

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 listopada 2020

Na rynkach dynamiczna poprawa nastrojów, pomimo kolejnych epidemicznych obostrzeń. Joe Biden zwycięzcą wyborów prezydenckich w USA.

Pomimo dalszego pogorszenia sytuacji epidemicznej na świecie, w minionym tygodniu sytuacja na globalnym rynku finansowym znacząco poprawiła się, a wzrosty notowań aktów o wyższym profilu ryzyka były większe niż ich spadki w tygodniu wcześniejszym. Być może te pozytywne nastroje były wynikiem wolniejszego wzrostu liczby nowych zakażeń na COVID-19 w Europie, być może pomagały także publikacje korzystnych danych makroekonomicznych oraz wyniki finansowe spółek. Nie można też wykluczyć, że właściwie już przesądzone zwycięstwo Joe Bidena w wyborach prezydenckich w USA (przy początkowym wzroście niepewności w połowie tygodnia) dodatkowo poprawiło nastroje rynkowe pod koniec tygodnia.

Według dostępnych danych kandydat Demokratów Joe Biden zapewnił sobie zwycięstwo w wyborach prezydenckich w USA. Jednak Donald Trump oświadczył w sobotę, że wybory prezydenckie jeszcze się nie zakończyły, a z początkiem bieżącego tygodnia jego sztab zacznie składać pozwy w sądach. Na scenariusz ryzyka związanego z wynikiem wyborów wskazywano od wielu tygodni, jednocześnie wyraźna przewaga kandydata Demokratów (w bieżącej i oczekiwanej liczbie uzyskanych głosów elektorskich) ogranicza ryzyka z tego tytułu.

Także w Polsce, sytuacja rynkowa wyraźnie poprawiła się i to pomimo ogłoszenia kolejnych obostrzeń związanych z pandemią, dotyczących już na większą skalę handlu detalicznego oraz wzrostem ryzyka wprowadzenia w najbliższym czasie lockdownu na kształt tego z kwietnia br. Uwzględniając wprowadzone obostrzenia ponownie obniżyliśmy prognozę PKB w 2020 r. do $-3,5\%$ r/r. Wprowadzenie kolejnych obostrzeń poskutkowało by jej dalszym spadkiem.

Choć w trakcie minionego tygodnia, przesunięcie na piątek 06.11 terminu posiedzenia RPP podsycało oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej, ostatecznie Rada utrzymała stopy procentowe bez zmian oraz podtrzymała retorykę w komunikacie po posiedzeniu.

W nadchodzącym tygodniu nadal kluczowe pozostaną wszelkie informacje dot. rozwoju sytuacji epidemicznej, w tym także w USA, gdzie w ostatnim tygodniu wyraźnie wzrosła liczba zachorowań. Te kwestie będą dominujące względem publikacji danych makroekonomicznych (których akurat w tygodniu bieżącym będzie zdecydowanie mniej) oraz sytuacji politycznej w USA (o ile ryzyka związane z wynikiem wyborów nie wzrosną istotnie).

W kraju na bieżący tydzień zaplanowana jest publikacja PKB w III kw., oczekujemy ograniczenia spadku PKB do $-1,7\%$ r/r z $-8,4\%$ r/r w II kw. Jednocześnie jednak biorąc pod uwagę bieżącą niepewność związaną z krajową sytuacją epidemiczną, te dane będą miały ograniczone znaczenie. Kluczowe dla krajowego rynku będą w tym tygodniu informacje o ewentualnych kolejnych restrykcjach społecznych i gospodarczych.

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

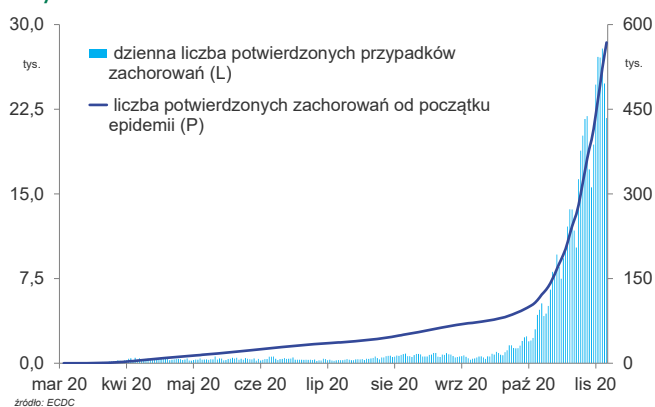
Kolejne obostrzenia implikujące korektę w dół prognozy krajowego wzrostu gospodarczego...

- W związku z nadal pogarszającą się sytuacją epidemiczną w Polsce, w minionym tygodniu rząd zdecydował o wdrożeniu od 7.11 nowych restrykcji gospodarczych i społecznych obejmujących:
 - zamknięcie sklepów w galeriach handlowych (poza punktami sprzedaży art. pierwszej potrzeby – żywności; kosmetyków, leków i wyrobów medycznych);
 - dalsze ograniczenie liczby klientów w sklepach;
 - ograniczenie aktywności hoteli, z których usług będą mogli korzystać wyłącznie osoby przemieszczające się w celach służbowych;
 - zawieszenie działalności instytucji kultury (kina, teatry, muzea);
 - przejęcie na tryb nauki zdalnej dzieci w klasach 1-3 szkół podstawowych;
 - ograniczenie liczby uczestników mszy i nabożeństw. Jednocześnie wydłużono dotychczasowe ograniczenia dotyczące:
 - zamknięcia lokali gastronomicznych (działalność tylko „na wynos”);
 - transportu publicznego (ograniczenie ilości pasażerów);
 - zawieszenia działalności sanatoriów;
 - zawieszenia działalności basenów, siłowni;
 - brak możliwości udziału publiczności w wydarzeniach sportowych;
 - zakaz zgromadzeń powyżej 5 osób;
 - zakaz organizacji spotkań i imprez;
 - nauki zdalnej dzieci starszych, młodzieży i studentów;
 - ograniczenia przemieszczania się wybranych grup społecznych (dzieci do 16 roku życia, seniorów powyżej 60 roku życia).

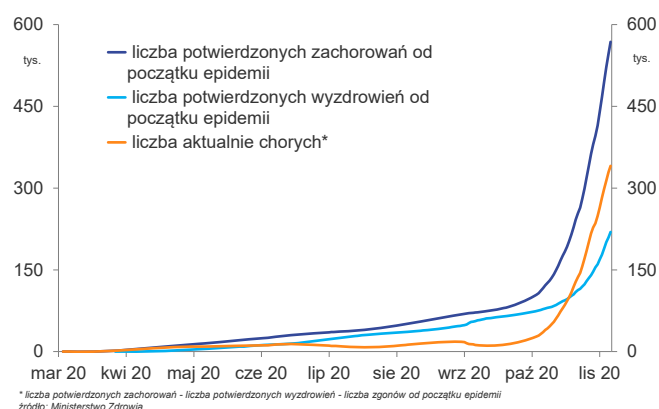
- Nowe obostrzenia zostały wprowadzane do dnia 29 listopada br. Według informacji premiera ich rozluźnienie będzie możliwe pod warunkiem spadku liczby nowych zakażeń. Jednocześnie premier podkreślił, że w przypadku dalszego pogorszenia sytuacji epidemicznej (do 70 – 75 zakażeń na 100 tys. mieszkańców dla dziennej średniej 7-dniowej) należy liczyć się z wprowadzeniem pełnego lockdownu gospodarczego i społecznego. Wg naszych szacunków na podstawie danych do 9.11 ten wskaźnik wyniósł 65.

