

KOMENTARZ TYGODNIOWY

22 marca 2021

Gołębie przestanie Fed, rentowności obligacji w USA nadal rosną. W Polsce ogólnokrajowy lockdown.

Miniony tydzień upłynął pod znakiem rosnących rentowności obligacji skarbowych w USA. Podczas posiedzenia w ubiegłym tygodniu FOMC podtrzymał preferencję dla utrzymania do 2023 r. stabilnych stóp procentowych pomimo wyraźnej korekty w górę krótkoterminowych prognoz wzrostu PKB i oczekiwanego wzrostu inflacji do 2% w 2021 r. Prezes Fed wystąpił jednoznaczny sygnał, że FOMC jest gotów utrzymywać ultra-luźną politykę monetarną do czasu kiedy będzie miał przekonanie, że gospodarka i rynek pracy powróciły do trwałej poprawy, zaś inflacja – trwale powróciła w okolice celu Fed na poziomie 2%. Takie podejście FOMC zakotwiczyło na niskim poziomie krótkie stopy procentowe, lecz, inaczej niż przy podejściu EBC (zadeklarowane tydzień wcześniej zwiększenie skupu obligacji), nie ograniczyło presji na wzrost rentowności 10-letnich obligacji, które przekroczyły poziom 1,7%. Wzrostowi rentowności towarzyszyła podwyższona zmienność na rynkach akcji.

W Europie Środkowej postępuje trzecia fala pandemii, w Europie Zachodniej sytuacja jest bardziej zróżnicowana, z kolei w USA wyhamował dotychczasowy spadkowy trend zachorowań. W Unii Europejskiej tempo szczepień pozostaje wolne, a w ubiegłym tygodniu sytuację dodatkowo skomplikowało czasowe zawieszenie przez niektóre państwa szczepień preparatem AstraZeneca. Po informacji Europejskiej Agencji Leków o możliwości bezpiecznego stosowania szczepionki większość państw wznowiła szczepienia, niemniej np. państwa nordyckie utrzymały zawieszenie.

W Polsce miniony tydzień przyniósł dalsze wyraźne pogorszenie sytuacji epidemicznej, obecnie sytuacja pod wieloma względami (m.in. obciążenie służby zdrowia) przypomina już II falę pandemii z jesieni 2020 r. W tych warunkach rząd zdecydował o przywróceniu w całym kraju lockdownu w zakresie jaki obowiązywał na przełomie 2020/2021. Pogorszenie sytuacji epidemicznej w warunkach słabszych nastrojów globalnych osłabiło w minionym tygodniu złotego i rodzimy rynek akcji.

Opublikowane w minionym tygodniu lutowe dane nt. polskiej gospodarki generalnie zaskoczyły *in minus*. Na podstawie dotychczasowych informacji z gospodarki oraz uwzględnienia skutków gospodarczych wprowadzenia ogólnopolskiego lockdownu obniżyliśmy prognozę PKB na 2021 r. z 4,0% do 3,7%.

Kalendarz publikacji danych z gospodarki światowej jest w tym tygodniu bogaty. W USA oczekiwane będą przede wszystkim lutowe wyniki indeksu inflacji PCE, zaś w trefie euro – wstępne marcowe odczyty indeksów koniunktury PMI.

Nadal uważamy, że w średnim okresie trend wzrostowy rentowności ulegnie zahamowaniu, przy czynnikach ograniczających trwały wzrost inflacji, niemniej póki co czynnik ten może nadal generować podwyższoną zmienność na rynkach. Z kolei na krajowym rynku krótkoterminowe ryzyka związane z pogorszeniem sytuacji epidemicznej oraz ryzykiem wprowadzenia dodatkowych obostrzeń (np. dotyczących kolejnych obszarów usług) wskazują na ryzyko utrzymania presji na złotego i krajowy rynek akcji.

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

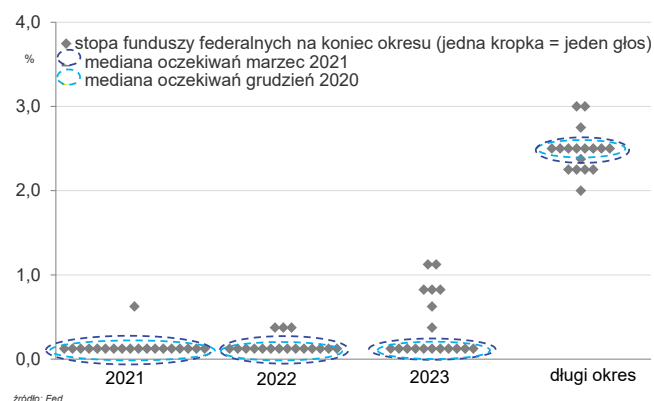
Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

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

Pomimo bardziej optymistycznych prognoz gospodarczych większość członków FOMC nadal oczekuje stabilizacji stóp procentowych do 2023 r.

- Komitet Otwartego Rynku Fed (FOMC) na ubiegłotygodniowym posiedzeniu utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę funduszy federalnych w przedziale 0,00% - 0,25%. Komitet zapowiedział także utrzymanie dotychczasowej skali skupu aktywów.
- W warunkach znaczącej poprawy sytuacji epidemicznej, w tym dzięki dynamicznemu procesowi szczepień oraz pakietowi fiskalnemu, w najnowszej projekcji makroekonomicznej członków FOMC skokowo wzrosła mediana prognoz wzrostu PKB w 2021 r. (do 6,5% r/r). Obniżona została prognoza stopy bezrobocia oraz podwyższona prognoza inflacji w krótkim okresie. Jednocześnie prognozy na lata 2022-2023 zmieniły się w niewielkim stopniu w stosunku do prognoz grudniowych.
- Pomimo wyraźnego podwyższenia krótkoterminowych prognoz nie zmieniły się jednak istotnie oczekiwania członków FOMC dot. ścieżki stóp procentowych. Kilku członków oczekuje obecnie szybszego rozpoczęcia podwyżek stóp lub/i zwiększenia ich skali, niemniej w dalszym ciągu mediana tych prognoz wskazuje na utrzymanie bieżącego poziomu stóp procentowych Fed do końca 2023 r.
- W ocenie większości członków FOMC – sytuacja na rynku pracy jest nadal daleka od tej sprzed pandemii, co będzie skutkowało jedynie okresowym wzrostem inflacji w nadchodzących miesiącach. Zapewne brak istotnej zmiany w projekcjach członków FOMC wynika z ograniczonej zmiany w długookresowych prognozach dotyczących gospodarki, a przede wszystkim ze zmiany jakiej FOMC dokonał w sierpniu 2020 r. w kontekście celu inflacyjnego banku centralnego, które oznaczają konieczność trwalszego wzrostu inflacji w kierunku 2,0%.
- W kontekście ewentualnych zmian w polityce pieniężnej prezes Powell kilkakrotnie podkreślił, że dla podejmowania takich decyzji konieczna jest „rzeczywista poprawa”, a nie „prognozowana poprawa” w gospodarce. Oznacza to, że FOMC będzie podejmował decyzje o ewentualnym zacieśnieniu polityki monetarnej po tym jak gospodarka będzie trwale na ścieżce solidnego wzrostu, a inflacja na trwałe powróci w okolice pożądanego przez Fed. Tym samym prezes Fed wyraźnie zasygnalizował odległą perspektywę zaostrzenia polityki pieniężnej.

