

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 stycznia 2021

Regionalne zróżnicowanie sytuacji rynkowej – mocna Ameryka, słabsza Europa. Solidne wyniki polskiej gospodarki na koniec 2020 r.

W minionym tygodniu sytuacja rynkowa na świecie była zróżnicowana regionalnie. Największe zmiany miały miejsce na rynku akcji. Najsilniej zyskiwały giełdy amerykańskie i na rynkach wschodzących, wyraźnie słabiej zachowywały się rynki europejskie. Tendencje te wynikały z odmiennego postrzegania perspektyw gospodarczych poszczególnych regionów w kontekście przebiegu pandemii.

Z jednej strony lepiej postrzegane są perspektywy gospodarki USA (gdzie pomimo rosnącej liczby zachorowań skala obostrzeń aktywności jest ograniczona, a gospodarka otrzyma ponowny impuls fiskalny dzięki pakietowi Bidena) oraz Chin. Z drugiej strony, pogarszają się perspektywy gospodarek strefy euro, trapionych trzecią falą epidemii, wydłużanymi restrykcjami aktywności gospodarczej oraz opóźnieniami we wdrażaniu szczepień. Te oczekiwania potwierdziły ubiegłotygodniowe publikacje styczniowych indeksów PMI – ze wzrostem w USA i spadkiem w strefie euro. Stabilniejsza sytuacja w porównaniu panowała z kolei na bazowych rynkach obligacji skarbowych i na globalnym rynku walutowym. W te tendencje wpisał się polski rynek. WIG spadł w ślad za większością rynków europejskich, notowania obligacji i złotego były względnie stabilne.

Ograniczone znaczenie dla sytuacji rynkowej miało z kolei ubiegłotygodniowe posiedzenie EBC, na którym podtrzymano nastawienie *wait-and-see* oraz gotowość do dalszego poluzowania polityki, gdyby zaszła taka potrzeba.

Miniony tydzień przyniósł serię publikacji nt. grudniowych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. Wskazały one, że aktywność pod koniec 2020 roku była bardzo solidna. Wszystkie publikacje (zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach, sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa i budowlana) okazały się wyższe od oczekiwań rynkowych. Grudniowe dane dopełniły obrazu IV kw. 2020 roku w polskiej gospodarce. Na ich podstawie szacujemy, że PKB spadł w ostatnim kwartale ubiegłego roku o 3,1% r/r, co daje szansę, że w całym 2020 r. spadek PKB wyniesie 2,8% r/r. I właśnie wstępny szacunek PKB za 2020 r. będzie w tym tygodniu najbardziej oczekiwaną publikacją z polskiej gospodarki.

Na bieżący tydzień zaplanowana jest też seria danych z globalnej gospodarki. Wśród nich najistotniejsze będą wyniki PKB za IV kw. dla USA i większości gospodarek europejskich. A z początkiem kolejnego tygodnia – odczyty wskaźników koniunktury dla Chin, strefy euro i USA. W tym tygodniu odbędzie się też posiedzenie Fed. Oczekujemy, że FOMC utrzyma bez zmian stopy procentowe oraz pozostałe parametry polityki pieniężnej.

Jednak niezmiennie najistotniejsze pozostaną dla rynków informacje dot. sytuacji epidemicznej. Biorąc pod uwagę wyzwania związane z przebiegiem epidemii w krótkim okresie, wprowadzane restrykcje oraz opóźnienia w procesie szczepienia, w naszej ocenie w najbliższych tygodniach najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostanie podwyższona zmienność notowań aktywów.

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
bosbank.analizy@bosbank.pl

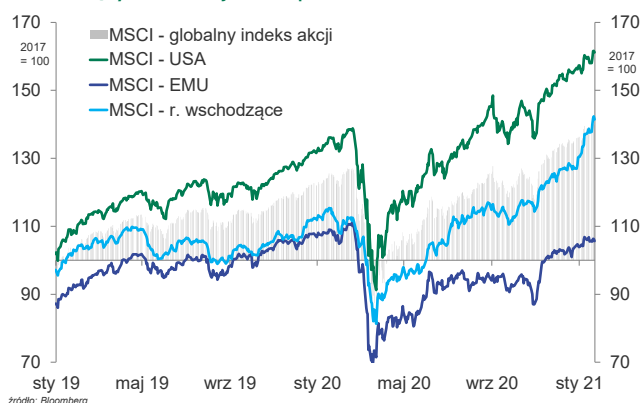
Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

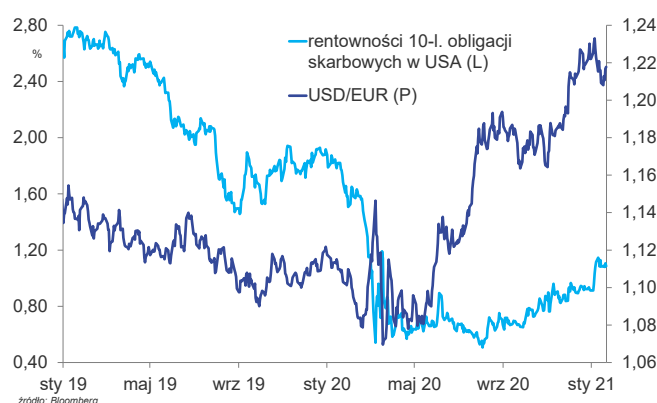
Na globalnym rynku finansowym dywergencja regionalna – mocniejsze aktywa w USA i na rynkach wschodzących, słabsze w Europie. Czynnikiem różnicującym – perspektywy gospodarcze w kontekście pandemii.