- Kolejne restrykcje gospodarcze, w tym przede wszystkim ograniczenia w handlu przekładają się na rewizję prognozy wzrostu PKB w kraju w 2020 r. Przy zakładanym głębszym osłabieniu aktywności w IV kw. do ok -3,0% kw/kw i niespełna -5,0% r/r, według naszych zaktualizowanych szacunków roczny spadek PKB w całym 2020 r. zbliży się do -3,5% r/r. Najsilniejsza korekta prognoz dotyczy handlu, ponadto oczekujemy w IV kw. osłabienia aktywności w przemyśle (jako skutek obostrzeń handlu w kraju i na świecie), choć przy wciąż braku efektu całkowitego lockdownu, skala tego spadku w IV kw. powinna być znacząco mniejsza od tego z wiosny.

W Polsce dzienna liczba nowych zachorowań powyżej poziomu 27 tys....



...przekładający się na wzrost obaw dot. sytuacji systemu ochrony zdrowia



- Biorąc pod uwagę nowe obostrzenia oczekujemy ponadto w IV kw. regresu w zakwaterowaniu i gastronomii oraz w kulturze i rozrywce. Generalnie skala osłabienia aktywności w listopadzie, póki co wydaje się być mniejsza wobec tej notowanej w II poł. marca i I poł. kwietnia w warunkach kontynuacji pracy wielu branż gospodarki, które wiosną wstrzymały aktywność oraz przy generalnie wyższej bieżącej mobilności społeczeństwa.
- Biorąc pod uwagę zapowiedź utrzymania dotychczasowej skali wsparcia dla przedsiębiorstw w ramach działań rządowych (zbliżonych do tych z wiosny) w niewielkim stopniu skorygowaliśmy prognozy wzrostu PKB w 2021 r. (+3,8% r/r – zmiana prognozy w większym stopniu wynikająca ze zmienionych poziomów statystycznej bazy odniesienia w br. niż odmiennej ścieżki rozwoju aktywności) oraz prognozy dot. rynku pracy. Założyliśmy, że bieżące restrykcje będą obowiązywały do końca listopada, po czym od grudnia będą stopniowo rozluźniane. Gdyby z kolei zostały one przedłużone, a w szczególności, gdyby w kolejnych dniach zdecydowano o głębszym lockdownie gospodarczym i społecznym (wysokie ryzyko), skala korekty prognoz byłaby większa, szczególnie na 2021 r. przy wygasających możliwościach utrzymania bieżącej skali wsparcia polityki fiskalnej w dłuższym horyzoncie.

...zapowiedź wsparcia polityki fiskalnej, RPP nie zmienia parametrów polityki pieniężnej

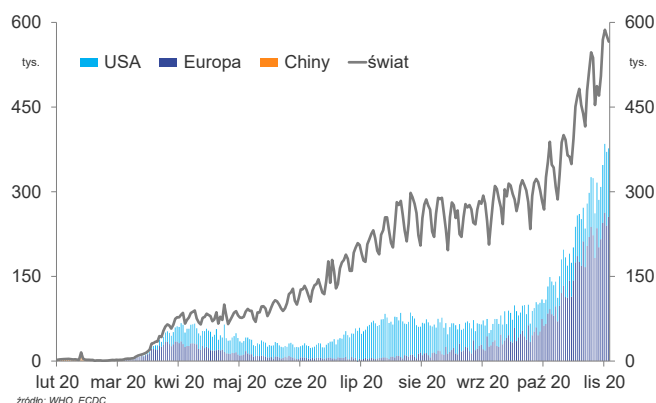
- W minionym tygodniu rząd przedstawił zarys działań pomocowych dla 25 branż dotkniętych skutkami pandemii. Zaproponowane instrumenty obejmują: 1) dofinansowanie kosztów stałych dla MŚP z branż najbardziej dotkniętych restrykcjami 2) umorzenie subwencji finansowych z PFR dla MŚP dla sektorów objętych restrykcjami sanitarnymi pod warunkiem skumulowanego spadku przychodów od marca 2020 r. do marca 2021 r. o co najmniej 30%, 3) wydłużenie programu Tarczy Finansowej dla dużych firm, 4) pożyczki długoterminowe z gwarancją (kontynuacja programu gwarancji de minimis dla MŚP oraz gwarancji płynnościowych dla dużych firm, konsultacje z Komisją Europejską możliwości dopłat na pokrycie rat dla pożyczek na okres 6 lat dla branż dotkniętych restrykcjami) 5) dofinansowanie zatrudnienia (kontynuacja dopłat do miejsc pracy z FGŚP w postaci postojowego i obniżonego wymiaru czasu pracy) 6) przedłużenie wypłaty postojowego dla branż objętych restrykcjami, 7) przedłużenie zwolnienia ze składek ZUS dla branż dotkniętych restrykcjami, 8) dofinansowanie zmiany zakresu działalności w ramach Dotacji na biznes, 9) „Polityka drugiej szansy” (dofinansowanie ARP kosztów związanych z restrukturyzacją przedsiębiorstw), 10) dofinansowanie leasingu.
- Przedstawione działania wskazują na (podobnie jak wiosną) szeroką skalę wsparcia ze strony polityki fiskalnej. Szybkość działania, przy jednocześnie bezpiecznej sytuacji płynnościowej firm (jako efekt wypłat transferów publicznych po wiosennym lockdownie) ogranicza krótkookresowe ryzyka dla przedsiębiorstw oraz dla rynku pracy. Jednocześnie jednak będą utrzymywać się ryzyka średnioterminowe, w tym związane z tym jak powtórny lockdown wpłynie na średnio- i długoterminowe projekcje optymalności aktywności firm.
- W trakcie minionego tygodnia RPP poinformowała o przesunięciu posiedzenia Rady ze środy 4.11 na piątek 6.11. Biorąc pod uwagę wdrażane równocześnie obostrzenia gospodarcze oraz wsparcie fiskalne wskazywaliśmy na rosnące prawdopodobieństwo poluzowania także polityki monetarnej. Ostatecznie jednak RPP nie zdecydowała się na zmianę parametrów polityki monetarnej.

- Rada utrzymała na dotychczasowym poziomie stopy procentowe NBP: - stopę depozytową (0,0%); - stopę referencyjną NBP (0,10%); - stopę lombardową (0,50%); - stopę redyskonta weksli (0,11%); - stopę dyskontowa weksli (0,12%), zapowiedziano także kontynuację skupu obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa oraz instrumentu kredytu wekslowego. Komunikat RPP nie wniósł niczego nowego do oceny perspektyw polityki monetarnej. Rada odnotowała w nim drugą falę pandemii i potencjalne negatywne skutki dla gospodarki w IV kw. oraz, podobnie jak przed miesiącem, zwróciła uwagę na wysoką niepewność dot. perspektyw gospodarczych w kontekście przebiegu pandemii.
- W najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP podwyższył prognozę wzrostu PKB na 2020 r. (mniejsza skala spowolnienia w II kw. oraz silniejsze ożywienie w III kw.), obniżył prognozę w 2021 r. (wyższa baza odniesienia 2020 r.) oraz podwyższył prognozę na 2022 r. (prawdopodobnie założenie niższego ubytku potencjału gospodarczego po pandemii). Jednocześnie ze względu na bieżące wyższe odczyty inflacji, podwyższona została prognoza inflacji CPI w I. 2020 – 2021 r.
- W świetle ubiegłotygodniowej decyzji RPP oczekujemy, że w kolejnych miesiącach RPP utrzyma stabilne stopy procentowe. Wydaje się, że jeśli Rada widziałaby sens obniżenia stopy referencyjnej NBP do zera oraz obniżenia stopy lombardowej, powinna była to uczynić w tygodniu minionym, wobec dostępnej informacji o skali wprowadzanych obostrzeń.