Oczekiwania członków FOMC dot. poziomu stóp procentowych Fed (jedna kropka to jeden głos)



Oczekiwania członków FOMC dot. PKB, bezrobocia i inflacji

wskaźnik	data prognozy	2021	2022	2023	średnia długookresowa
wzrost PKB %	mar 21	5,8-6,6	3,0-3,8	2,0-2,5	1,8-2,0
	gru 20	3,7-5,0	3,0-3,5	2,2-2,7	1,7-2,0
stopa bezrobocia %	mar 21	4,2-4,7	3,6-4,0	3,2-3,8	3,8-4,3
	gru 20	4,7-5,4	3,8-4,6	3,5-4,3	3,9-4,3
wskaźnik inflacji PCE %	mar 21	2,2-2,4	1,8-2,1	2,0-2,2	2,0
	gru 20	1,7-1,9	1,8-2,0	1,9-2,1	2,0
wskaźnik bazowy inflacji PCE %	mar 21	2,0-2,3	1,9-2,1	2,0-2,2	-
	gru 20	1,7-1,8	1,8-2,0	1,9-2,1	-

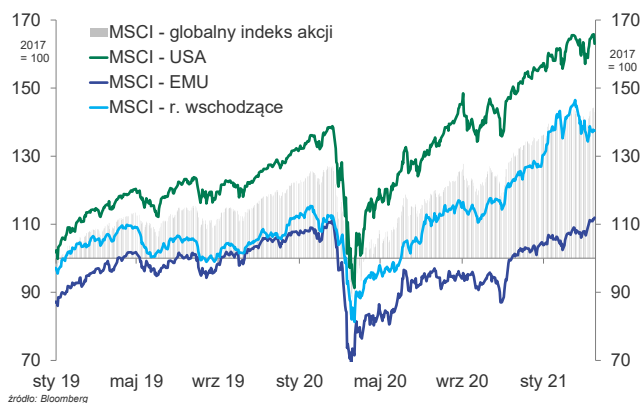
źródło: Fed

- Opublikowane w minionym tygodniu dane nt. gospodarki amerykańskiej zaskoczyły *in minus*. Lutowa produkcja przemysłu i sprzedaż detaliczna ukształtowała się poniżej oczekiwań. Niemniej, pogorszenie to należy przypisywać raczej podwyższonej zmienności miesięcznych danych, niż odczytywać jako sygnał pogorszenia perspektyw gospodarki USA. W przypadku sprzedaży detalicznej należy zwrócić uwagę, że mocny lutowy spadek sprzedaży o 3% m/m nastąpił po skorygowanym w górę fenomenalnym wzroście w styczniu o 7,6% m/m. Z kolei lutowy spadek produkcji o 2,2% m/m należy wiązać z zakłóceniami w sektorze energetycznym i działami z nim związanymi w następstwie potężnych burz śnieżnych, które nawiedziły USA w lutym tego roku.

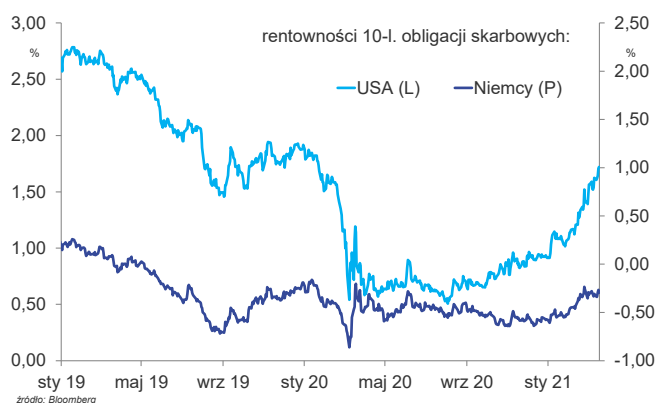
Kontynuacja wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych, spadki na rynku akcji

- Podtrzymanie przez FOMC deklaracji stabilizacji krótkoterminowych stóp procentowych nie powstrzymało trendu wzrostowego rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w USA. W minionym tygodniu rentowności papierów 10-letnich wzrosły o kolejne 10 pkt. baz i przekroczyły poziom 1,70%, osiągając poziom najwyższy od stycznia ubiegłego roku. Oczekując trwałego odbicia gospodarczego i przekroczenia w krótkim okresie poziomu inflacji 2%, rynek obecnie dyskontuje trzy podwyżki stóp procentowych po 25 pkt. baz. w 2023 r.
- Wzrost rentowności w USA pociągnął za sobą okresowy wzrost rentowności 10-letnich obligacji w Niemczech, jednak okazał się on nietrwały i w rezultacie w skali całego tygodnia rentowności wzrosły zaledwie o 1 pkt. baz. do -0,30%.
- Podtrzymanie przez FOMC i prezesa Fed deklaracji utrzymania ultra-luźnej polityki monetarnej w dłuższej perspektywie nie wystarczyły do podtrzymania trendu wzrostowego na rynkach akcji obserwowanego w dwóch poprzednich tygodniach. Obawy przed wyższymi dłuższymi rynkowymi stopami procentowymi, przy braku nowych impulsów wzrostowych, przyniosły spadek indeksu rynku akcji MSCI w USA (o 0,8%) i indeksu MSCI dla rynków wschodzących (-0,9%). Notowania spółek technologicznych w USA oraz aktywa z rynków wschodzących są szczególnie wrażliwe na wzrost rynkowych stóp w USA.

Na globalnym rynku akcji wzrost zmienności...



...ponowny silniejszy wzrost rentowności obligacji w USA, stabilizacja w Niemczech



