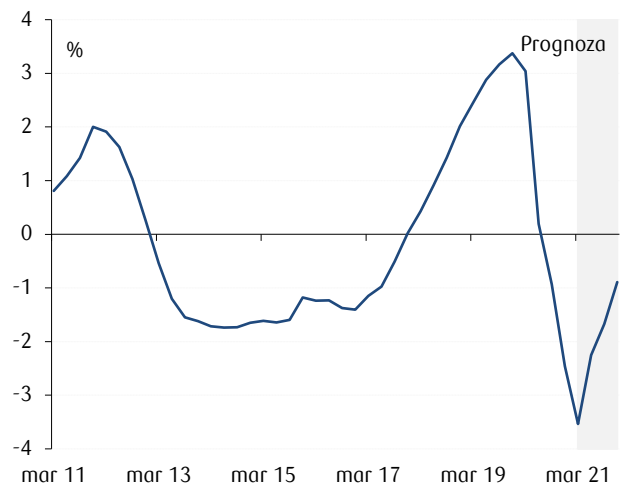
Płace w gospodarce narodowej



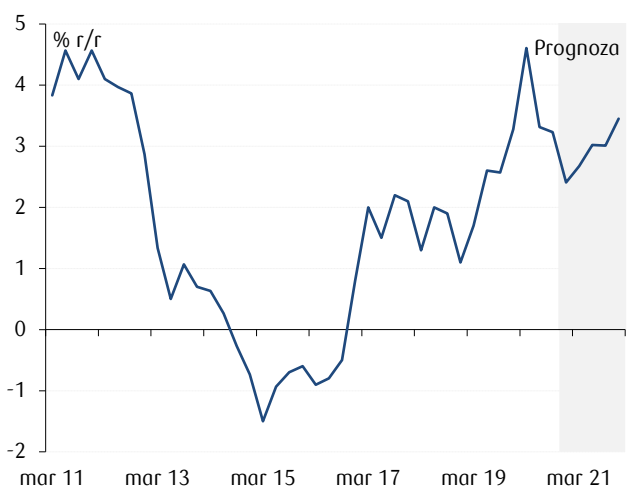
Jednostkowe koszty pracy*



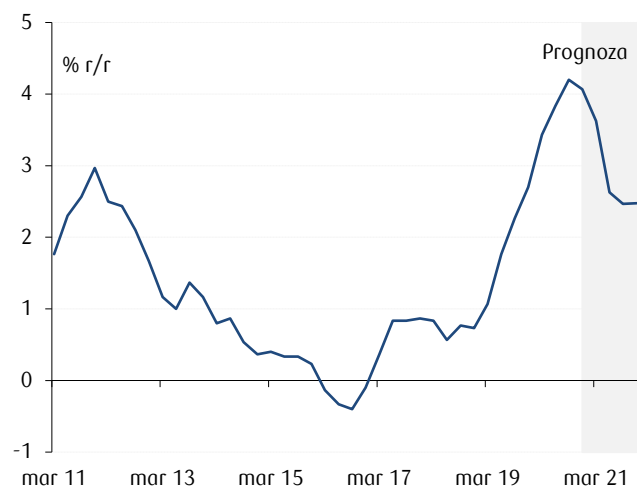
Luka popytowa



Inflacja CPI

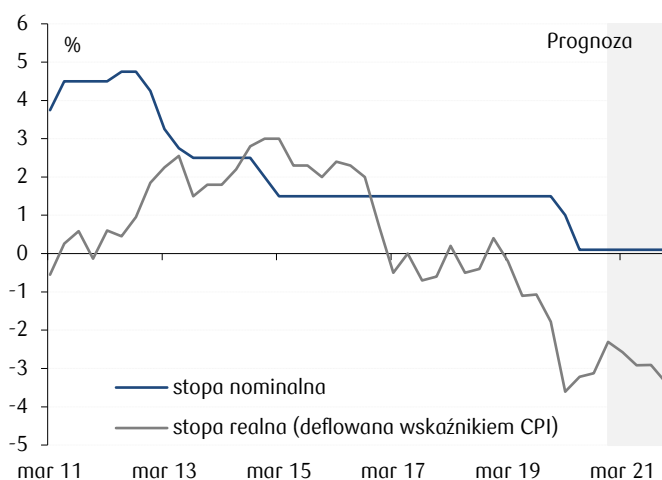


Inflacja bazowa (CPI z wył. cen żywności i energii)