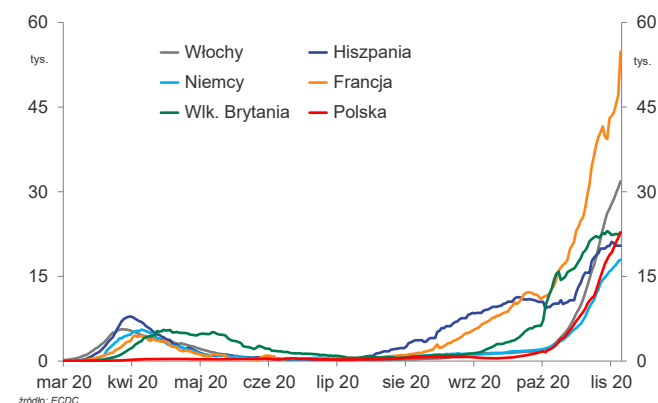
Wolniejszy wzrost liczby nowych zachorowań w Europie i jego przyspieszenie w USA

- W minionym tygodniu odnotowano także dalsze wzrosty liczby nowych przypadków COVID-19 na świecie, choć tempo tego wzrostu nieco osłabło. Taka sytuacja była obserwowana w Europie, niemniej tym razem wyraźnie przyspieszyła z kolei liczba zachorowań w USA. Pod koniec minionego tygodnia dzienna liczba zakażeń koronawirusem w Stanach Zjednoczonych wrosła do ponad 120 tys., wobec 80-90 tys. przed tygodniem. Cały czas na w miarę stabilny poziomach kształtuje się z kolei liczba zachorowań na pozostałych kontynentach.
- Jednocześnie, pomimo wolniejszego wzrostu liczby zachorowań w Europie, nadal wysoka zakażeń oraz obawy o systemu opieki zdrowotnej poskutkowały w wielu krajach decyzjami o ograniczeniu życia społecznego i gospodarczego (lockdown w Grecji, Anglii, Austrii, zaostrzenie restrykcji w Belgii i Holandii).

Dalszy wzrost, nieco słabszy niż przed tygodniem, zachorowań na COVID-19...



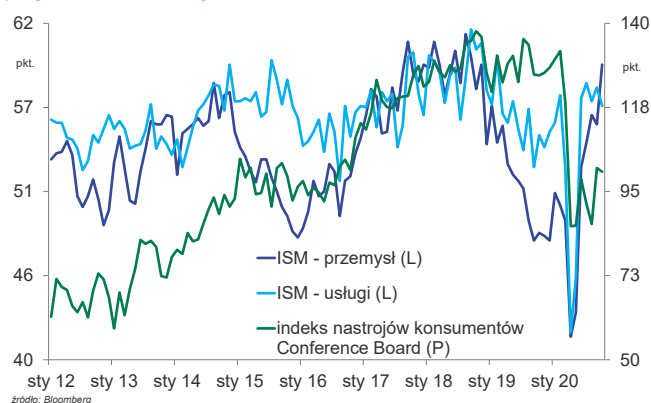
...w szczególności w większości krajów Europy



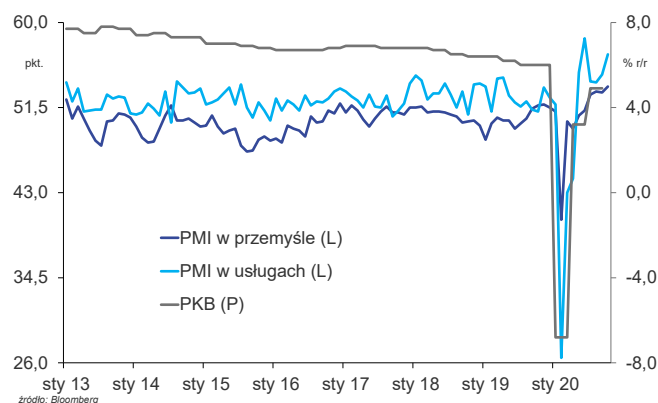
Dane makroekonomiczne jeszcze nie niepokoją, w szczególności dobre informacje z USA i tradycyjnie z Chin

- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne przyniosły kolejne pozytywne sygnały z gospodarki amerykańskiej. Kolejny miesiąc z rzędu liczba nowych miejsc pracy w USA wzrosła o ponad 600 tys., stabilizuje się także dynamika wynagrodzeń w okolicach poziomu 4,5% r/r. Silniej od oczekiwań obniżyła się ponadto w październiku stopa bezrobocia (do 6,9% z 7,9% we wrześniu). Szczególnie korzystne dane w październiku płynęły z sektora prywatnego, gdzie liczba nowych etatów wzrosła dużo szybciej, niwelując spadek zatrudnienia w sektorze publicznym.
- Stabilizująca się stopniowo sytuacja na rynku pracy wpływa także na stabilizację wskaźników nastrojów konsumentów, po ich spadku w III kw. w okresie drugiej fali pandemii w USA.
- Z początkiem IV kw. pozytywne informacje napłynęły w szczególności z sektora przemysłowego w USA, przy silnym październikowym wzroście indeksu ISM koniunktury w przemyśle do 59,3 pkt. po już bardzo silnym ożywieniu produkcji przemysłowej w III kw. W październiku osłabił się nieco indeks nastrojów przedsiębiorców w usługach, w dalszym ciągu utrzymuje się on jednak na solidnym poziomie 56,6 pkt.
- Dla powyższych danych obecnie kluczowy będzie rozwój sytuacji epidemicznej w kraju. W okresie lipcowej drugiej fali pandemii sytuacja gospodarcza w USA utrzymywała się na solidnym poziomie, co podtrzymywało solidną skalę odbicia aktywności, pomimo okresowych i lokalnych obostrzeń. Jeżeli taka sytuacja utrzyma się w IV kw., skala spadku rocznego PKB w USA w całym 2020 r. na tle obaw wiosennych oraz wyników gospodarczych w innych krajach rozwiniętych będzie niewielka. (-4,0)% r/r – (-3,0)% r/r.
- Ożywienie w globalnym handlu z początkiem IV kw. sprzyjało także gospodarce chińskiej, jednocześnie stabilna sytuacja epidemiczna w kraju przekładała się na dalsze wyższe wskaźnika nastrojów gospodarczych także w sektorach usługowych. Ponadto, subindeksy wskaźnika PMI w przypadku chińskiej gospodarki w końcu zaczęły także wskazywać na wyraźną poprawę zatrudnienia, kluczowego czynnika z punktu widzenia trwałości ożywienia.

W USA solidne ożywienie nastrojów w przemyśle, niewielkie pogorszenie w usługach



W Chinach ugruntowujące się ożywienie aktywności gospodarczej



Joe Biden zwycięzcą wyborów prezydenckich w USA, ale prawdopodobne utrzymanie większości republikańskiej w Senacie