- Z kolei w przypadku europejskiego rynku wpływ wyższych rentowności nie jest tak dotkliwy ze względu na dominację spółek zależnych od perspektyw wzrostu gospodarczego. Zapewne ten czynnik, w połączeniu z tym, że europejskie rynki przez dłuższy czas zachowały się wyraźnie słabiej od giełd w USA i na rynkach wschodzących, spowodował, że w minionym tygodniu indeks MSCI dla rynków strefie euro uniknął spadku i ustabilizował się w skali tygodnia.
- Na globalnym rynku walutowym w przypadku walut głównych gospodarek rozwiniętych zmiany notowań były niewielkie. Kursy dolara, franka szwajcarskiego oraz jena w relacji do koszyka walut praktycznie nie zmieniły się w skali tygodnia. Euro i funt lekko (0,3%) straciły na wartości. W efekcie w skali tygodnia kurs USD/EUR pozostał w przedziale 1,19 – 1,20 USD/EUR.
- Znacznie większa zmienność panowała w minionym tygodniu przypadku kursów poszczególnych walut rynków wschodzących, od początku roku znajdujących się pod zwiększoną presją w związku ze wzrostem rentowności obligacji w USA (w szczególności w przypadku walut państw Ameryki Południowej). W minionym tygodniu traciły na wartości waluty Europy Środkowej z powodu pogorszenia sytuacji epidemicznej w regionie oraz rubel za sprawą sankcji USA wobec Rosji. W minionym tygodniu podwyżką / skalą podwyżki stóp zaskoczyły bank centralny Rosji i Turcji.
- Na polskim rynku miniony tydzień przyniósł silniejszą korektę notowań na rynku akcji i na rynku walutowym. Kombinacja większej niepewności na globalnym rynku, także w odniesieniu do rynków wschodzących oraz dalsze pogorszenie sytuacji epidemicznej w Polsce w połączeniu z przywróceniem od minionego weekendu ogólnokrajowego lockdownu przyczyniły się do osłabienia rodzimych aktywów.
- WIG spadł w skali tygodnia o 4,1%, tym samym warszawska giełda była w minionym tygodniu jedną z najstabszych w Europie. Kurs złotego w relacji do koszyka walut spadł o blisko 1% – na koniec tygodnia złoty osiągnął poziom 4,62 PLN/EUR, 3,89 PLN/USD oraz 4,18 PLN/CHF.
- Jedynie krajowy rynek obligacji zyskał na wartości w minionym tygodniu. Wbrew tendencjom na rynkach bazowych rentowności krajowych obligacji w trakcie tygodnia spadły od 3 pkt. baz. na krótkim końcu do 4 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Na rynek mógł wpłynąć skup obligacji przez NBP na sumę 3,75 mld na ubiegłotygodniowym przetargu (najwięcej od lipca ub.r.) po opublikowanym 12 marca komunikacie NBP wskazującym na niepożądaną według banku centralnego wzrost rentowności obligacji oraz sugerujący możliwość zwiększenia aktywności NBP na rynku wtórnym obligacji. Na koniec tygodnia rentowności krajowych obligacji 10-letnich ukształtowały się na poziomie 1,50%.

Pogarsza się sytuacja epidemiczna w Europie...

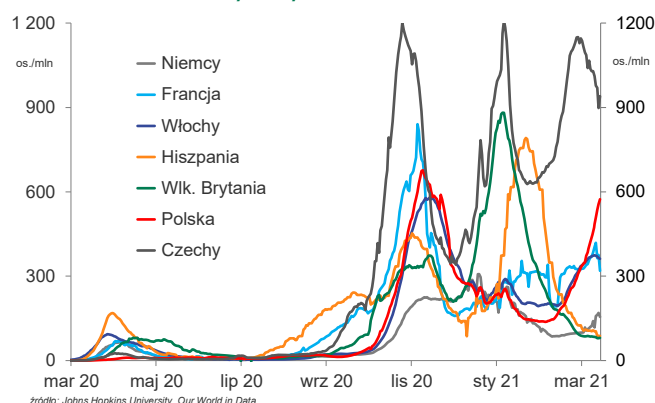
- Miniony tydzień przyniósł pogorszenie sytuacji epidemicznej w Europie. Najtrudniejsza sytuacja panuje nadal w Europie Środkowej, gdzie trzecia fala pandemii nabrała tempa (najwyższe dzienne przyrosty zachorowań notowane są w Czechach, Estonii, na Węgrzech i w Polsce). W Europie Zachodniej i Południowej sytuacja pozostaje zróżnicowana, przy poprawie sytuacji m.in. w Wielkiej Brytanii, Hiszpanii czy Portugalii oraz dalszym pogorszeniu sytuacji epidemicznej m.in. we Włoszech, Francji, Holandii, Austrii czy Szwecji oraz początkach wzrostu liczby zakażeń w Niemczech. W USA dzienna liczba zachorowań ustabilizowała się na niskim poziomie, z kolei kraje Ameryki Południowej doświadczają wyraźnego pogorszenia sytuacji.

- W Unii Europejskiej tempo szczepień pozostaje powolne, a w ubiegłym tygodniu sytuację dodatkowo skomplikowało czasowe zawieszenie przez niektóre państwa szczepień preparatem AstraZeneca. Po informacji w ubiegły czwartek Europejskiej Agencji Leków o możliwości bezpiecznego stosowania szczepionki większość państw wznowiła szczepienia, niemniej np. państwa nordyckie utrzymały zawieszenie. Solidne tempo szczepień utrzymuje się w USA oraz Wielkiej Brytanii.
- W Polsce dotychczas zaszczepiono ponad 3,2 mln osób (8,5% populacji), w tym 1,80 mln osób zostało zaszczepionych w pełni (4,7% populacji).

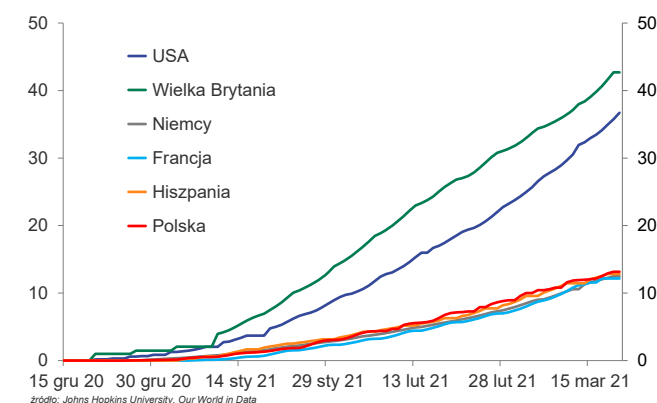
... w tym w Polsce, co spowodowało przywrócenie ogólnopolskiego lockdownu

- W Polsce postępuje pogorszenie sytuacji epidemicznej. Z początkiem bieżącego tygodnia 7-dniowa średnia liczba zachorowań przekroczyła 22 tys. (wzrost o ponad 30% w skali tygodnia). Utrzymuje się ok. 30% dynamika średniej liczby zleczanych testów przez lekarzy POZ. Stopień obciążenia łóżek i respiratorów covidowych wynosi 75%, kształtując się w okolicach poziomów z listopada ub.r., kiedy to część ekspertów oceniała, że system opieki zdrowotnej znajduje się na granicy wydolności.
- Wobec pogarszającej się sytuacji epidemicznej rząd zdecydował o rozszerzeniu lockdownu na całą Polskę od 20 marca do 9 kwietnia, zasady jak dotychczas w regionach z zastrzonymi restrykcjami, tj.: - ograniczenie działania galerii handlowych (zamknięte sklepy z wyjątkiem m.in.: sklepów spożywczych, aptek i drogerii, salonów prasowych, księgarni, sklepów z artykułami budowlanymi, usług fryzjerskich, optycznych, bankowych), - zamknięcie hoteli, - zamknięcie obiektów kultury i rozrywki (kina, teatry, muzea, galerie, baseny, solaria i obiekty sportowe). Ponadto do 9 kwietnia na naukę zdalną mają przejść także dzieci ze szkoły podstawowej klas 1-3. Rząd zaapelował także do pracodawców, urzędów publicznych, by w miarę możliwości wprowadzić pracę zdalną.
- Minister zdrowia Adam Niedzielski wskazał w minionym tygodniu, że przy drastycznym pogorszeniu sytuacji epidemicznej rząd może zdecydować się na wprowadzenie jeszcze większych obostrzeń niż obecnie. Medialne niepotwierdzone wskazują na rozważane rozszerzenie obostrzeń na kolejne obszary usług (m.in. usługi fryzjerskie czy kosmetyczne).