- W minionym tygodniu sytuacja rynkowa na świecie była zróżnicowana regionalnie. Największe zmiany miały miejsce na rynku akcji. Najsilniej zyskiwały giełdy amerykańskie i na rynkach wschodzących, wyraźnie słabiej zachowywały się rynki europejskie. Tendencje te wynikały z odmiennego postrzegania perspektyw gospodarczych poszczególnych regionów w kontekście przebiegu pandemii.
- Z jednej strony lepiej postrzegane są perspektywy gospodarki USA (gdzie pomimo rosnącej liczby zachorowań skala obostrzeń i ograniczenia aktywności jest ograniczona, a gospodarka otrzyma ponowny impuls wzrostowy dzięki ogłoszonemu pakietowi Bidena wartemu 1,9 bln USD) oraz Chin. Z drugiej strony, w krótkim okresie pogarszają się perspektywy gospodarek strefy euro, trapionych trzecią falą epidemii, wydłużanymi restrykcjami aktywności gospodarczej oraz opóźnieniami we wdrażaniu szczepień. Te oczekiwania potwierdziły ubiegłotygodniowe publikacje wstępnych indeksów PMI – ze wzrostem w USA i pogorzeniem w strefie euro. Z kolei w przypadku Chin pozytywnie zaskoczył wynik PKB za IV kw. ub.r.
- W rezultacie w minionym tygodniu indeks rynku akcji MSCI wzrósł w USA o solidne 2%, zaś na rynkach wschodzących o 2,8%, przy wzroście w Chinach aż o 6%. Z kolei na większości europejskich rynków przeważały spadki, jedynie dzięki wzrostowi giełd w Niemczech, indeks MSCI dla strefy euro nie spadł (0,1%).
- W przeciwieństwie do rynków akcji, na rynkach obligacji i na rynku walutowym panowała stabilizacja.
- Rentowności papierów skarbowych na rynkach bazowych praktycznie nie zmieniły się. Rentowności obligacji 10-letnich w USA pozostały poniżej 1,10% rentowności obligacji skarbowych w Niemczech poniżej -0,50%.
- Większych zmian nie odnotowano także na rynku walutowym. Kursy efektywne (względem koszyka walut) głównych walut rezerwowanych nie zanotowały większych zmian. Lekko na wartości zyskało euro (+0,5%), po silny ostabieniu we wcześniejszym tygodniu. W efekcie kurs euro wobec dolara lekko zyskał i kształtował się w przedziale 1,21 - 1,22 USD/EUR wobec nieco poniżej 1,21 USD/EUR na koniec tygodnia wcześniejszego.

Kontynuacja wzrostów na rynkach akcji w USA i na rynkach wschodzących, słabiej w Europie...



...stabilniej na rynku obligacji i walutowym

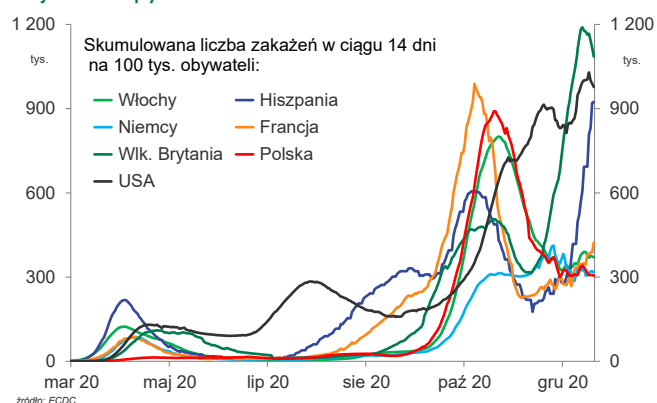


- Słabsze nastroje na europejskich rynkach akcji przełożyły się na warszawską giełdę. Indeks WIG stracił w skali tygodnia blisko 1%.
- Z kolei na rynku obligacji i złotego, podobnie jak na rynku globalnym, tygodniowe zmiany notowań były ograniczone. Po wyraźnym spadku rentowności 10-letnich obligacji we wcześniejszym tygodniu, początkowo rentowności kontynuowały ten trend, ale koniec tygodnia przyniósł wzrost rentowności. Ostatecznie w skali tygodnia rentowności 10-latek lekko wzrosły (2 pkt. baz.) do 1,20%, tj. blisko, choć lekko powyżej historycznych minimów. Kurs złotego lekko zyskał w skali tygodnia (0,3% wobec koszyka walut), po silniejszym (ponad 1%) osłabieniu we wcześniejszym tygodniu.

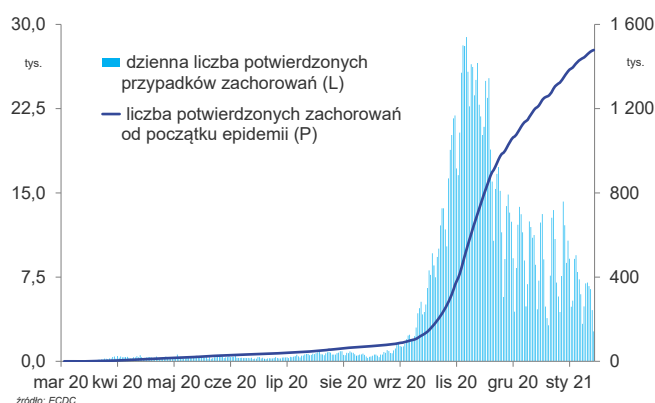
Trudna sytuacja epidemiczna utrzymuje się, kolejne obostrzenia w Europie...

- W minionym tygodniu utrzymywała się trudna sytuacja epidemiczna. Co prawda średnia dzienna liczba zachorowań w Europie i w USA kontynuowała spadek (po wyraźnym wzroście w I połowie stycznia), niemniej w niektórych państwach europejskich i stanach USA sytuacja pogarsza się lub utrzymuje się wysokie obciążenie służby zdrowia. Istotnym czynnikiem jest rozprzestrzenianie się w wielu krajach nowych odmian wirusa o wyższej zaraźliwości (i jak domniemywa się) wyższej śmiertelności. W rezultacie w związku z obawami przed nawrotem / nasileniem trzeciej fali epidemii wiele państw (szczególnie europejskich) wydłużyło lub rozważyło wydłużenie / zaostrzenie restrykcji aktywności. Należą do nich m.in. Niemcy, Holandia Portugalia (wydłużenie obostrzeń) i Francja (rozważane wprowadzenie kolejnego lockdownu). Obecnie w Europie cały czas najtrudniejsza sytuacja pod względem zachorowań panuje w Wielkiej Brytanii (choć tutaj notowany jest spadek z lokalnych szczytów), z kolei dynamiczne przyspieszenie liczby nowych zakażeń zanotowała w minionym tygodniu Hiszpania.
- Na perspektywy sytuacji epidemicznej wpływają także informacje o wolniejszym procesie szczepień w Europie. Wynika to m.in. z czasowego ograniczenia przez Pfizera produkcji szczepionki. Ponadto inny producent - AstraZeneca - poinformował o ograniczeniu planowanych dostaw szczepionki do Unii Europejskiej. AstraZeneca ograniczy dostawy do Unii o 60% w I kw, ze względu na problemy z produkcją. Te informacje poddają w wątpliwość możliwość szybkiego wszczepiania społeczeństw w krótkim okresie.

Utrzymująca się trudna sytuacja epidemiczna w USA i wielu krajach Europy...