- Kandydat Demokratów, były wiceprezydent, Joe Biden na podstawie dotychczas ogłoszonych wyników głosowań w poszczególnych stanach uzyskał wystarczającą liczbę głosów elektorskich (ponad 270) i zapewnił sobie zwycięstwo w wyborach prezydenckich w USA. Największe instytucje medialne – agencja AP oraz stacje CNN, NBC i Fox News ogłosiły zwycięstwo Bidena. Trwa nadal liczenie głosów w kilku stanach, ostateczne wyniki mogą wskazać na uzyskanie przez Bidena ponad 300 głosów elektorskich. W reakcji na powyższe inflacje prezydent Donald Trump oświadczył w sobotę, że wybory prezydenckie w tym kraju jeszcze się nie zakończyły, a z początkiem bieżącego tygodnia jego sztab zacznie składać pozwy w sądach. Ponowne liczenie głosów oddanych w wyborach odbędzie się prawdopodobnie w kilku stanach (m.in. w Wisconsin, Georgii, Arizonie lub Pensylwanii), ale prawdopodobieństwo zmiany wyniku wyborów wydaje się bardzo niskie.
- Choć po kilku dniach niepewności kandydat Demokratów odniósł wyraźne zwycięstwo, to Partia Demokratyczna najprawdopodobniej nie uzyska przewagi w Senacie, utrzymując jednocześnie większość w Izbie Reprezentantów.
- Trudno ocenić ryzyka związane z zaskarżaniem wyników wyborów w nadchodzących tygodniach, jeżeli ryzyko problemów w zakresie przejęcia władzy będzie rosło, może to oznaczać okresowy wzrost niepewności rynkowej oraz wzrost globalnej awersji do ryzyka. Zakładając natomiast brak trwałych efektów związanych z powyższą niepewnością, przy wyraźnej wygranej kandydata Demokratów, wydaje się, że kluczowym dla perspektyw gospodarczych i rynkowych jest układ sił w Kongresie USA, tj. utrzymanie przewagi Republikanów w Senacie.
- Brak pełnej przewagi Demokratów w Kongresie implikuje większe problemy w przeprowadzeniu pakietu fiskalnego w pełnej, planowanej przez Demokratów, skali oraz generalnie polityki zwiększenia wydatków oraz podatków zapowiadanej przez Bidena. Taka sytuacja będzie w średnim okresie ograniczała presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych w USA (wyraźny wzrost tuż przed wyborami w USA wraz z rosnącym prawdopodobieństwem wygranej Demokratów w wyborach prezydenckich i kongresowych wg badań sondażowych). Ten efekt dodatkowo może wzmacniać ewentualne silniejsze poluzowanie polityki monetarnej, gdyby sytuacja gospodarcza poprawiała się wolniej wobec bieżących założeń.
- W mniejszym stopniu ograniczenia związane z układem sił w Kongresie będą wpływać na wątki polityki międzynarodowej, handlowej i imigracji, w większym stopniu zależne od administracji prezydenta. Według zewnętrznych ośrodków analitycznych oczekuje się powrotu USA do relacji handlowych opartych na zasadach WTO, w szczególności w zakresie relacji handlowych z krajami europejskimi. Według tych ocen, choć prowadzenie polityki z Chinami może zmienić się w zakresie stosowanych instrumentów, to raczej oczekuje się utrzymania ostrzejszego kursu wobec Chin, biorąc pod uwagę podkreślane także przez Joe Bidena wątki dotyczące uniezależnienia się gospodarki amerykańskiej od chińskiego importu, czy też popierania polityki „powrotu” aktywności amerykańskich firm do kraju i zwiększania zatrudnienia w USA.
- Najistotniejszych zmian oczekuje się natomiast w kwestii imigracji (tj. oczekuje się wyraźnego poluzowania dotychczasowych restrykcji) oraz polityki klimatycznej. Joe Biden wielokrotnie wskazywał na potrzebę zwiększonej skali działań w zakresie polityki

klimatycznej, zapowiedział powrót USA do Porozumienia Paryskiego ws. zmian klimatycznych. W tym zakresie wyzwaniem pozostanie natomiast kwestia finansów publicznych w kontekście opisywanego wspomnianego podziału sił w Kongresie.

- Wynik wyborów prezydenckich oraz układ sił w Kongresie powinien lekko wspierać notowania kursu dolara, nie daje natomiast jednoznacznych wskazań dla rynku akcji. W tym kontekście kluczowy dla rynków będzie rozwój pandemii oraz związanej z nią kondycji gospodarczej w USA oraz na świecie.

Zgodnie z oczekiwaniami FOMC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, utrzymuje opcję jej luzowania w miesiącach kolejnych

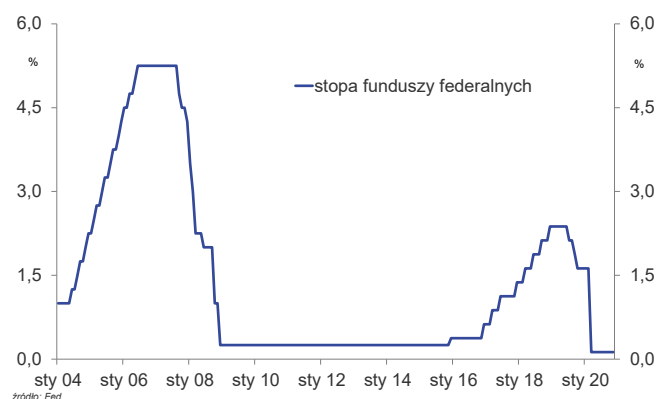
- Zgodnie z oczekiwaniami podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia komitet FOMC utrzymał niezmienną politykę pieniężną, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 0,00% - 0,25% oraz dotychczasową skalę skupu aktywów. W podobnym tonie jak we wrześniu utrzymano także komunikat po posiedzeniu oraz zapisy *forward guidance*.

- Podczas konferencji prasowej prezes Fed zwrócił uwagę na spowolnienie w ostatnim czasie tempa odrodzenia gospodarki. Jako „wysoko niepewne” ocenił perspektywy wzrostu PKB w kontekście sytuacji epidemicznej. Prezes Jerome Powell powiedział także, że komitet przeprowadził dyskusję nad „wieloma parametrami” programu skupu aktywów, jednocześnie zastrzegł, że nie dyskutowano nad obniżeniem wielkości miesięcznego skupu aktywów.

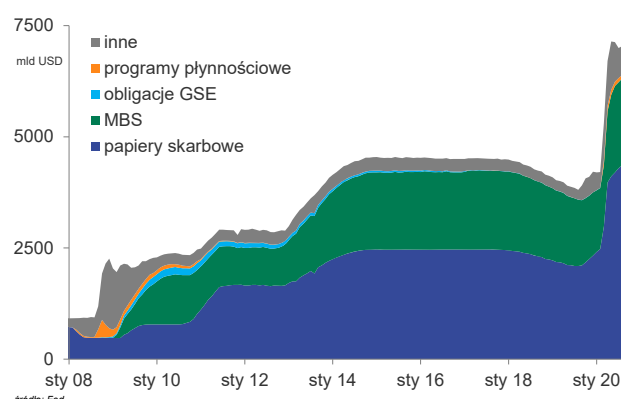
- Biorąc pod uwagę retorykę FOMC oraz prezesa Fed, jak również relatywnie korzystną (jak na warunki pandemii) sytuację gospodarczą w USA w bazowym scenariuszu zakładamy utrzymanie bieżącego poziomu stóp procentowych oraz programu skupu aktywów w dotychczasowej skali. Zapewne w grudniu Fed wydłuży funkcjonowanie części programów płynnościowych i kredytowych, które obecnie obowiązują do końca 2020 r.

- Jednocześnie jednak ryzyko kolejnego etapu złagodzenia polityki pieniężnej jest wysokie, biorąc pod uwagę wysoką niepewność rozwoju sytuacji epidemicznej i tym samym tempa ożywienia aktywności jak również związane z tym ryzyka niskiej inflacji. To ryzyko jest także większe, jeżeli skala luzowania polityki fiskalnej będzie ograniczona przy utrzymaniu przewagi Republikanów w Senacie w USA. Wypowiedzi prezesa Fed wskazują, że takim ewentualnym narzędziem byłyby zmiany w zakresie programów skupu aktywów.

FOMC nie zmienia stóp procentowych...