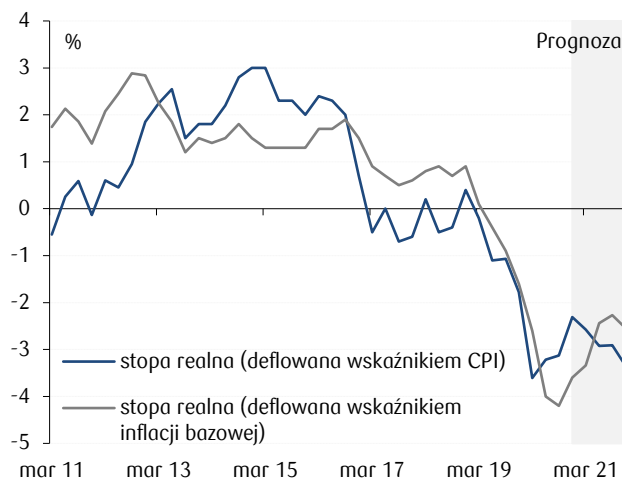


Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski. *dane od 2011 r. uwzględniają wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

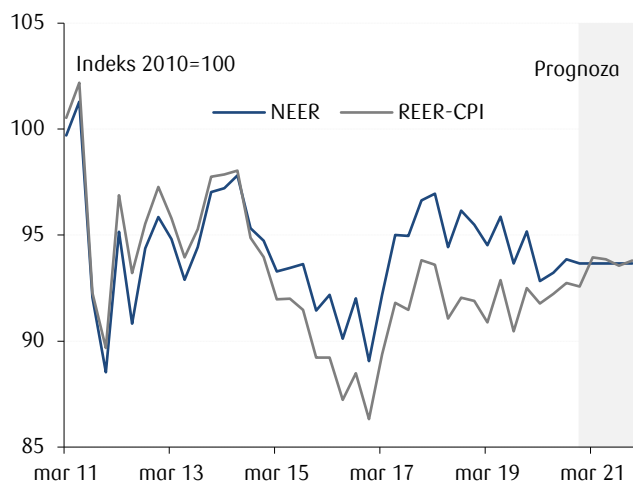
Stopy nominalne vs realne



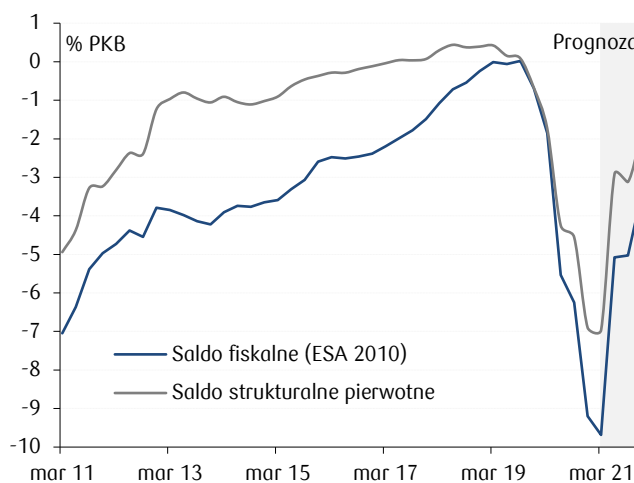
Stopy realne



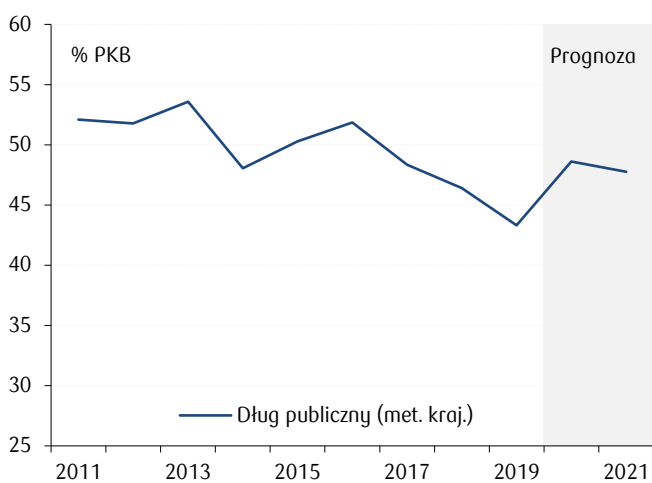
Założenia dotyczące NEER i REER*



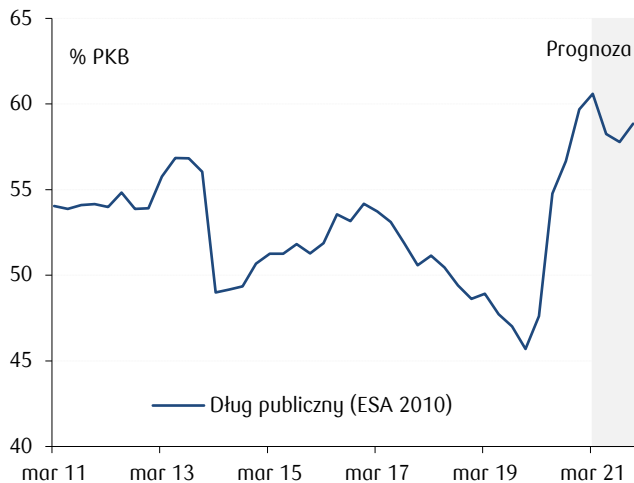
Deficyt fiskalny (ESA 2010) i deficyt strukt. pierwotny



Dług publiczny (met. kraj.)



Dług publiczny (ESA 2010)

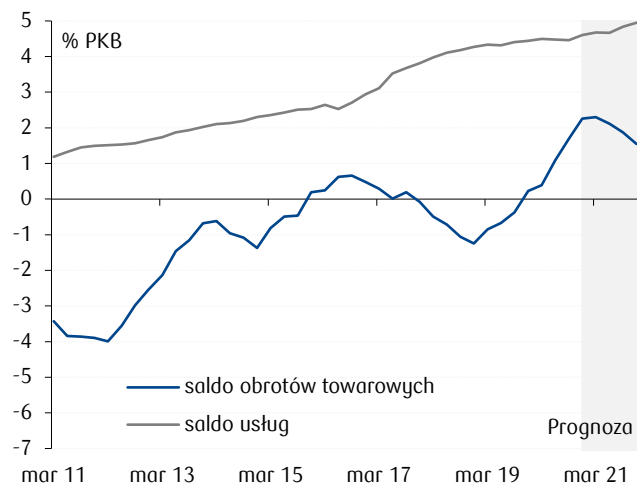


Źródła: NBP, Eurostat, MF, GUS, BIS, PKO Bank Polski.*wzrost oznacza aprecjację.