Zróżnicowana sytuacja epidemiczna w Europie (średnia 7-dn. na 1 mln mieszkańców), wyraźny wzrost zachorowań w Polsce



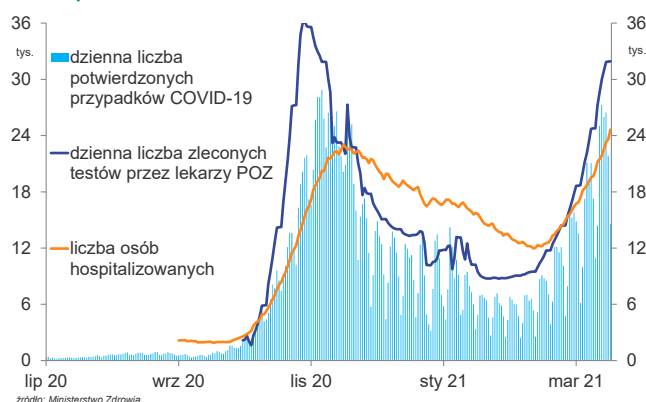
Utrzymujące się regionalne różnice w tempie szczepień przeciwko COVID-19 (liczba szczepień na 100 mieszkańców)



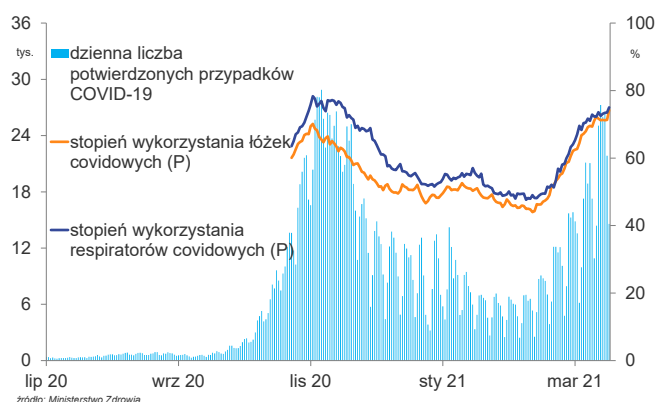
Stabsze od oczekiwań lutowe wyniki polskiej gospodarki

- Opublikowane w minionym tygodniu lutowe dane ze sfery realnej polskiej gospodarki zaskoczyły w większości negatywnie.
- Już niejako standardowo najlepsza sytuacja utrzymuje się w przemyśle. Choć lutowa roczna dynamika wzrostu (+2,7% r/r) ukształtowała się poniżej oczekiwań, to błąd prognozy był związany z oszacowaniem wpływu czynników kalendarzowych. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych tych efektów produkcja w lutym wzrosła. Dynamika produkcji była co prawda niższa niż w miesiącach wcześniejszych, niemniej trudno oczekiwać utrzymywania podwyższonych dynamik wzrostu, które na przełomie roku były bardzo solidne. Sam fakt kontynuacji wzrostu aktywności w sektorze, po jej dynamicznych wzrostach od wielu miesięcy uznajemy za korzystny.
- Struktura danych wskazuje, że wciąż najsilniej rosną działy o wysokim udziale sprzedaży eksportowej, choć wydaje się, że w porównaniu do danych sprzed kilku miesięcy następuje w ich przypadku wyraźniejsze wyhamowanie wzrostu. Jednocześnie można zauważyć pewne zróżnicowanie w poszczególnych działach, np. słabsze wskaźniki produkcji w transporcie (zarówno produkcji samochodów i części, jak i pozostałego sprzętu transportowego), przy wciąż rewelacyjnych wynikach produkcji urządzeń elektrycznych oraz komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych. Oceniamy, że poprawa następuje w pozostałych działach o przeważającej sprzedaży krajowej. Stabilne wyniki notują działy o wysokim powiązaniu z budownictwem.
- Stabilne wskaźniki produkcji w działach o wysokim udziale produkcji na potrzeby budownictwa są jednym z czynników pozwalających podtrzymać oczekiwania odbicia aktywności w budownictwie, pomimo jej bardzo silnego spadku w lutym. Lutowa produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w skali roku o 16,9% r/r, wobec spadku o 10,0% r/r w styczniu. Po wyraźnie lepszych danych z sektora budowlanego z przełomu 2020 / 2021 (w szczególności ze stycznia) w lutym produkcja budowlana spadła aż o 7,0% m/m w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości.
- Tak słabe dane mogłyby wskazywać na wyhamowanie notowanej od jesieni poprawy, pozostajemy natomiast póki co ostrożni co do takich wniosków. Z początku roku negatywnie na wyniki budownictwa mogły wpłynąć warunki pogodowe, choć w styczniu tego efektu w statystykach dot. produkcji budowlano-montażowej nie było widać. Być może dłuższy okres niskich temperatur, a przede wszystkim większa skala opadów śniegu, silniej wpłynęły na lutową produkcję budowlaną.

W Polsce rośnie liczba zachorowań, osób hospitalizowanych i zleconych testów...

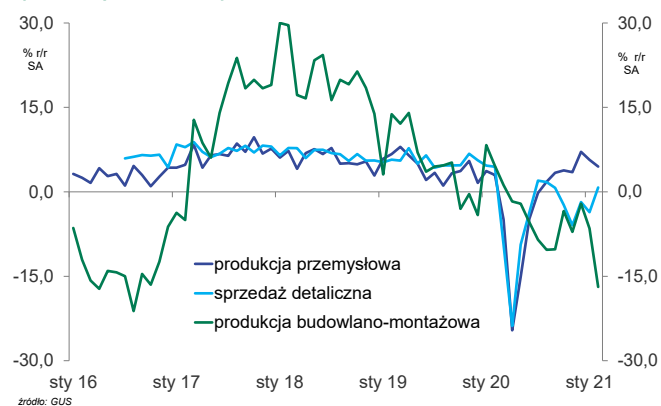


...obłożenie szpitalnych łóżek i respiratorów COVID-19 na poziomach z jesieni 2020 r.