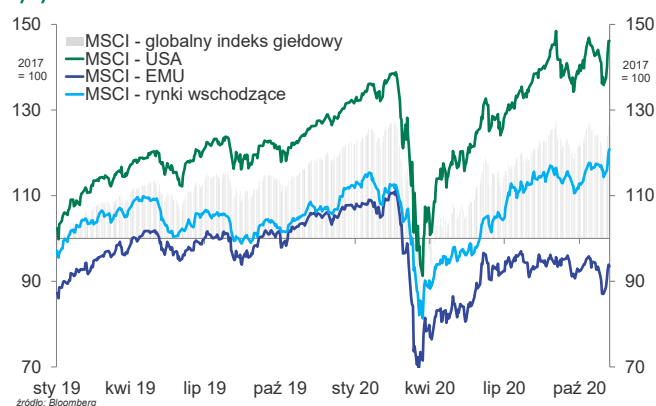
...ani polityki skupu aktywów



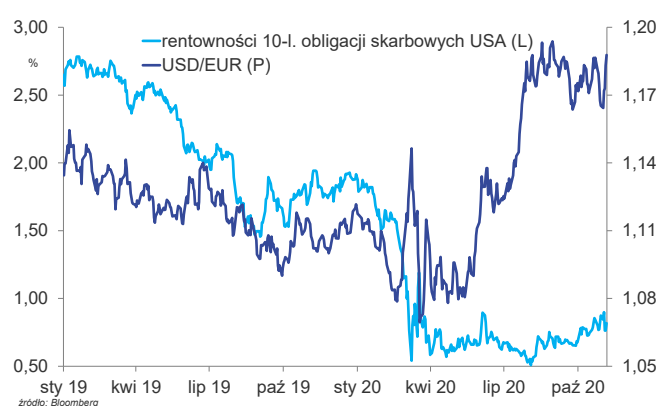
Po gwałtownym pogorszeniu nastrojów rynkowych w tygodniu wcześniejszym, miniony tydzień z jeszcze silniejszą ich poprawą, zarówno na świecie jak i w kraju

- Po bardzo silnych spadkach w tygodniu wcześniejszym, miniony tydzień przyniósł jeszcze silniejszą poprawę nastrojów i wzrost cen aktywów o wyższym profilu ryzyka. Globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 7,1%, przy wzroście w USA o 7,6% oraz w strefie euro o 7,4%. Solidnie zyskały w minionym tygodniu także giełdy rynków wschodzących przy wzroście indeksu syntetycznego MSCI EM o 5,7%.
- Choć przy słabszej sytuacji epidemicznej solidne wzrosty giełdowe nieco dziwią, być może wynikają one z przeważających oczekiwań, że druga fala epidemii, będzie miała jednak dużo mniej negatywny wpływ na sytuację gospodarczą, być może pozytywnie wpływało ograniczenie tempa wzrostu nowych przypadków COVID-19 w Europie. Sprzyjającym efektem mogły być także niezłe wyniki finansowe spółek, będące wyraźnym potwierdzeniem, że wpływ pandemii na sytuację gospodarczą do III kw. był mniejszy, wobec obaw z wiosny. Nie można wykluczyć, że właściwie już przesądzone zwycięstwo Joe Bidena w wyborach prezydenckich w USA (przy początkowym wzroście niepewności w połowie tygodnia) dodatkowo poprawiało nastroje rynkowe pod koniec tygodnia.
- Wraz z wygasaniem globalnej awersji do ryzyka, na globalnym rynku dolar ponownie tracił na wartości w skali 1% w ujęciu kursu efektywnego. Kurs w relacji do euro silnie wzrósł do 1,19 USD/EUR z 1,165 USD/EUR tydzień wcześniej. W ograniczonym stopniu zmienność rynkowa wpłynęła na rynek obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności niemieckich obligacji na dłuższym końcu krzywej praktycznie nie zmieniły się, a rentowności w USA obniżyły się o ok. 5 pkt. baz, co jednak w większym stopniu wiążemy z sytuacją polityczną w USA i oczekiwaniami dot. sytuacji fiskalnej.
- Silne pozytywne odreagowanie nie ominęło także krajowego rynku i to pomimo ogłoszenia nowych restrykcji gospodarczych, które poskutkowały kolejną korektą w dół prognoz gospodarczych. Indeks WIG wzrósł w minionym tygodniu aż o 11%, czemu także mogły sprzyjać pozytywne wyniki spółek. Aprecjacja złotego w ujęciu kursu efektywnego sięgnęła 2,6%, kurs złotego wzmocnił się pod koniec tygodnia w kierunku 4,50 PLN/EUR i 4,20 PLN/CHF.
- Tradycyjnie, niewielkie zmiany notowały polskie SPW, przy spadku rentowności 10-letnich o 2 pkt. baz. do 1,15% i stabilizacji obligacji 2-letnich na poziomie -0,04%.

W tygodniu minionym znaczący spadek globalnej awersji do ryzyka...



...i osłabienie kursu dolara, ograniczenie presji na wzrost rentowności w USA



Sytuacja epidemiczna na świecie i w kraju nadal czynnikiem kluczowym. Ryzyko rynkowe wciąż bardzo wysokie, pomimo ubiegłotygodniowej poprawy nastrojów.

- W nadchodzącym tygodniu cały czas kluczowy pozostanie wątek rozwoju epidemii zarówno w Europie, ale i coraz bardziej w USA. Na bieżący tydzień zaplanowanych jest mniej publikacji ważnych danych makroekonomicznych z gospodarki globalnej.
- Silniejszy wpływ na sytuację rynkową mogłoby mieć ewentualne zaostrzenie sytuacji politycznej w USA, gdyby wzrosło prawdopodobieństwo dłuższego okresu niepewności sytuacji politycznej (w związku z zaskarżeniem wyników wyborów). Wydaje się jednak, że wobec solidnej przewagi Joe Bidena wpływ tych kwestii na sytuację rynkową będzie mniejszy niż można się było tego obawiać w trakcie minionego tygodnia.
- Na rynku krajowym w bieżącym tygodniu zaplanowana jest publikacja szacunku *flash* wyniku PKB w III kw. Oczekujemy solidnego wzrostu dynamiki aktywności do $-1,7\%$ r/r z $-8,4\%$ r/r w II kw. w warunkach solidnego ożywienia aktywności w okresie lipiec – wrzesień. Jeszcze kilka tygodni temu ta publikacja miałaby bardzo istotne znaczenie z punktu widzenia szacunku całorocznego wyniku PKB, niemniej w obliczu ponownego osłabienia aktywności od października oraz rosnącej niepewności dot. dalszych obostrzeń i tym samym wyniku PKP w IV kw. te dane będą już miały niewielki wpływ na perspektywy gospodarki krajowej czy też sytuację rynkową.
- Pomimo solidnej poprawy nastrojów na globalnym i krajowym rynku finansowym uważamy, że w dalszym ciągu ryzyko związane z rozwojem epidemii jest na tyle wysokie, że należy liczyć się raczej z utrzymaniem bardzo wysokiej zmienności rynkowej niż utrzymaniem pozytywnych tendencji notowanych w tygodniu bieżącym.
- Poza samym rozwojem epidemii w kolejnych tygodniach bardzo istotne będą publikacje danych weryfikujące tezę o skali spowolnienia aktywności w ostatnich miesiącach roku, czy to z tytułu samoograniczenia się konsumentów, czy też wdrażanych obostrzeń w wybranych sektorach gospodarki.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• PKB za II kw. – szacunek *flash* (13 listopada)

Prognozujemy, że w III kw. wartość PKB obniżyła się o 1,7% r/r, po spadku w II kw.

o 8,4% r/r. Wg naszych szacunków, po gwałtownej recesji aktywności gospodarczej w II kw. w skali bisko 9% kw/kw (w ujęciu danych oczyszczonych z wahań sezonowych) odmrażanie aktywności gospodarczej poskutkowało silnym jej odbiciem w III kw. w skali ok. +8,0% kw/kw, co przełożyło się na ograniczenie skali spadku PKB w ujęciu zmian rocznych.