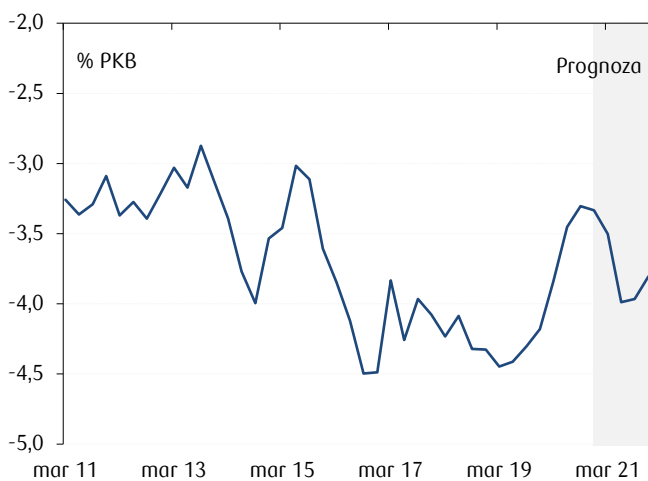
Saldo rachunku obrotów bieżących



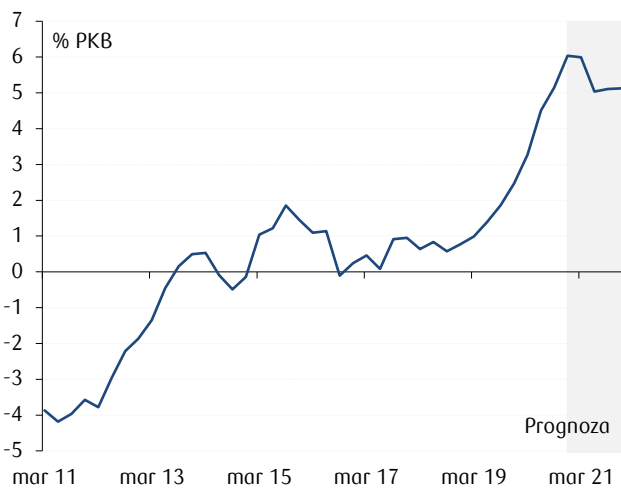
Saldo handlu zagranicznego



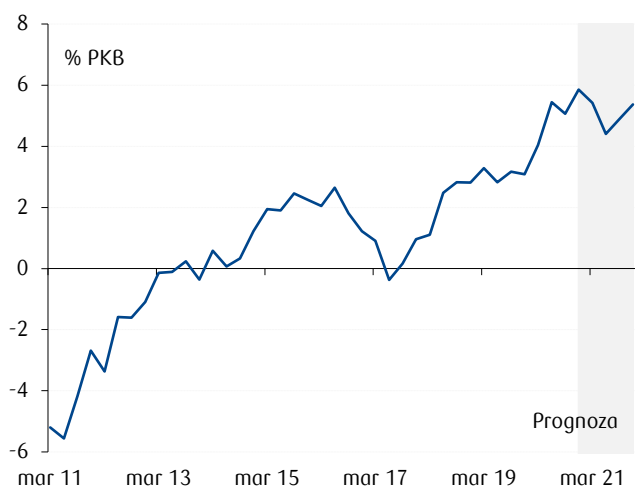
Saldo dochodów pierwotnych i wtórnych



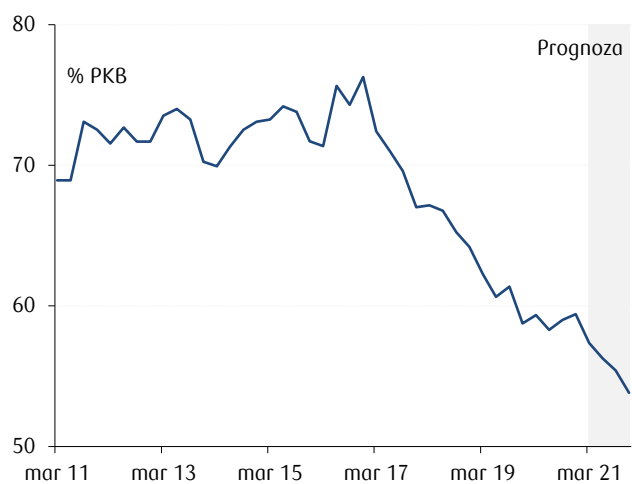
Saldo CAB i CAP*



Suma sald CAB, FDI, CAP i ERR*



Zadłużenie zagraniczne



Źródło: NBP, PKO Bank Polski, *CAB - rachunek obrotów bieżących, FDI - bezpośrednie inwestycje zagraniczne, CAP - rachunek kapitałowy, ERR - błędy i opuszczenia.