...w Polsce lekki spadek potwierdzonych przypadków COVID-19



- W Polsce sytuacja jest znacznie stabilniejsza. W minionym tygodniu nadal spadała średnia liczba zachorowań do 5,6 tys., wyraźnie obniżyła się także liczba hospitalizacji. Do ostatniego weekendu zaszczepiono 707 tys. osób, tj. 19% populacji. W minionym tygodniu rozpoczęto szczepienia populacyjne (osób powyżej 80 roku życia). Według informacji rządu wszystkie szczepionki (ponad 3 mln sztuk), które zostały zakontraktowane do końca I kw. zostały zarezerwowane, dlatego obecnie nie ma możliwości zapisania się na szczepienia.
- Rzecznik rządu Piotr Müller powiedział, że na początku bieżącego tygodnia zostaną przedstawione informacje na temat decyzji, co do obostrzeń w związku z epidemią koronawirusa. Wicepremier, minister rozwoju, pracy i technologii Jarosław Gowin powiedział, że resort postuluje otwarcie handlu od 1 lutego, ale na otwarcie pozostałych branż jest zdecydowanie za wcześnie.

...co przyczynia się do postępującego różnicowania w styczniowych wskaźnikach PMI – słabszych w strefie euro, mocniejszych w USA,

- Informacje nt. tendencji epidemicznych, wprowadzanych obostrzeń i przebiegu szczepień wzmacniają czynniki ryzyka dla prognoz krótkookresowych. Wskazują na wyższe ryzyko utrzymania słabej aktywności gospodarczej w strefie euro z początkiem tego roku, przy wciąż lepszej sytuacji w USA.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane nt. wskaźników koniunktury PMI w strefie euro i USA potwierdzają ten obraz. Z jednej strony w przypadku USA w styczniu indeksy PMI odnotowały wzrost zarówno w przemyśle jak i w usługach, co dało łączny wzrost indeksu *composite* do poziomu 58 pkt. Z drugiej strony w strefie euro indeks PMI *composite* spadł do 47,5 pkt., zarówno w wyniku spadku indeksu w przemyśle, jak i w usługach. Jednocześnie sytuacja w przemyśle pozostaje wyraźnie lepsza. Indeks koniunktury w przemyśle strefy euro wyniósł w styczniu 54,7 pkt., obniżając się z 55,2 pkt. W sektorze usług indeks spadł do 45,0 pkt. z 46,4 pkt.,
- W powyższym kontekście wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo, że w I kw. br. PKB w strefie euro spadnie kw/kw po spadku w IV kw., co oznaczać będzie nawrót technicznej recesji w EMU. Na taki scenariusz wskazywać może też publikacja dzisiejszego Ifo, wskazujące na pogorszenie nastrojów w Niemczech w kontekście wydłużających się restrykcji.

ECB utrzymuje łagodne nastawienie w polityce monetarnej

- Rada Europejskiego Banku Centralnego podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia utrzymała niezmienione parametry polityki pieniężnej. Rada pozostawiła bez zmian stopy procentowe, w tym stopę referencyjną na poziomie 0,0% oraz stopę depozytową na poziomie -0,50%. EBC podtrzymał wielkość programu skupu aktywów PEPP na poziomie 1,85 bln EUR oraz horyzont trwania programu, co najmniej do końca marca 2022 r.
- Rada podtrzymała zapisy komunikatu dot. perspektyw stóp procentowych (*forward guidance*) zależności okresu trwania programu PEPP od trwania kryzysu związanego z pandemią oraz informację dot. możliwości kolejnej rekalkibracji programu, (jeśli uzna to za konieczne) jak również niewykorzystania pełnej jego wartości (w sytuacji materializacji korzystniejszego scenariusza).
- Decyzja oraz komunikat Rady EBC, jak również wypowiedzi prezes Lagarde podczas konferencji prasowej były zgodne z powszechnymi oczekiwaniami. Po tym jak w grudniu EBC dokonał złagodzenia polityki pieniężnej, rada obecnie pozostaje w

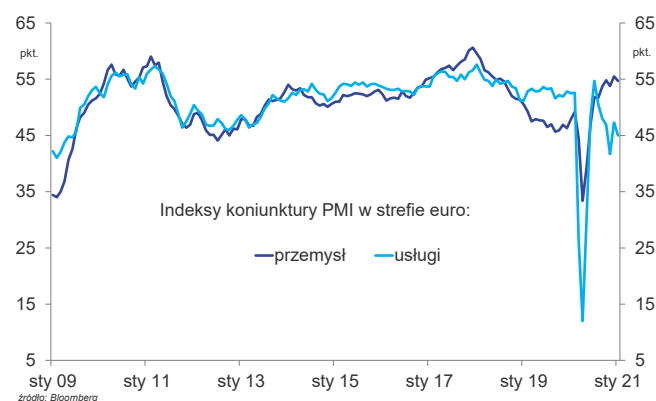
stanowisku *wait-and-see*. Sytuacja w dalszym ciągu pozostaje bardzo niepewna. zakładamy, że Rada nie zdecyduje się już na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Jednocześnie dotychczasowe zwiększenie skali programu skupu aktywów zapewni utrzymanie ultra-łuznej polityki pieniężnej w 2021 r.

- Niemniej ryzyko dla prognoz – w szczególności inflacyjnych – pozostaje przechylone w kierunku scenariusza negatywnego, stąd ryzyko dalszego złagodzenia tej polityki utrzymuje się.

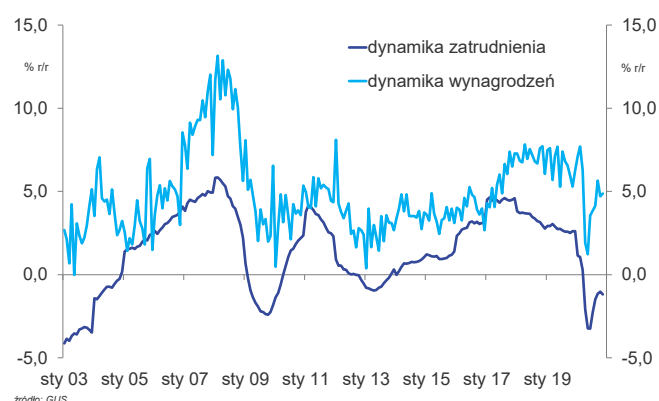
Mocna końcówka minionego roku w gospodarce polskiej, w szczególności w przemyśle...