Szacujemy, że w porównaniu do wielu gospodarek europejskich skala ożywienia aktywności PKB w kraju była mniejsza, ze względu na mniejszą wcześniejszą skalę jej ostabienia. W III kw. oczekujemy, zgodnie z publikacją danych miesięcznych, gwałtownego odbicia aktywności w przemyśle i handlu, lekkiego pogorszenia wyników w budownictwie. W przypadku usług oczekujemy solidnego odbicia, po bardzo słabych danych z II kw., niemniej przy bardzo wysokim zróżnicowaniu wyników w poszczególnych branżach a przede wszystkim mniej spektakularnej skali ożywienia w porównaniu z przemysłem czy handlem. W naszej ocenie generalna zmiana przesuwania części wydatków konsumentów z usług na towary wskazuje na silniejszą poprawę aktywności właśnie w tych sektorach gospodarki. Ponadto, solidne ożywienie globalnego handlu zagranicznego szczególnie silnie powinno wspierać wyniki krajowego przemysłu. W ujęciu popytowym, zakładamy, że w III kw. najsilniejsze odbicie odnotował eksport, powracając do dodatniej dynamiki wzrostu. Bardzo silnego wzrostu oczekujemy w zakresie spożycie gospodarstw domowych jako bezpośredni efekt odmrożenia aktywności. Jednocześnie biorąc pod uwagę trwałe ograniczenia w wydatkach na usługi zakładamy, że w III kw. roczna dynamika spożycia gospodarstw domowych utrzymała się jeszcze na lekko ujemnym poziomie. Biorąc pod uwagę utrzymanie podwyższonej skali wydatków publicznych zakładamy utrzymanie w III kw. wysokiej dynamiki spożycia publicznego. Jednocześnie w warunkach znaczącej skali pogorszenia sytuacji gospodarczej, zgodnie z wynikami badań ankietowych zakładamy utrzymanie w III kw. głęboko ujemnej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.

	4q19	1q20	2q20P	3q20P
PKB	3,6	1,9	-8,4	-1,7
popyt krajowy	1,9	1,0	-9,9	-3,3
konsumpcja prywatna	3,6	1,2	-10,8	-2,0
<i>% r/r</i>				
spożycie publiczne	4,5	2,6	3,4	4,5
inwestycje	6,2	0,9	-10,7	-13,5
konsumpcja prywatna	1,8	0,8	-6,2	-1,2
spożycie publiczne	0,9	0,5	0,6	0,8
inwestycje	1,6	0,1	-1,8	-2,4
<i>kontrybucja</i>				
<i>pkt. proc.</i>				
zapasy	-2,3	-0,3	-2,0	-0,4
eksport netto	1,7	0,9	1,1	1,5
wartość dodana	3,5	1,9	-8,1	-1,8
przemysł	3,6	1,1	-11,8	1,1
<i>% r/r</i>				
budownictwo	-8,3	4,9	-0,9	-7,5
usługi ogółem*	5,2	2,2	-7,8	-2,2

* szacunek własny; źródło: GUS, BOŚ Bank

Publikacja danych za III kw., podobnie jak w II kw. jest obarczona zdecydowanie wyższym ryzykiem błędu, ze względu na brak w przypadku polskich danych informacji o sektorze usługowym w częstotliwości miesięcznej, a to właśnie w przypadku sektora usługowego wpływ COVID-19 na aktywność był najbardziej zróżnicowany.

- **Wskaźnik inflacji CPI w październiku – dane ostateczne (13 listopada)**

Oczekujemy, że w ostatecznym odczycie za październik wskaźnik inflacji CPI zostanie skorygowany w górę do 3,1% r/r wobec 3,0% w szacunku *flash*. Tak jak pisaliśmy w komentarzu do szacunku *flash*, analiza kombinacji wskaźnika CPI w ujęciu r/r i m/m wskazuje, że na taką możliwość. Według naszych szacunków do październikowego spadku wskaźnika inflacji przyczyniła się nieco niższa od oczekiwań dynamika cen żywności oraz ceny dóbr i usług z obszaru inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii). **Szacujemy, że po wzroście inflacji bazowej do 4,3% r/r we wrześniu, w październiku miał miejsce lekki spadek inflacji bazowej do 4,1-4,2% r/r, za wskazaniem na 4,1% r/r. Publikacja miar inflacji bazowej zaplanowana jest na 16.11.**

- **Saldo rachunku obrotów bieżących (13 listopada)**

Oczekujemy, że we wrześniu na rachunku obrotów bieżących odnotowano nadwyżkę w wysokości 1416 mln EUR, wobec sierpniowej nadwyżki w skali 947 mln EUR. Zakładamy, że we wrześniu najsilniej poprawił się wynik w handlu towarami zarówno jako efekt sezonowy jak i cykliczny efekt silnego odbicia eksportu w warunkach poprawy sytuacji w globalnym handlu. **Przy założeniu prognozy wrześniowego wyniku na rachunku obrotów bieżących oczekujemy wzrostu 12-miesięcznej nadwyżki do 3,1% PKB z 3,0% po sierpniu.**

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 10 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Wskaźnik inflacji CPI, październik	1,7% r/r	0,8% r/r	-
11:00	DE	Indeks koniunktury ZEW. listopad	56,1 pkt.	44,0 pkt.	-
czwartek 12 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, wrzesień	0,7% m/m	0,7% m/m	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 7.11	751 tys.	730 tys.	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji CPI, październik	1,4% r/r	1,3% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, październik	1,7% r/r	1,7% r/r	-
piątek 13 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	PKB, III kw. (wst.)	-8,2% r/r	-1,7% r/r	-1,7% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, październik (ost.)	3,0% r/r (wst.)	-	3,1% r/r
11:00	EMU	PKB, III kw. (2. szac.)	12,7% kw/kw (wst.)	12,7% kw/kw	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, wrzesień	947 mln EUR	1539 mln EUR	1416 mln EUR
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów U. Michigan, listopad (wst.)	81,8 pkt.	81,8 pkt.	-
poniedziałek 16 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa, październik	6,9% r/r	6,7% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, październik	3,3% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje, styczeń–październik	0,8% r/r	1,6% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, październik	4,3% r/r	-	4,2% r/r
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, listopad (wst.)	10,5 pkt.	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

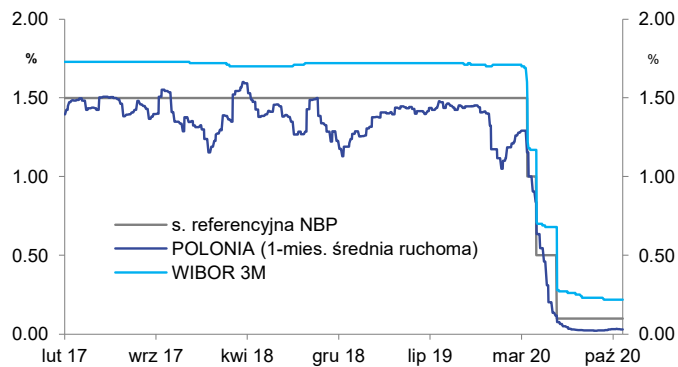
Kalendarz publikacji danych – listopad

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	październik	2.11	50,8 pkt.	50,8 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	listopad	4.11	0,1%	0,1%	
Wzrost PKB (<i>flash</i>)	PL	III kw.		-8,4% r/r		-1,7% r/r
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	październik	13.11	3,0% r/r (wst.)		3,1% r/r
Saldo w obrotach bieżących	PL	wrzesień	13.11	947 mln EUR		1416 mln EUR
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	październik	16.11	4,3% r/r		4,1% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	październik	19.11	5,6% r/r		4,8% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	październik	19.11	-1,2% r/r		-1,2% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	październik	20.11	5,9% r/r		0,0% r/r
Wskaźnik PPI	PL	październik	20.11	-1,6% r/r		-0,7% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	październik	23.11	2,5% r/r		0,2% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	październik	23.11	-9,8% r/r		-4,5% r/r
Stopa bezrobocia	PL	październik	25.11	6,1%		6,1%
Wzrost PKB	PL	III kw.	30.11	-8,4% r/r		-1,7% r/r