Roczne wskaźniki makroekonomiczne

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Sfera realna										
Realny PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,8	5,4	4,5	-2,7	4,7
Popyt krajowy (% r/r)	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,6	3,5	-3,9	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,3	4,0	-3,0	4,2
Inwestycje w środki trwałe (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	1,9
Sprzedaż krajowa (pkt. proc.)*	0,0	0,3	4,2	3,5	1,0	4,1	5,1	4,9	-3,0	3,7
Zapasy (pkt. proc.)	-0,5	-0,9	0,6	-0,2	1,3	0,8	0,5	-1,4	-0,9	0,2
Eksport netto (pkt. proc.)	2,2	1,3	-1,4	0,6	0,8	0,3	0,0	1,2	0,8	1,0
Produkt potencjalny (% r/r)	3,4	3,3	3,3	3,3	3,4	3,3	3,3	3,2	3,0	3,0
Nominalny PKB (mld PLN)	1623	1647	1720	1745	1861	1989	2122	2288	2317	2497
Rynek pracy										
Ludność 15+ wg BAEL (% r/r)	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-0,5	-0,5	0,0	-0,9
Pracujący BAEL (% r/r)	0,2	-0,1	1,9	1,4	0,7	1,4	0,4	-0,1	0,1	0,1
Wsk. akt. zawodowej (%)	55,9	55,9	56,2	56,2	56,2	56,4	56,3	56,2	56,1	56,6
Stopa bezrobocia BAEL (%)	10,1	9,8	8,1	6,9	5,5	4,5	3,8	2,9	3,1	2,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	13,4	13,4	11,4	9,7	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,4
Płace nominalne gosp. nar. (% r/r)	3,6	3,7	3,5	3,3	3,8	5,3	7,2	7,2	5,3	6,2
Wydajność pracy (% r/r)	1,5	1,5	1,4	2,3	2,3	3,4	5,0	4,7	-2,8	4,6
ULC (% r/r)	2,1	1,9	2,2	1,0	1,5	1,8	2,1	2,3	8,4	1,6
Procesy inflacyjne										
Inflacja CPI (% r/r)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,3	3,4	3,1
Wkład cen żywności (pkt. proc.)	1,0	0,5	-0,2	-0,4	0,2	1,0	0,6	1,2	1,2	0,4
Wkład cen energii i paliw (pkt. proc.)	1,4	-0,3	-0,2	-0,7	-0,7	0,5	0,6	-0,1	-0,1	1,2
Wkład inflacji bazowej (pkt. proc.)	1,3	0,7	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,4	1,2	2,3	1,6
Inflacja bazowa (% r/r)	2,2	1,2	0,6	0,3	-0,2	0,7	0,7	1,9	3,9	2,7
Deflator PKB (% r/r)	2,1	0,0	0,7	1,3	0,3	1,9	1,2	3,1	4,1	2,9
Agregaty monetarne										
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	921,4	978,9	1059,0	1155,0	1265,7	1324,4	1446,1	1561,8	1819,5	1955,9
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	4,5	6,2	8,2	9,1	9,6	4,6	9,2	8,0	16,5	7,5
Podaż pieniądza M3 realnie (% r/r)	2,1	5,6	9,2	9,6	8,7	2,5	8,1	4,7	14,1	4,1
Kredyty ogółem (mld PLN)	908,0	942,9	1007,1	1077,3	1130,0	1172,3	1259,6	1323,6	1333,9	1378,9
Kredyty ogółem (% r/r)	1,5	3,8	6,8	7,0	4,9	3,7	7,4	5,1	0,8	3,4
Depozyty ogółem (mld PLN)	841,7	889,5	972,3	1045,7	1144,6	1194,6	1300,0	1406,8	1602,2	1681,3
Depozyty ogółem (% r/r)	5,9	5,7	9,3	7,5	9,5	4,4	8,8	8,2	13,9	4,9