- Opublikowane w minionym tygodniu i z początkiem bieżącego tygodnia dane dot. sfery realnej polskiej gospodarki wskazały, że jej aktywność pod koniec 2020 roku była bardzo solidna. Wszystkie publikacje (zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach, sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa i budowlana) okazały się wyższe od oczekiwań rynkowych.
- Dobre wyniki w grudniu zanotował rynek pracy. Grudniowa skala spadku zatrudnienia wyniosła 1% i jak na skalę szoku gospodarczego zawiązanego z pandemią był to niewielki spadek, nawet niższy od naszych relatywnie optymistycznych prognoz z wiosny 2020 r. Kluczowym czynnikiem stabilizującym sytuację na rynku pracy i ograniczającym skalę likwidacji miejsc pracy była pomoc publiczna dla przedsiębiorstw, nakierowana na utrzymanie poziomu zatrudnienia. W grudniu wyraźnie pozytywnie zaskoczyła też dynamika wynagrodzeń (wzrost o 6,6% r/r). Natomiast potrzeba dokładniejszych danych aby ocenić na ile wzrost wynagrodzeń jest szeroki i trwały.
- Generalnie stabilna sytuacja na rynku pracy (jak na czasy pandemii) powinna wspierać konsumpcję w kolejnych kwartałach. Niemniej przy generalnie optymistycznym obrazie płynącym z danych dot. przeciętnego zatrudnienia i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w 2020 r. należy także pamiętać, że ta statystyka obejmuje jedynie pracowników zatrudnionych na umowę o pracę, czyli tych o najwyższej stabilności zatrudnienia. Duża część najbardziej dotkniętych branż (np. zakwaterowanie i gastronomia) w głównej mierze opierała się o pracowników zatrudnianych na umowy cywilno-prawne, stąd pomimo niezłych danych z sektora przedsiębiorstw, potrzebna jest ostrożność we wnioskowaniu co do szerszych tendencji na rynku pracy.

Z początkiem 2021 r. kolejne restrykcje skutkują pogorszeniem koniunktury w przemyśle i usługach strefy euro



Polski rynek pracy mocny pod koniec 2020 r.



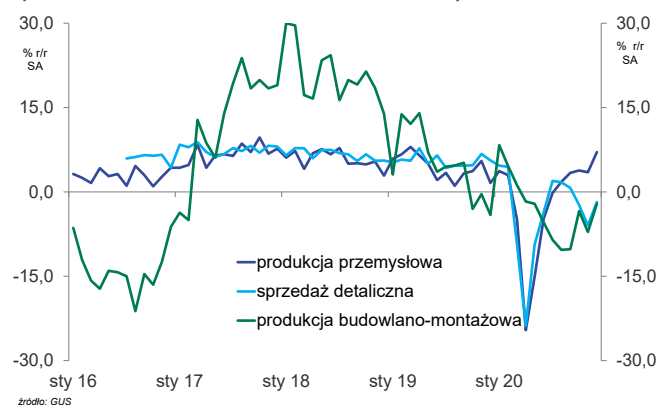
- Patrząc przez pryzmat grudniowych danych na poszczególne sektory polskiej gospodarki, można stwierdzić, że najlepsza sytuacja panuje niezmiennie w przemyśle, w budownictwie widoczny jest proces normalizacji po silnym spadku aktywności w połowie 2020 roku, zaś handel pozostaje pod dominującym wpływem obostrzeń związanych z pandemią.

- Grudniowa produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 11,2%, wobec wzrostu o 5,4% r/r w listopadzie. Na grudniowe wyniki produkcji przemysłowej miały dominujący wpływ efekty kalendarzowe (duża lepsza relacja liczby dni roboczych) i efekty bazy. Nawet jednak biorąc pod uwagę występowanie tych efektów, koniunkturę w przemyśle należy ocenić bardzo pozytywnie, szczególnie jak na skalę kryzysu gospodarczego w warunkach pandemii. Grudzień był ósmym z rzędu miesiącem nieprzerwanego produkcji w ujęciu m/m od oczyszczeniu z sezonowości. Wskazuje to na utrzymującą się solidną koniunkturę. Struktura opublikowanych danych wskazuje na szeroki zasięg korzystnej koniunktury w tym: - cały czas solidne wzrosty produkcji w działach o wysokim udziale sprzedaży eksportowej, - dalsze ożywienie produkcji w działach silniej powiązanych z budownictwem, - przyspieszenie wzrostu wskaźników produkcji w wielu działach produkujących głównie na potrzeby krajowe (produkcja wyrobów tekstylnych o blisko 40% r/r, odzież o ponad 25% r/r).

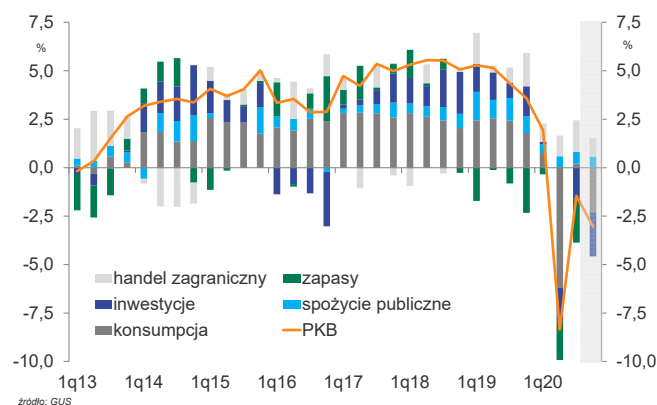
- Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w grudniu w skali roku o 3,4% r/r, wobec listopadowego spadku o 4,9%. Choć na poprawę grudniowej dynamiki produkcji w budownictwie, podobnie jak w przemyśle, miały wpływ efekty kalendarzowe i statystyczne, to jednak solidny miesięczny wzrost produkcji po oczyszczeniu z wahań sezonowych może dodatkowo wskazywać na ugruntowującą się poprawę sytuacji cyklicznej w sektorze. Szczegółowe rozbitcie danych wskazuje na silniejszą poprawę (ograniczenie spadku) produkcji w firmach zorientowanych głównie na inwestycje infrastrukturalne, przy stabilizacji w obszarze budowy budynków.

- Z kolei sytuacja w handlu detalicznym niezmiennie pozostaje pod wpływem obostrzeń administracyjnych. Sama poprawa grudniowych danych nt. sprzedaży detalicznej (spadek w grudniu o 0,8% r/r wobec spadku o 5,3% w listopadzie), w głównej mierze była pochodną otwarcia przez większą część miesiąca sklepów w galeriach handlowych, po ich zamknięciu w trakcie listopada. Z drugiej strony to ożywienie było hamowane przez ponowne zamknięcie galerii handlowych w ostatnich dniach grudnia, co zapewne silniej uderzyło w wyniki sprzedaży z uwagi na brak możliwości handlu w okresie wzmożonego popytu wyprzedzaży.

Grudniowy silny wzrost produkcji przemysłu, ograniczenie spadków w budownictwie i handlu detalicznym...