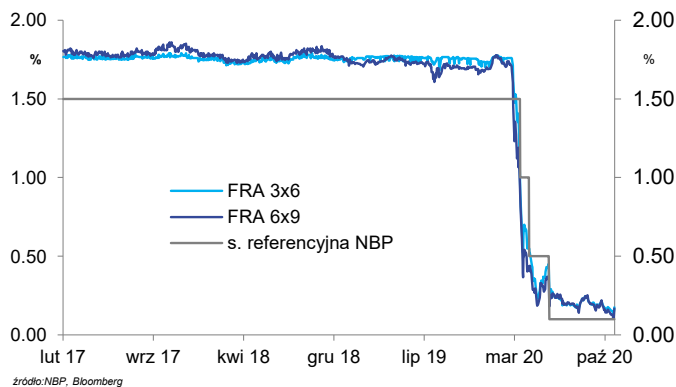
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	październik	2.11	53,0 pkt.	53,6 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	październik	2.11	55,4 pkt.	59,3 pkt.	
Wybory prezydenckie	US	-	3.11	-	wygrana J. Bidena	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	październik	4.11	57,8 pkt.	56,6 pkt.	
Posiedzenie FOMC	US	listopad	5.11	55,4 pkt.	0,00% – 0,25%	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	październik	6.11	672 tys.	638 tys.	
Stopa bezrobocia	US	październik	6.11	7,9%	7,7%	
Produkcja przemysłowa	CHN	październik	16.11	6,9% r/r		6,7% r/r
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	listopad	23.11	54,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	listopad	23.11	46,2 pkt.		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	październik	25.11	1,5% r/r		-
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	listopad	30.11	54,4 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	listopad	30.11	46,2 pkt.		-

Rynki finansowe

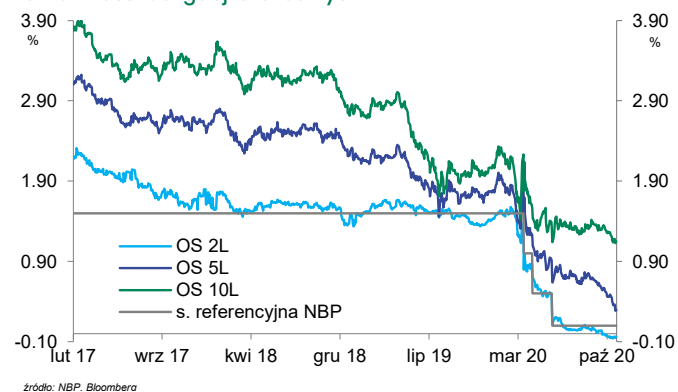
Krajowe stopy procentowe



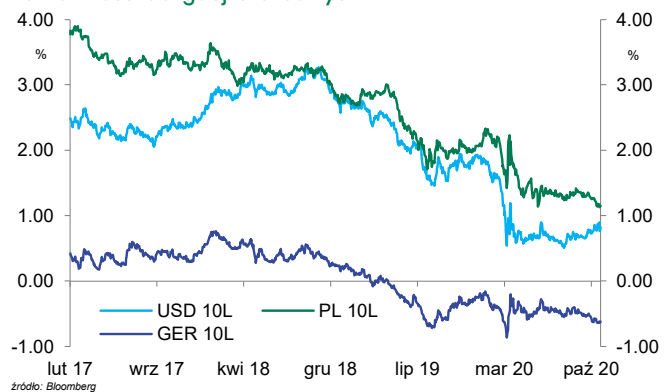
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



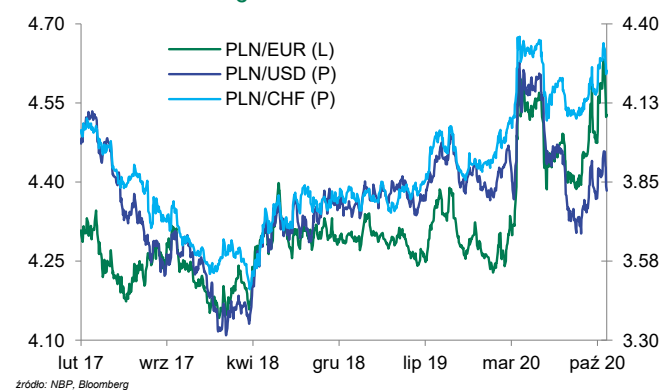
Rentowności obligacji skarbowych



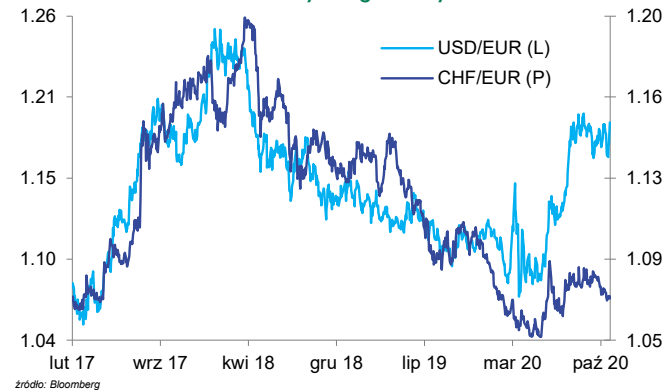
Rentowności obligacji skarbowych



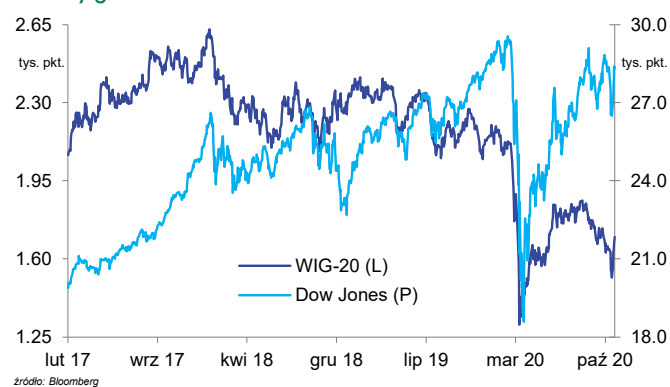
Notowania kursu złotego



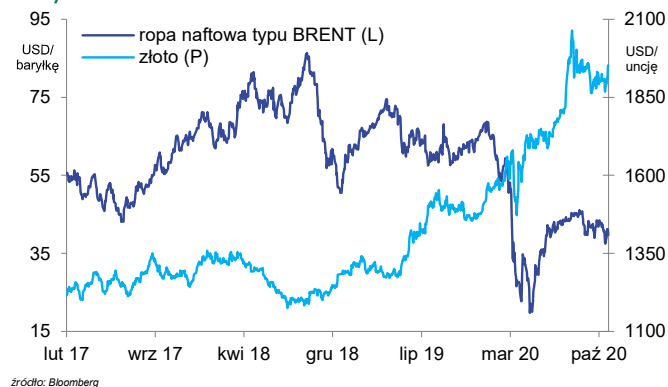
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