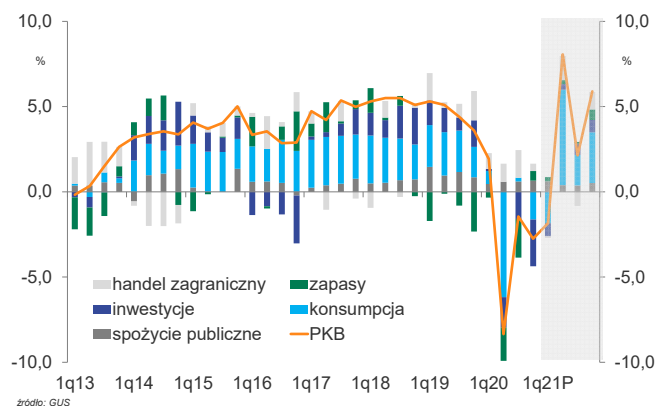


- W zakresie działań produkcji silniej powiązanych z budownictwem infrastrukturalnym można wskazać na notowaną od ponad dwóch lat wyższą zmienność miesięcznych danych, niemniej lutowe osłabienie w głównej mierze dotyczyło aktywności firm w zakresie wznoszenia budynków.
- Z szerszymi wnioskami dot. perspektyw aktywności w budownictwie – które w naszej ocenie powinny być coraz lepsze – wstrzymujemy się do publikacji marcowych danych.
- Lutowe odbicie sprzedaży detalicznej (-3,1% r/r wobec -6,0% r/r) było słabsze wobec oczekiwań silniejszej poprawy wraz z ponownym otwarciem wszystkich obiektów handlowych i usługowych (poza restauracjami) w galeriach handlowych. Faktycznie w części kategorii odnotowano bardzo silną poprawę wyników sprzedaży (odzież i obuwie, prasa i książki). Słabszy wynik był natomiast efektem silniejszego od założeń spadku dynamiki sprzedaży żywności oraz leków i produktów farmaceutycznych, tj. kategorii, które pod koniec lutego 2020 r. notowały bardzo wysokie wzrosty sprzedaży z tytułu tzw. „zakupów na zapas” wraz z pojawiającymi się doniesieniami o rosnącym ryzyku epidemicznym.
- Słabsze dane dot. sprzedaży detalicznej nie wskazują natomiast na sygnały wyraźniejszego wyhamowania popytu, przy wciąż np. solidnych wzrostach sprzedaży mebli oraz sprzętu RTV i AGD. Takiej sytuacji sprzyja cały czas ograniczona skala pogorzenia sytuacji na rynku pracy. Silniejszy od oczekiwań lutowy wzrost dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (do -1,7% r/r z -2,0% r/r) potwierdza, że styczniowy silny spadek tej dynamiki był wyłącznie efektem statystycznym zmiany próby badania.
- Oczywiście słabsza sytuacja na rynku pracy, przy niższym poziomie zatrudnienia oraz wyraźnie niższym tempie wzrostu wynagrodzeń (poniżej 5,0% r/r) będą ograniczały skalę oczekiwanego ożywienia popytu konsumpcyjnego, przy dominującym efekcie od marca bardzo niskich baz odniesienia.
- Cały czas zatem oczekujemy solidnego wzrostu aktywności w 2021 r., niemniej przy przedłużających się restrykcjach zakładamy, że skala tego wzrostu będzie niższa, wobec prognoz dotychczasowych.

W lutym negatywne niespodzianki w wynikach produkcji i sprzedaży detalicznej...



...ogólnokrajowy lockdown i słabsze dane za luty poskutkowały obniżeniem prognozy PKB na I poł. roku



Wprowadzenie ogólnokrajowego lockdownu poskutkowało obniżeniem prognozy PKB w 2021 r. do 3,7%

- Słabsze lutowe dane ze sfery realnej polskiej gospodarki, a przede wszystkim rozszerzenie na cały kraj restrykcji epidemicznych od 20.03 poskutkowało korektą w dół naszej prognozy wzrostu PKB na 2021 r.
- Biorąc pod uwagę lutowe wyniki ze sfery realnej jak również nasze założenia związane z sytuacją epidemiczną: utrzymanie restrykcji dot. galerii handlowych, obiektów kultury i rozrywki oraz hoteli do 15.04 oraz restauracji do 1.05 skorygowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu PKB na 2021 r. do 3,6% - 3,7% r/r wobec dotychczasowej prognozy 4,0%. Choć bieżące obostrzenia obowiązują do 9.04, doświadczenia z przeszłości wskazują raczej na późniejszy od pierwotnych zapowiedzi termin odchodzenia od restrykcji. Zakładamy natomiast, że w perspektywie 4-6 tygodni kumulacja czynników: ograniczenia skali 3 fali zachorowań oraz poprawa warunków pogodowych, sprzyjająca mniejszemu ryzyku epidemicznemu powinny sprzyjać odmrażaniu aktywności w trakcie II kw.
- Szacujemy, że w I kw. br. PKB obniży się o 1,8% r/r, przy założeniu odbicia marcowej produkcji budowlano-montażowej oraz już pojawiających się pozytywnych efektach bazy odniesienia dla aktywności w handlu i przemyśle oraz części usług. Wydłużenie restrykcji na II kw. przekłada się natomiast na prognozowaną niższą skalę odbicia PKB w II kw. do ok. 8% r/r. W II poł. roku także głównym czynnikiem wpływającym na roczne wskaźniki będą bazy odniesienia, które poskutkują wzrostem PKB w III kw. o ok. 2,0% r/r oraz w IV kw. o ok. 6,0% r/r.
- W powyższych prognozach nadal zakładamy: silniejsze odbicie (do +8,0% r/r z +2,5% r/r w 2020 r.) publicznych inwestycji infrastrukturalnych (choć przy jeszcze ograniczonym wpływie napływu środków w ramach Funduszu Odbudowy UE), utrzymania słabych nakładów inwestycyjnych firm (ok. 0,0% r/r wobec szacowanych -11,5% r/r w ub.r.), stopniowego hamowania dotychczas bardzo silnego ożywienia aktywności w przemyśle, w tym w eksporcie. Efekty bazy będą silnie podwyższać dynamikę spożycia gospodarstw domowych, niemniej wzrost ten będzie hamowany trwale niższym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Szacujemy, że dynamika konsumpcji prywatnej wyniesie +3,7% r/r wobec -3,0% r/r w 2020 r.
- Jednocześnie uważamy, że bilans ryzyka dla prognozy ciąży silniej w kierunku słabszego wzrostu aktywności. Taka ocena wynika nie tylko z nadal niestabilnej sytuacji epidemicznej, ale także niepewności co do opóźnionych trwałych skutków pandemii (tj. upadłości firm, ograniczenia kosztów firm skutkujących obniżeniem zatrudnienia, w szczególności po zakończeniu okresu stabilnego zatrudnienia wymaganego przez tarcze antykrzysowe i finansowe).

W bieżącym tygodniu bogaty kalendarz publikacji danych – w centrum uwagi inflacja w USA i koniunktura w strefie euro

- Kalendarz publikacji danych z gospodarki światowej jest w tym tygodniu znacznie bogatszy niż w ostatnich dwóch tygodniach.
- W USA w kontekście ostatnich reflacyjnych obaw rynkowych oczekiwane będą przede wszystkim lutowe wyniki indeksu inflacji PCE, preferowanej przez Fed miary inflacji. W tym tygodniu opublikowane zostaną także lutowe dochody i wydatki konsumentów.