...solidne dane miesięczne dają podstawy do ograniczonej skali spadku PKB w IV kw. 2020



...oczekujemy, że w IV kw. PKB spadł o 3,1% r/r, w całym 2020 r. prognozowany spadek o 2,8% – publikacja w tym tygodniu

- Grudniowe dane dopełniły obrazu IV kw. 2020 roku w polskiej gospodarce. Na ich podstawie szacujemy, że PKB spadł w ostatnim kwartale ubiegłego roku o 3,1% r/r, co daje szansę, że w całym 2020 r. spadek PKB będzie mniejszy niż 3,0% – nasza punktowa prognoza to -2,8% r/r.
- Podobnie jak w poprzednich kwartałach, przy okazji zapowiedzi publikacji wskazujemy na podwyższone ryzyko dla prognozy. W trakcie 2020 r. główna zmienność aktywności gospodarczej koncentrowała się w usługach, niestety w przypadku tego sektora nie dysponujemy żadnymi tzw. twardymi danymi w cyklu miesięcznym. Trudno też dokonywać bezpośrednich porównań sytuacji z jesieni do wiosennego lockdownu ze względu na zdecydowanie mniejszy zasięg oraz większego zróżnicowania ograniczeń w okresie jesienno-zimowym, stąd ryzyko dla prognozy PKB na IV kw. i tym samym ostatecznej prognozy dla całego minionego roku.
- I właśnie wstępny szacunek PKB za cały 2020 r. będzie najbardziej oczekiwaną publikacją dot. polskiej gospodarki w bieżącym tygodniu (piątek, 29.01). Tradycyjnie GUS poda w pierwszej kolejności szacunek PKB za cały rok, a dopiero w późniejszym terminie PKB w IV kw. ub.r.

Na świecie oczekiwana seria publikacji danych, w tym PKB za IV kw. 2020 r. dla większości gospodarek...

- Na bieżący tydzień zaplanowana jest też seria publikacji danych z globalnej gospodarki. Wśród nich najistotniejsze będą wstępne wyniki PKB za IV kw. dla USA i większości gospodarek europejskich. Z kolei z początkiem kolejnego tygodnia zaplanowane są publikacje wskaźników koniunktury dla USA, Chin i strefy euro. Dane zobrazują skalę wspomnianego zróżnicowania w koniunkturze pomiędzy poszczególnymi regionami za IV kw. 2020 r. (mierzone przez „twarde” dane nt. PKB) oraz perspektywy w I kw. br. (mierzone „miękkimi” wskaźnikami koniunktury).
- W bieżącym tygodniu odbędzie się też posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed. Oczekujemy, że FOMC utrzyma stopy procentowe bez zmian oraz dotychczasowe parametry programów skupu aktywów oraz programów płynnościowych. Przewidujemy, że komitet utrzyma stanowisko *wait-and-see* w polityce pieniężnej. Z uwagi na notowane na przełomie roku oczekiwania rynkowe o do wzrostu inflacji i zacieśnienia polityki pieniężnej zakładamy, że w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej zostanie utrzymana łagodna retoryka wskazująca na utrzymujące się bardzo wysokie ryzyka dla perspektyw gospodarczych.

...w nadchodzących tygodniach podwyższone ryzyko zmienności notowań w kontekście pandemicznych tendencji

Jednak niezmiennie najistotniejsze pozostaną dla rynków informacje dot. sytuacji epidemicznej. Biorąc pod uwagę wyzwania związane z przebiegiem epidemii w krótkim okresie, wprowadzane restrykcje oraz opóźnienia w procesie szczepienia, w naszej ocenie w najbliższych tygodniach najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostanie podwyższona zmienność notowań aktywów.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Stopa bezrobocia w grudniu (27 stycznia)**

Oczekujemy, że w grudniu stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 6,3% z 6,1% w listopadzie. Zakładamy, że w grudniu doszło do wzrostu stopy bezrobocia zarówno z tytułu efektów cyklicznych jak i pogorszenia wskaźnika sezonowości tj. spadku zatrudnienia w chłodniejszej części roku. Wg prognoz MRiPS stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu wyniosła 6,2%.

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (27 stycznia)**

Oczekujemy, że na posiedzeniu w tygodniu bieżącym komitet FOMC utrzyma stopy procentowe bez zmian oraz dotychczasowe parametry programów skupu aktywów oraz programów płynnościowych. W ostatnich tygodniach pojawił się szereg informacji zarówno pozytywnych jak i negatywnych z punktu widzenia perspektyw gospodarczych (nieco słabsze wyniki gospodarcze za grudzień, pogorszenie bieżącej sytuacji epidemicznej vs dynamiczne tempo szczepień przeciw COVID-19, oczekiwania na silniejsze poluzowanie polityki fiskalnej).

Biorąc pod uwagę powyższe zakładamy, że komitet utrzyma stanowisko *wait-and-see* w polityce pieniężnej. Z uwagi na notowane na przełomie roku oczekiwania rynkowe wzrostu inflacji i zacieśnienia polityki pieniężnej zakładamy, że w komunikacie oraz podczas konferencji prasowej zostanie utrzymana łagodna retoryka wskazująca na utrzymujące się bardzo wysokie ryzyko dla perspektyw gospodarczych.

- **PKB w 2020 r. – szacunek wstępny (29 stycznia)**

Prognozujemy, że dynamika PKB w 2020 r. wyniosła -2,8% r/r, wobec 4,1% r/r w 2019 r. Powyższa prognoza zakłada obniżenie dynamiki wzrostu PKB w IV kw. 2020 r. do -3,1% r/r w warunkach kolejnych restrykcji gospodarczych z uwagi na kolejną falę pandemii. Zazwyczaj GUS przy publikacji danych rocznych nie koryguje danych za okres I – III kw., stąd ewentualna wyższa/niższa dynamika wzrostu wskaźnika rocznego PKB za 2020 r. będzie implikowała wyższą/niższą dynamikę danych za IV kw. ub.r.

Szacujemy, że w IV kw. 2020 r. odnotowano ponowne obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej z uwagi na wdrażane od października restrykcje i ograniczenia gospodarcze, w szczególności praktycznie całkowite zamknięcie aktywności w zakwaterowaniu i gastronomii oraz kulturze i rozrywce od listopada oraz okresowego zamykania galerii handlowych w listopadzie i pod koniec grudnia. Oczekujemy kolejnego, silnego ograniczenia wydatków gospodarstw domowych na usługi, tylko częściowo rekompensowanego wyższą kontrybucją konsumpcji towarów.

Dużo mniejszych zmian oczekujemy w pozostałych kategoriach, w tym utrzymania niskiej dynamiki inwestycji. Przy zakładanych nieco lepszych wynikach inwestycji publicznych oczekujemy pod koniec roku ograniczonego popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw, przy cały czas bardzo trudnej sytuacji

finansowej wielu firm. Zakładane ograniczenie ujemnej kontrybucji zapasów we wzrost w głównej mierze jest wynikiem niskiej bazy odniesienia.