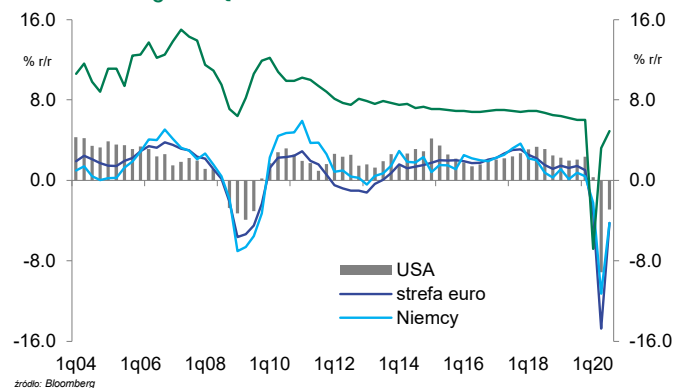


Ceny surowców

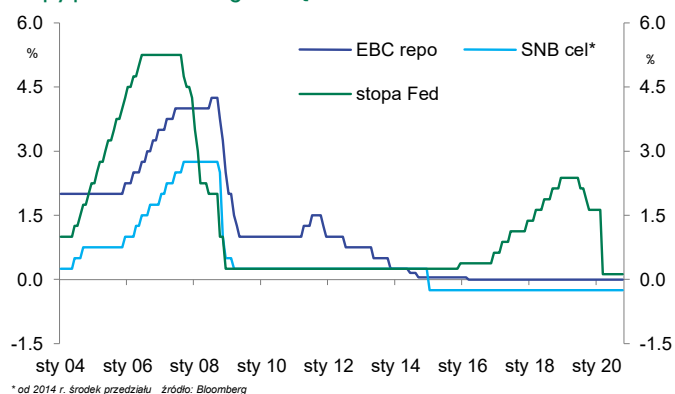


Sfera realna

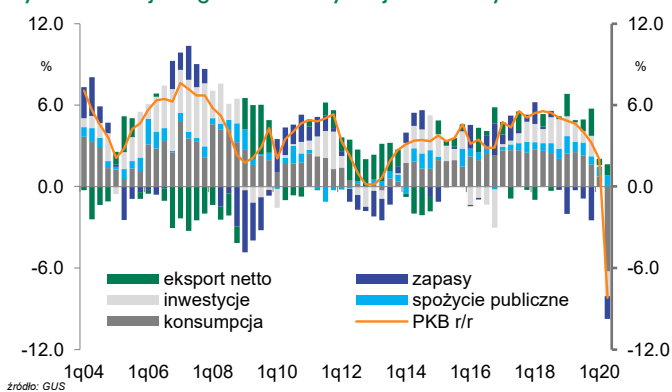
Wzrost PKB za granicą



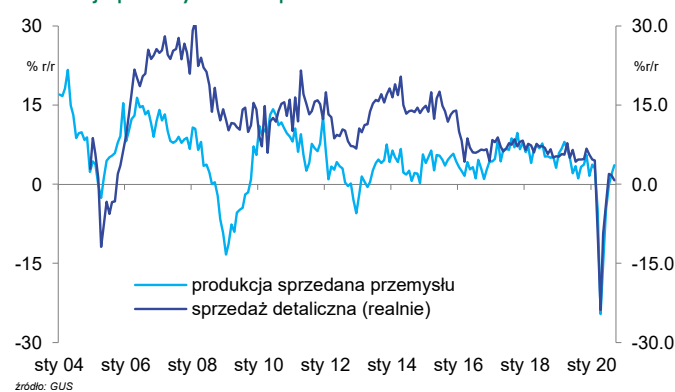
Stopy procentowe za granicą



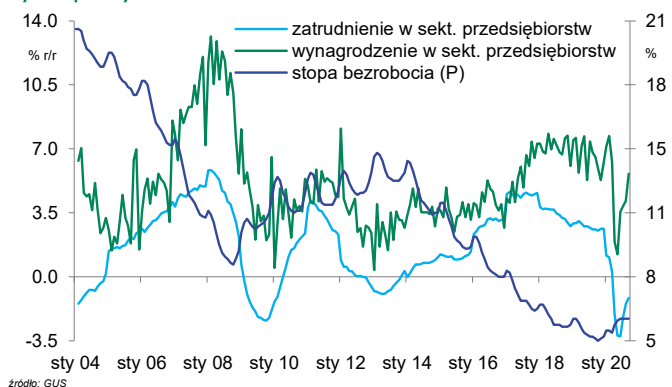
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



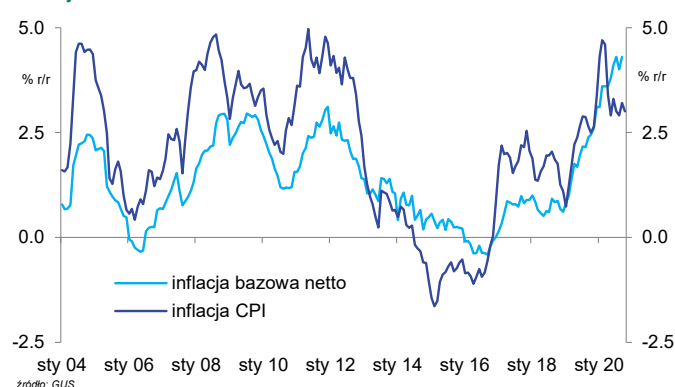
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



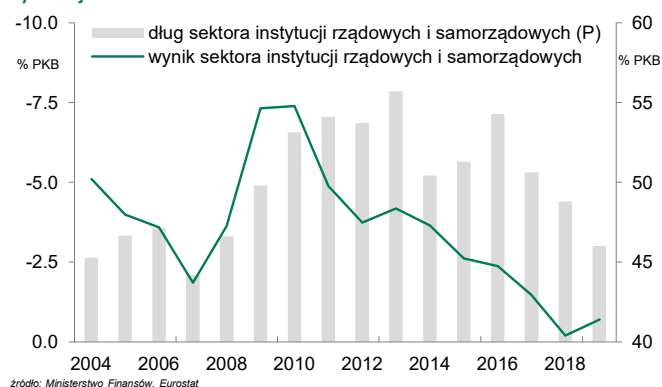
Rynek pracy



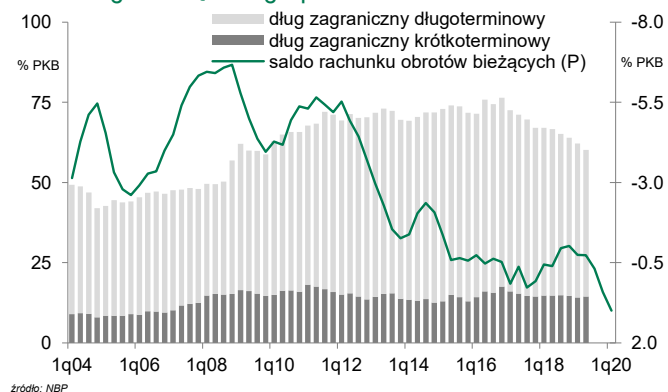
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.10.2020	30.10.2020	06.11.2020	30.11.2020	31.12.2020	31.03.2021
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	%	0.25	0.22	0.22	0.25	0.25	0.25
Obligacje skarbowe 2L	%	-0.02	-0.04	-0.04	0.00	0.00	0.05
Obligacje skarbowe 5L	%	0.40	0.36	0.29	0.40	0.50	0.70
Obligacje skarbowe 10L	%	1.15	1.17	1.15	1.18	1.25	1.35
PLN/EUR	PLN	4.65	4.62	4.53	4.55	4.45	4.40
PLN/USD	PLN	3.96	3.96	3.82	3.90	3.82	3.79
PLN/CHF	PLN	4.35	4.32	4.24	4.25	4.16	4.11
USD/EUR	USD	1.17	1.17	1.19	1.17	1.17	1.16
Stopa Fed	%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0.25	0.30	0.30
Stopa repo EBC	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0.45	-0.45	-0.40
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0.75	-0.75	-0.75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	0.85	0.87	0.82	0.85	0.80	0.75
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0.55	-0.63	-0.62	-0.55	-0.50	-0.40

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.