- W USA ponadto w tym tygodniu zaplanowane jest wystąpienie prezesa Fed J. Powella oraz Sekretarz Skarbu J. Yellen przed komisją senacką.
- W strefie euro najistotniejsze będą wstępne marcowe odczyty indeksów koniunktury PMI. W ich świetle oceniana będzie dotychczas bardzo dobra koniunktura w przemyśle oraz stan trapiących ostrymi lockdownami usług.
- W tym tygodniu odbędzie się także szczyt Unii Europejskiej, który w agendzie ma m.in. ocenę procesu szczepień w UE.
- Z kolei w Polsce, po serii publikacji danych w minionym tygodniu, w tym tygodniu została już tylko publikacja nt. bezrobocia rejestrowanego w lutym.

W średnim okresie oczekiwane ograniczenie ryzyk związanych z inflacją, w Polsce w krótkim okresie istotne ryzyko epidemiczne

- Podtrzymujemy naszą ocenę o ograniczonej przestrzeni dla średnioterminowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i krajowych papierów.
- Jak już wskazywaliśmy wielokrotnie, pomimo oczekiwanej poprawy sytuacji gospodarczej, nie oczekujemy silnego i trwałego wzrostu inflacji w gospodarce globalnej. Przy bardzo niskich bazach odniesienia z 2020 r. wzrost inflacji w 2021 r. będzie wyraźny, niemniej przy wciąż sytuacji na rynku pracy dużo słabszej niż przed pandemią i ograniczeniu presji płacowej, nie sądzimy, aby wzrost kosztów surowców doprowadził do trwałego wzrostu inflacji. Z tego względu, przy znaczących wyzwaniach średnioterminowych dla gospodarek oczekujemy bardzo powolnego odchodzenia banków centralnych od luzowania polityki pieniężnej i co za tym idzie ograniczonego potencjału dla wzrostu długoterminowych stóp procentowych.
- Jednocześnie jednak najbliższe miesiące przyniosą wzrost inflacji w USA i strefie euro, co czasowo będzie wspierało reflacyjne oczekiwania rynkowe, skutkując podwyższoną zmiennością na globalnym rynku finansowym.
- Z kolei na krajowym rynku pogorszenie sytuacji epidemicznej oraz ryzyko wprowadzenia dodatkowych obostrzeń w stosunku do tych, które zostały wprowadzone w minionym tygodniu, wskazują na krótkookresowe ryzyko utrzymania negatywnej presji na złoto i krajowy rynek akcji.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Stopa bezrobocia w lutym (23 marca)**

Oczekujemy, że w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego lekko obniżyła się do 6,4% z 6,5% w styczniu. Zakładamy, że w lutym doszło do minimalnego spadku stopy bezrobocia (gł. efekt zaokrąglenia do pierwszego miejsca po przecinku) zarówno z tytułu efektów cyklicznych jak i sezonowych. Według prognoz resortu pracy stopa bezrobocia rejestrowanego w lutym wyniosła 6,5%.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 23 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia, luty	6,5%	6,5%	6,4%
15:00	US	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, luty	923 tys. anual.	875 tys. anual	-
środa 24 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec (wst.)	60,7 pkt.	60,6 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, marzec (wst.)	45,7 pkt.	46,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, marzec (wst.)	57,9 pkt.	57,8 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, marzec (wst.)	45,7 pkt.	46,0 pkt.	-
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, luty	3,4% m/m	0,7% m/m	-
15:00	US	Wystąpienia prezesa Fed J. Powella i Sekretarz Skarbu J. Yellen przed komisją senacką	-	-	-
czwartek 25 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	UE	Szczyt UE	-	-	-
09:30	SWI	Ogłoszenie decyzji Banku Szwajcarii	-0,75%	-0,75%	-0,75%
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 20.03	770 tys.	730 tys.	-
piątek 26 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, marzec	92,4 pkt.	93,2 pkt.	-
13:30	US	PKB, IV kw. (ost.)	4,0% kw/kw anual. (2. szac.)	4,1% kw/kw anual.	-
13:30	US	Dochody gospodarstw domowych, luty	10,0% m/m	-7,2% m/m	-
13:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, luty	2,4% m/m	-0,8% m/m	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, luty	1,5% r/r	1,6% r/r	-
13:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, luty	1,5% r/r	1,5% r/r	-
15:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów U. Michigan, marzec (ost.)	83,0 pkt. (wst.)	83,6 pkt.	-
poniedziałek 29 marca			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	DE	Sprzedaż detaliczna, luty	-6,5% m/m	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

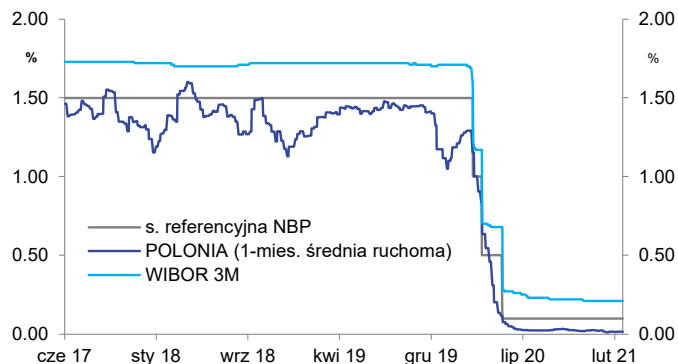
Kalendarz publikacji danych – styczeń

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	luty	1.03	51,9 pkt.	53,4 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	marzec	3.03	0,1%	0,1%	
Wskaźnik inflacji CPI	PL	luty	15.03	2,6% r/r	2,4% r/r	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	luty	16.03	3,9% r/r	3,7% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	styczeń	16.03	430 mln EUR	3258 mln EUR	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	luty	17.03	4,8% r/r	4,5% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	luty	17.03	-2,0% r/r	-1,7% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	luty	18.03	0,9% r/r	2,7% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	luty	18.03	1,0% r/r	2,0% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	luty	19.03	-6,0% r/r	-3,1% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	luty	19.03	-10,0% r/r	-16,9% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	luty	23.03	6,5%		6,4%

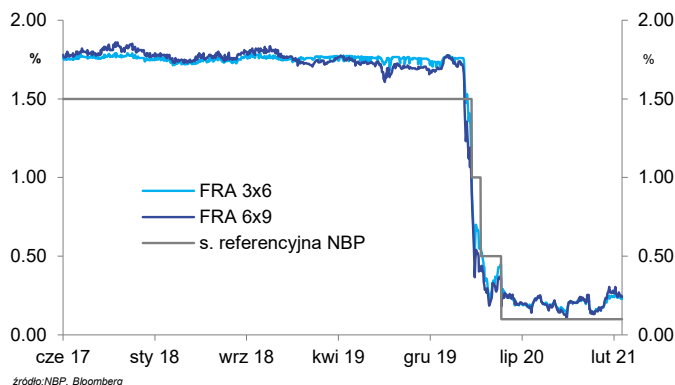
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	luty	1.03	51,5 pkt.	50,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	luty	1.03	58,7 pkt.	60,8 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	luty	3.03	52,0 pkt.	51,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	luty	3.03	58,7 pkt.	55,3 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	luty	5.03	166 tys.	379 tys.	
Stopa bezrobocia	US	luty	5.03	6,3%	6,2%	
Posiedzenie rady EBC	EMU	marzec	11.03	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	
Produkcja przemysłowa	CHN	stycz. - luty	15.03	7,3% r/r	35,1% r/r	
Posiedzenie FOMC	US	marzec	17.03	0,0% - 0,25%	0,0% - 0,25%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	marzec	24.03	57,9 pkt.		57,8 pkt.
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	marzec	24.03	45,7 pkt.		46,0 pkt.
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	luty	26.03	1,5% r/r		1,5% r/r
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	marzec	31.03	50,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	marzec	31.03	51,4 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP	EMU	luty	31.03	-		-