Na podstawie pozytywnych danych miesięcznych dot. handlu zagranicznego oraz bardzo dobrych wyników przemysłu oczekujemy pod koniec roku dalszego ożywienia eksportu, jednocześnie przy wciąż niższym wzroście importu oczekujemy utrzymania dodatniej kontrybucji handlu zagranicznego we wzrost.

Tak jak w kwartałach minionych, przy okazji zapowiedzi publikacji wskazujemy na podwyższone ryzyko dla prognozy. W trakcie 2020 r. główna zmienność aktywności gospodarczej koncentrowała się w usługach, a w przypadku tego sektora nie dysponujemy żadnymi tzw. twardymi danymi w cyklu miesięcznym. Trudno też dokonywać bezpośrednich porównań sytuacji z jesieni do wiosennego *lockdownu* ze względu na zdecydowanie mniejszy zasięg oraz większe zróżnicowanie ograniczeń w okresie jesienno-zimowym.

PKB	popyt krajowy	konsumpcja prywatna % r/r	spożycie publiczne	inwestycje	zapasy	eksport netto	
						kontrybucja w pkt. proc.	
1q20	1,9	10	12	2,6	0,9	-0,3	0,9
2q20	-8,4	-9,9	-10,8	3,4	-10,7	-2,0	1,1
3q20	-1,5	-3,2	0,4	3,4	-9,0	-2,3	1,6
4q20P*	-3,1	-4,5	-4,6	3,0	-9,0	0,0	0,9
2020P	-2,8	-4,1	-3,4	3,1	-7,7	-1,1	1,2

* przy założeniu braku korekt danych za okres I - III kw.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 13 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	PL	Ogłoszenie decyzji RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP	0,1%	0,1%	0,1%
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, listopad	2,1% m/m	0,3% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, listopad	2241 mln EUR	2045 mln EUR	1995 mln EUR
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI, grudzień	1,2% r/r	1,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, grudzień	1,7% r/r	1,6% r/r	-
20:00	US	Beżowa Księga Fed	-	-	-
czwartek 14 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport, grudzień	21,1% r/r	15% r/r	-
-	CHN	Import, grudzień	4,5 r/r	5,1% r/r	-
13:30	EMU	Zapis z dyskusji podczas grudniowego posiedzenia EBC	-	-	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 9.01	787 tys.	790 tys.	-
18:30	US	Wystąpienie prezesa Fed J. Powella	-	-	-
piątek 15 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, grudzień (ost.)	2,3% r/r (wst.)	-	2,3% r/r
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, styczeń	4,9 pkt.	3,8 pkt.	-
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, grudzień	-1,1% m/m	-0,1% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, grudzień	0,4% m/m	0,3% m/m	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów U. Michigan, styczeń (wst.)	80,7 pkt.	79,5 pkt.	-
poniedziałek 18 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	PKB, IV kw.	4,9% r/r	6,2% r/r	-
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa, grudzień	7,0% r/r	6,9% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, grudzień	5,0% r/r	5,5% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje, styczeń – grudzień	2,6% r/r	3,2% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, grudzień	4,2% r/r	-	3,6% r/r

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

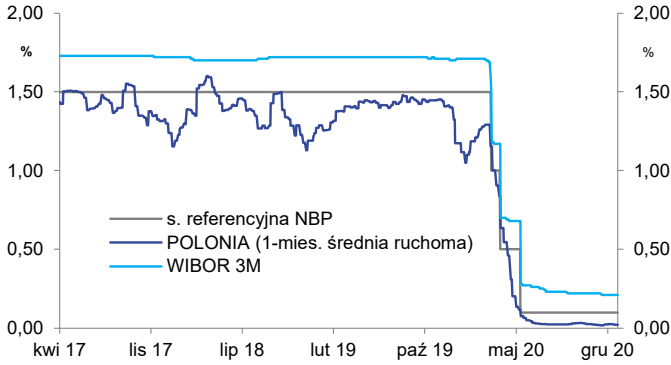
Kalendarz publikacji danych – styczeń

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Posiedzenie RPP	PL	styczeń	13.01	0,1%	0,1%	
Saldo w obrotach bieżących	PL	listopad	13.01	2356mln EUR	1725 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	15.01	2,3% r/r (wst.)	2,4% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	grudzień	18.01	4,3% r/r	3,7% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	4,9% r/r	6,6% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	-1,2% r/r	-1,0% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	grudzień	22.01	-5,3% r/r	-0,8% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	grudzień	22.01	-4,9% r/r	3,4% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	grudzień	22.01	-0,2% r/r	0,0% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	grudzień	25.01	5,4% r/r	11,2% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	grudzień	27.01	6,1%		6,3%
PKB	PL	2020 r.	29.01	4,1% (2019 r.)		-2,8%
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	styczeń	1.02	51,7 pkt.		51,5 pkt.

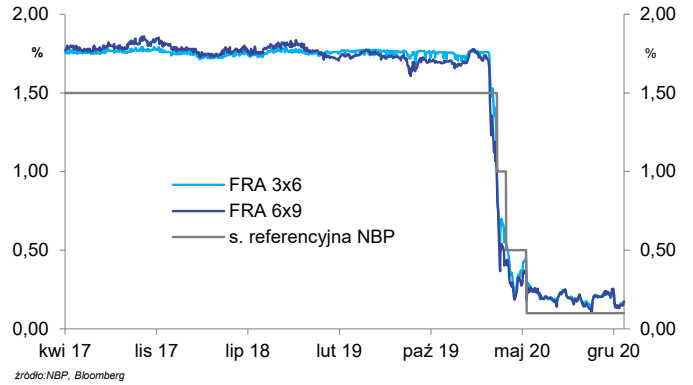
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	grudzień	8.01	336 tys.	-140 tys.	
Stopa bezrobocia	US	grudzień	8.01	6,7%	6,7%	
Wzrost PKB	CHN	IV kw.	18.01	4,9% r/r	6,5% r/r	
Posiedzenie EBC	EMU	styczeń	21.01	0,0% / -0,5% r/r	0,0% / -0,5% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	22.01	55,2 pkt.	54,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	22.01	46,4 pkt. pkt.	45,0 pkt.	
Posiedzenie FOMC	US	styczeń	27.01	0,00% - 0,25%		0,00% - 0,25%
Wzrost PKB (wst.)	US	IV kw.	28.01	33% kw/kw (anual.)		4,2% kw/kw (anual.)
Wzrost PKB (wst.)	DE	IV kw.	29.01	8,5% kw/kw		0,0% kw/kw
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	styczeń	30.01	51,9 pkt.		51,5 pkt.
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	styczeń	30.01	55,7 pkt.		54,9 pkt.
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	styczeń	1.02	53,0 pkt.		52,5 pkt.
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	styczeń	1.02	60,7 pkt.		59,8 pkt.