Bilans płatniczy										
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,1	-1,8	-2,6	-0,9	-0,8	-0,3	-1,3	0,5	3,5	2,7
Bilans handlowy (% PKB)	-2,5	-0,7	-1,4	0,2	0,5	-0,1	-1,2	0,2	2,3	1,6
Bezpośrednie inwestycje zagr. (% PKB)	1,2	0,8	2,4	2,1	0,9	1,4	2,6	1,6	1,0	1,7
Zadłużenie zagraniczne (% PKB)	71,7	70,3	73,1	71,7	76,3	67,0	64,2	58,8	59,4	54,0
Polityka fiskalna										
Saldo fiskalne (% PKB, ESA2010)	-3,8	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-9,2	-3,4
Saldo pierwotne (% PKB, ESA2010)	-1,1	-1,7	-1,7	-0,8	-0,7	0,1	1,2	0,7	-7,9	-2,2
Saldo strukt. pierwotne (% PKB)	-1,2	-1,1	-1,0	-0,4	-0,1	0,1	0,4	-0,7	-6,9	-1,9
Dług publiczny (% PKB, ESA2010)	53,9	56,0	50,7	51,3	54,2	50,6	48,6	45,7	59,7	58,8
Polityka pieniężna										
Stopa referencyjna NBP (%)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
Realna st. ref. defl. CPI (%)	1,85	1,80	3,00	2,00	0,70	-0,60	0,40	-1,78	-2,31	-3,30
Realna st. ref. defl. infl. baz. (%)	2,85	1,50	1,50	1,30	1,50	0,60	0,90	-1,60	-3,60	-2,21
Stopa lombardowa (%)	5,75	4,00	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0,50	0,50
REER defl. CPI (% r/r)	-0,5	0,0	0,5	-5,2	-3,7	4,3	0,6	-0,5	0,7	1,7

Źródło: GUS, NBP, MF, BIS, PKO Bank Polski, *popyt krajowy z wyłączeniem zapasów.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: (22) 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
Zespół Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czapllicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22
Zespół Analiz Sektorowych	analizy.sektorowe@pkobp.pl	22 521 81 22
Michał Koleśnikow	michal.kolesnikow@pkobp.pl	22 521 81 23
dr Mariusz Dziwulski	mariusz.dziwulski@pkobp.pl	22 521 81 88
Piotr Krzysztofik	piotr.krzyzstofik@pkobp.pl	22 521 81 25
Filip Romanowski	filip.romanowski@pkobp.pl	22 521 87 39
Anna Senderowicz	anna.senderowicz@pkobp.pl	22 521 81 24
Karolina Sędzimir	karolina.sedzimir@pkobp.pl	22 521 81 28
Zespół Analiz Nieruchomości	analizy.nieruchomosci@pkobp.pl	22 521 51 80
Wojciech Matysiak	wojciech.matysiak@pkobp.pl	22 521 51 80
dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek	agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl	22 521 81 22
Aleksandra Majek	aleksandra.majek@pkobp.pl	22 521 80 84
Marcin Morawiecki	marcin.morawiecki@pkobp.pl	22 521 72 24
Katarzyna Piętko-Kosińska	katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl	22 521 65 15



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał 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.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.