Rynki finansowe

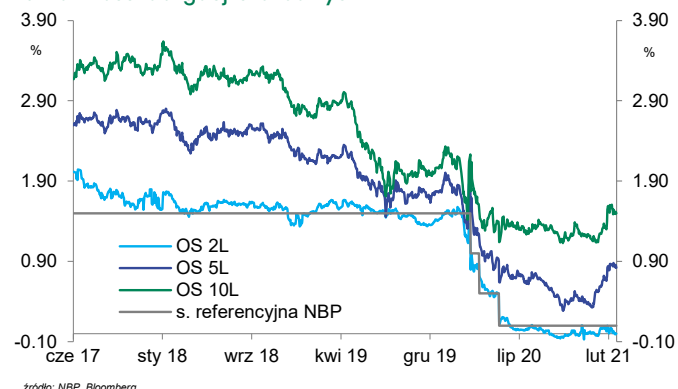
Krajowe stopy procentowe



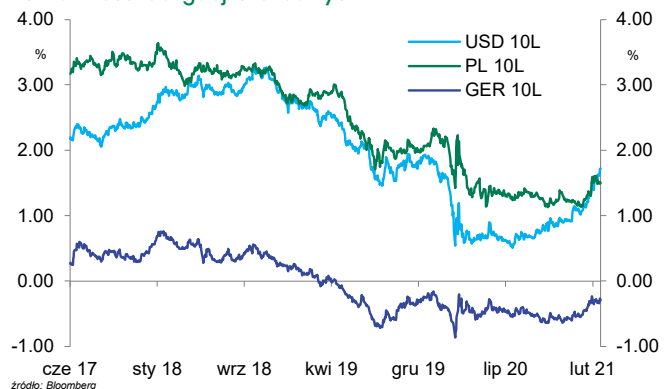
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



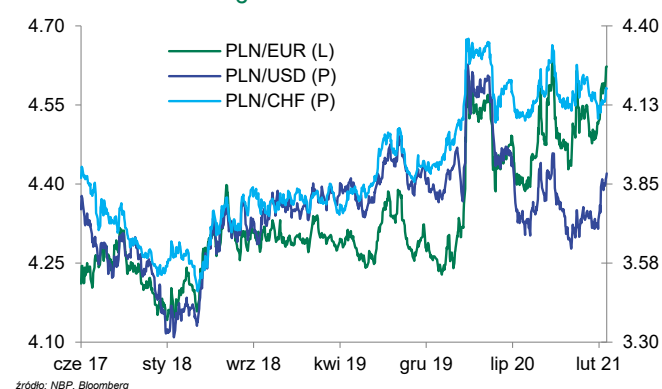
Rentowności obligacji skarbowych



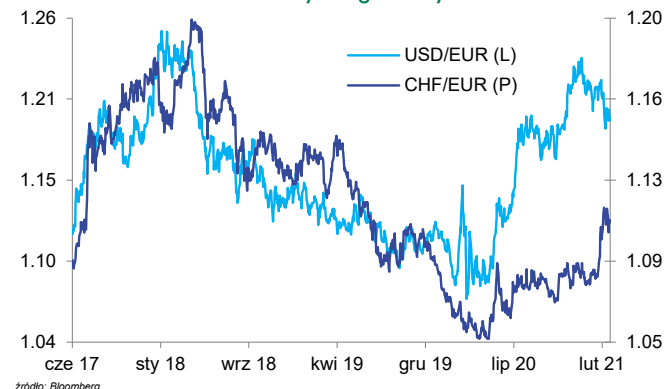
Rentowności obligacji skarbowych



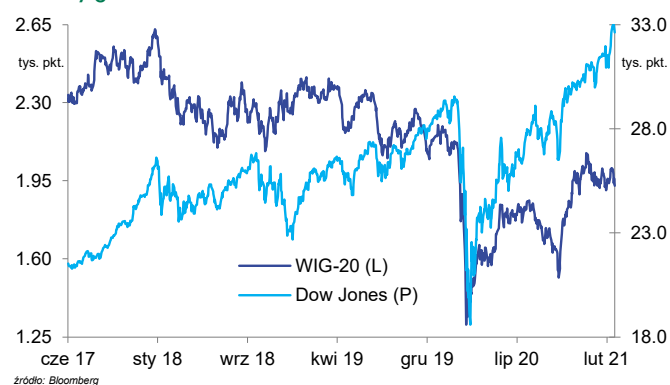
Notowania kursu złotego



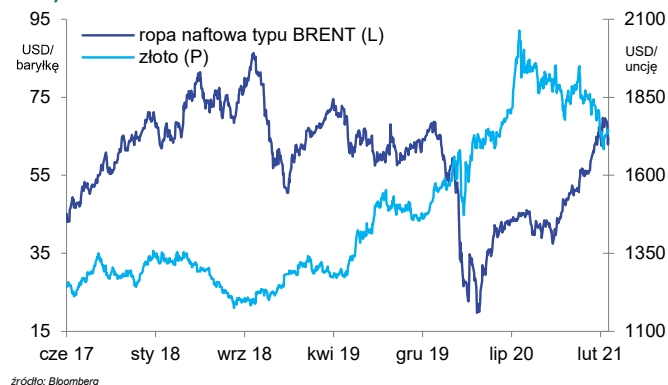
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