Rynki finansowe

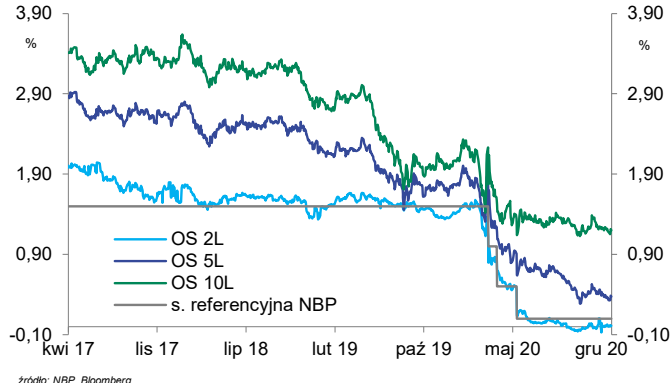
Krajowe stopy procentowe



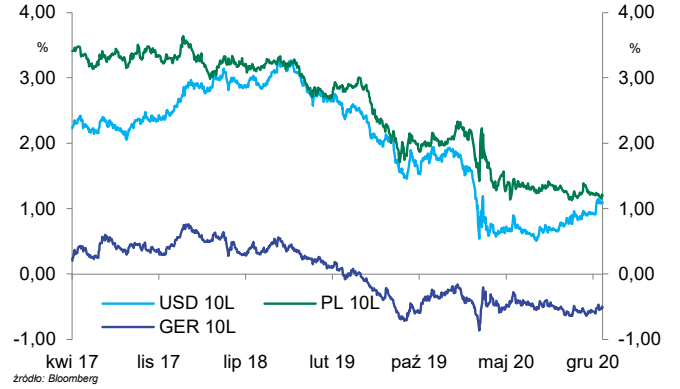
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



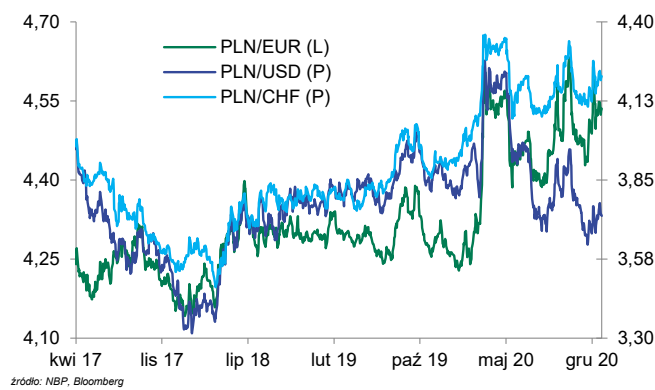
Rentowności obligacji skarbowych



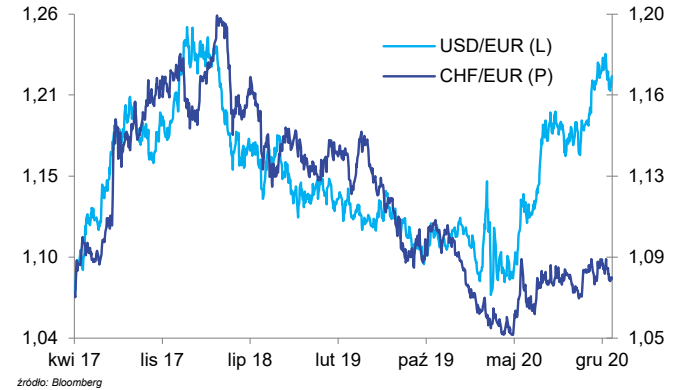
Rentowności obligacji skarbowych



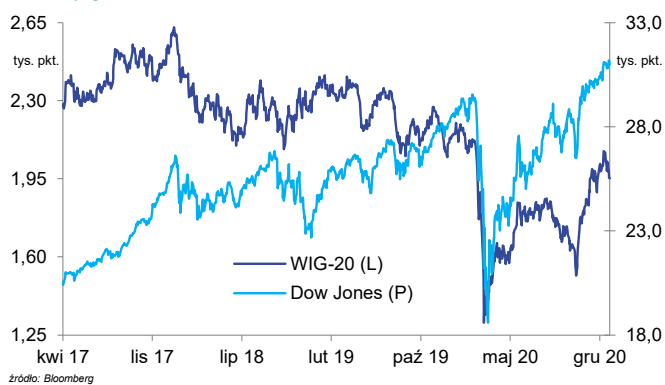
Notowania kursu złotego



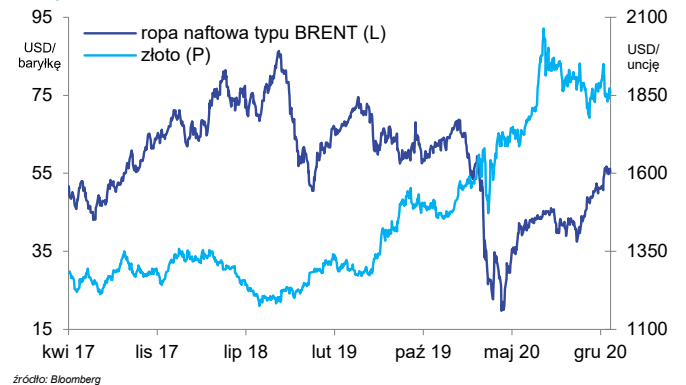
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