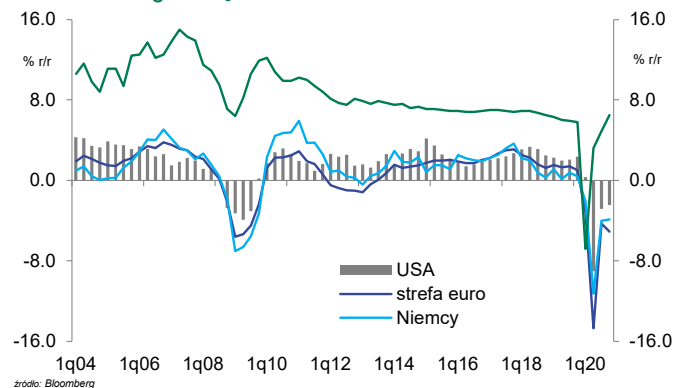


Ceny surowców

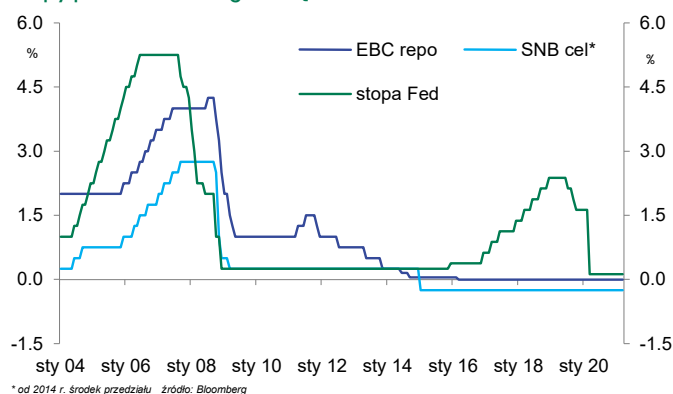


Sfera realna

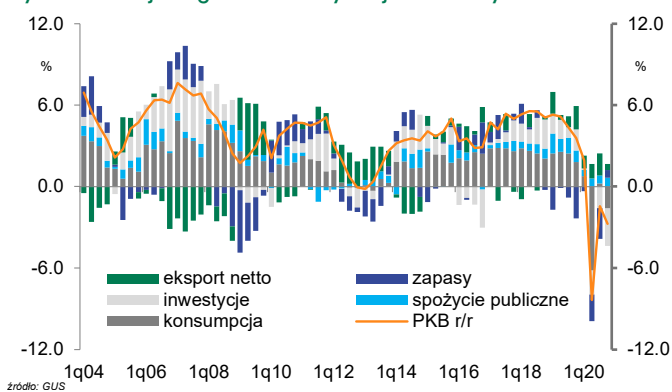
Wzrost PKB za granicą



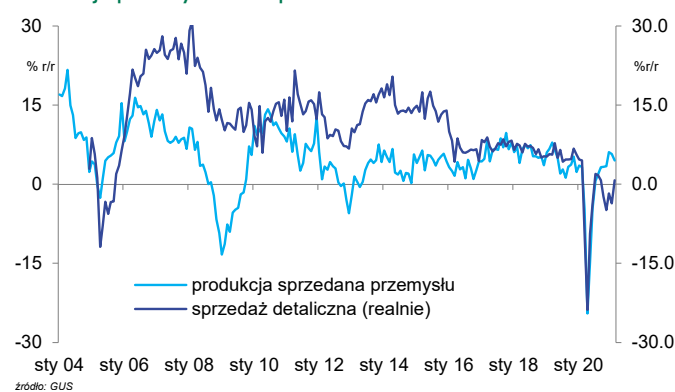
Stopy procentowe za granicą



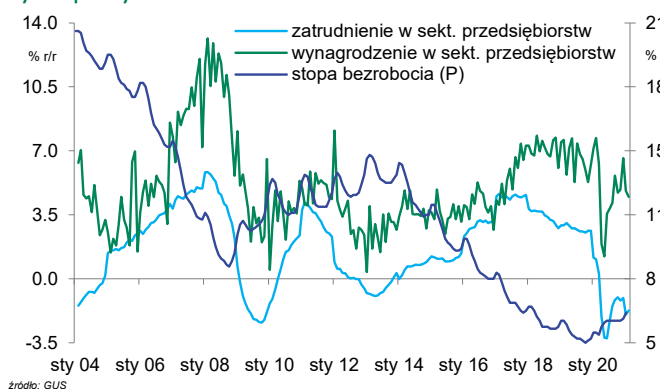
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



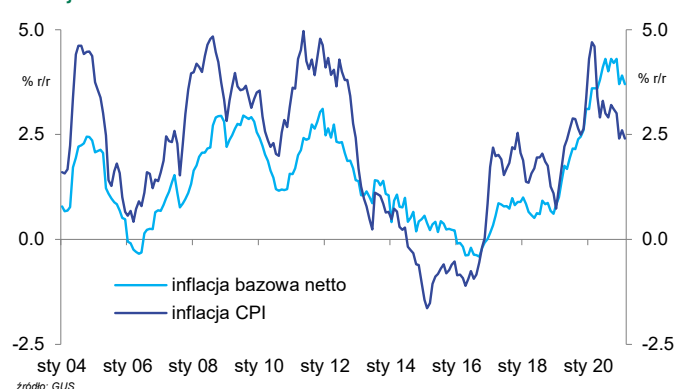
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



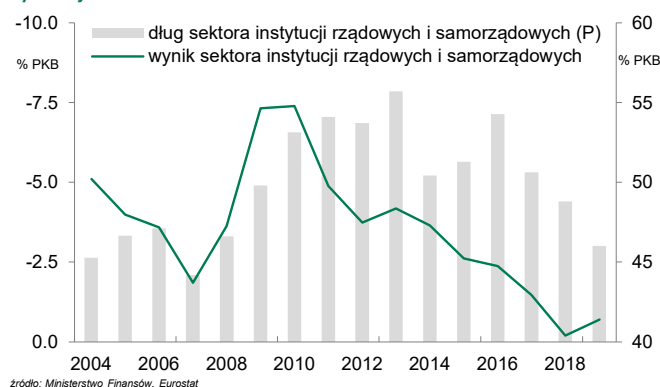
Rynek pracy



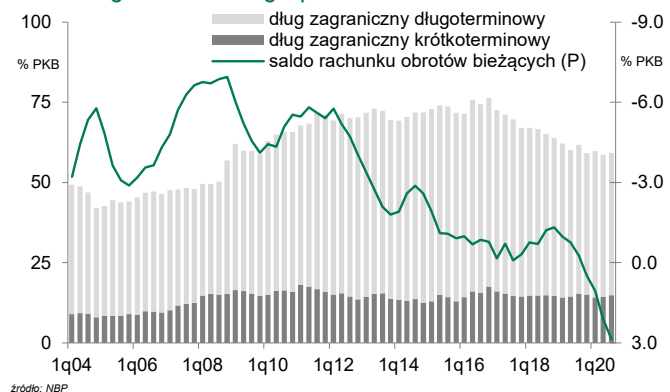
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		28.02.2021	12.03.2021	19.03.2021	30.04.2021	31.05.2021	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	%	0,07	0,03	0,00	0,05	0,05	0,05
Obligacje skarbowe 5L	%	0,84	0,88	0,82	0,80	0,80	0,75
Obligacje skarbowe 10L	%	1,59	1,54	1,50	1,50	1,45	1,45
PLN/EUR	PLN	4,52	4,59	4,62	4,52	4,50	4,48
PLN/USD	PLN	3,72	3,85	3,89	3,77	3,75	3,75
PLN/CHF	PLN	4,12	4,14	4,18	4,15	4,14	4,13
USD/EUR	USD	1,21	1,20	1,19	1,20	1,20	1,20
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,20	0,25	0,25
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,53	-0,53	-0,50
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,41	1,63	1,72	1,70	1,65	1,60
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,26	-0,31	-0,30	-0,30	-0,35	-0,35

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 jakiegokolwiek 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.