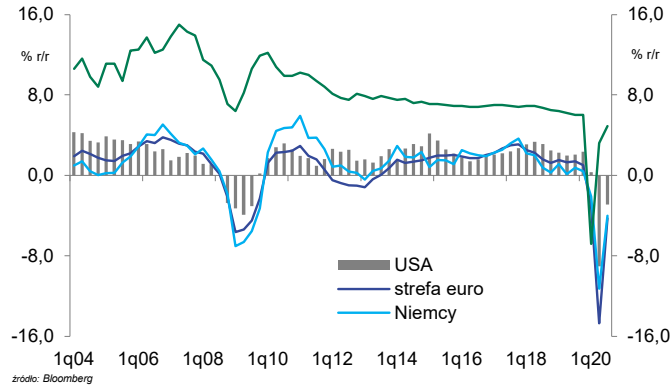


Ceny surowców

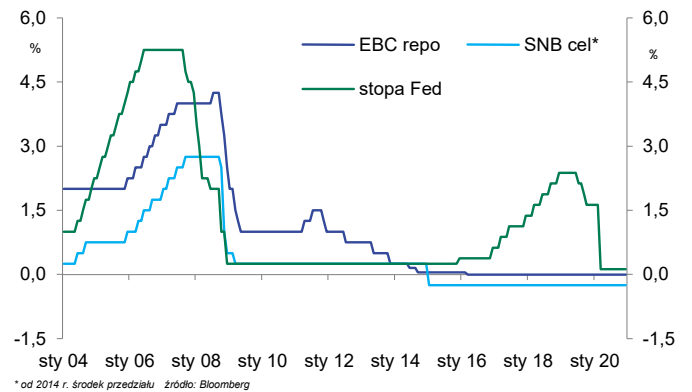


Sfera realna

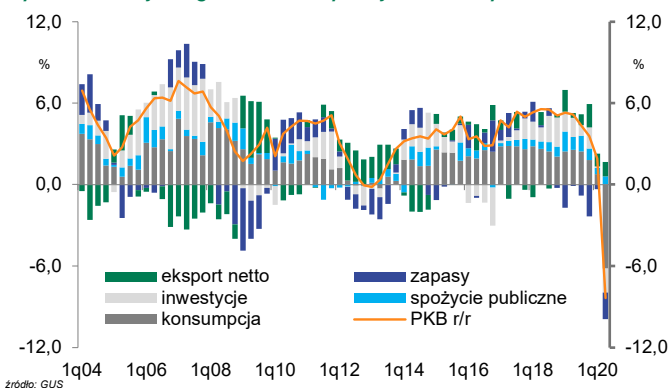
Wzrost PKB za granicą



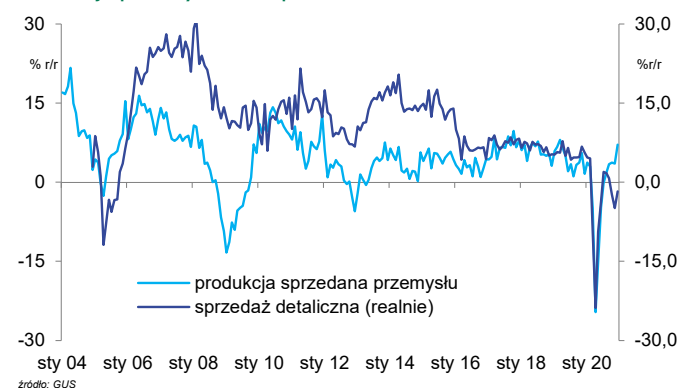
Stopy procentowe za granicą



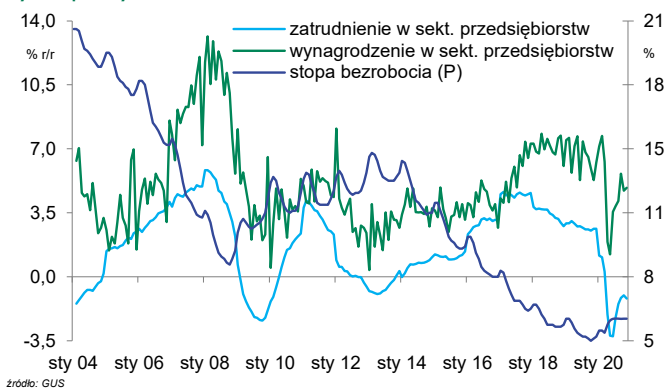
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



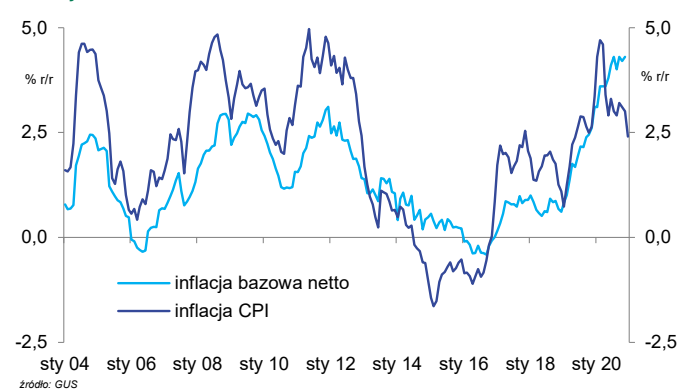
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



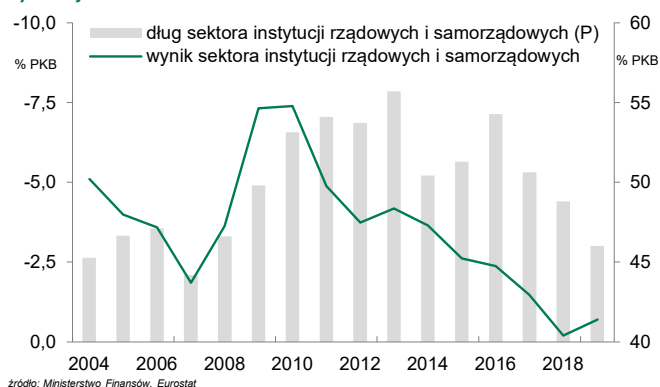
Rynek pracy



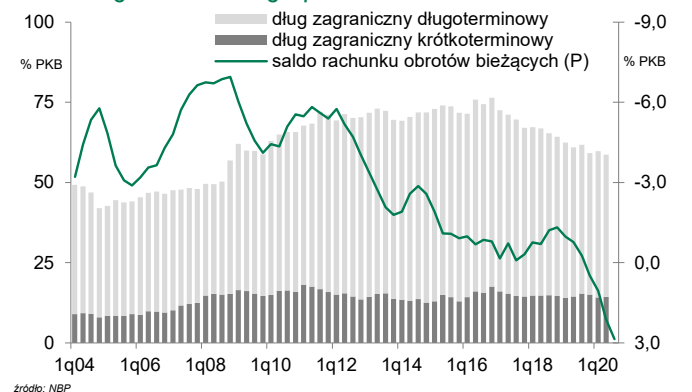
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2020	15.01.2021	22.01.2021	28.02.2021	31.03.2021	30.06.2021
Stopa lombardowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Stopa referencyjna NBP	%	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WIBOR 3M	%	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20	0,20
Obligacje skarbowe 2L	%	0,01	0,00	0,01	0,05	0,05	0,05
Obligacje skarbowe 5L	%	0,41	0,33	0,38	0,40	0,45	0,50
Obligacje skarbowe 10L	%	1,22	1,18	1,20	1,25	1,30	1,35
PLN/EUR	PLN	4,61	4,55	4,54	4,53	4,51	4,47
PLN/USD	PLN	3,76	3,75	3,73	3,72	3,73	3,74
PLN/CHF	PLN	4,26	4,22	4,21	4,19	4,18	4,13
USD/EUR	USD	1,22	1,21	1,22	1,22	1,21	1,20
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,25	0,25	0,25
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,50
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	0,91	1,08	1,09	1,00	1,00	1,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,58	-0,54	-0,52	-0,50	-0,50	-0,45

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiejkolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.