

KOMENTARZ TYGODNIOWY

11 stycznia 2021

Nadzieje na luźną politykę fiskalną w USA wsparły nastroje rynkowe. W tym tygodniu posiedzenie RPP.

Początek 2021 roku przyniósł kolejną falę optymizmu rynkowego. Jego przyczyną było nasilenie oczekiwań na kolejny program stymulacji fiskalnej w USA po przejściu całości władzy przez Partię Demokratyczną w USA. Po zwycięstwie w Georgii dwóch demokratycznych kandydatów w wyborach uzupełniających do Senatu, Demokraci obok prezydentury i większości w Izbie Reprezentantów, uzyskali też de facto przewagę w Senacie. W rezultacie oczekuje się, że w I kw. br. uchwalony zostanie kolejny pakiet fiskalny o wartości do 1 bln USD, co wesprze koniunkturę gospodarczą w USA.

Perspektywa dalszej znaczącej stymulacji fiskalnej w USA, przy utrzymujących się nadziejach na odbicie gospodarcze w trakcie 2021 r. dzięki ustąpieniu epidemii w następstwie szczepień, wzmożyły apetyt na aktywa o wyższym profilu ryzyka, w szczególności na akcje. Nie przeszkodziło temu pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA, Europie i Japonii. Na rynki tylko chwilowo negatywnie wpłynęły informacje o zamieszkach na terenie amerykańskiego Kongresu.

W rezultacie miniony tydzień przyniósł kontynuację silnego wzrostu notowań akcji na większości rynków i jednocześnie osłabienie notowań obligacji (wzrost rentowności).

W warunkach globalnej poprawy nastrojów dobrze radziły sobie polskie aktywa finansowe. WIG zyskał blisko 5%. Złoty umocnił się po skokowym osłabieniu na koniec 2020 r. (kiedy w kierunku osłabienia waluty oddziaływał NBP). Po nasileniu pod koniec grudnia oczekiwań rynkowych na styczniowe obniżenie stóp procentowych przez RPP w reakcji na grudniowe wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków Rady, ubiegłotygodniowy wywiad prezesa Głapińskiego ponownie ograniczył oczekiwania na cięcie stóp NBP. Prezes NBP wskazał, że bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp w I kw., opcją do rozważenia jest obniżka w marcu, gdyby perspektywy gospodarcze pogorszyły się. Oczekujemy, że na śródowym posiedzeniu Rady stopa referencyjna NBP pozostanie na poziomie 0,1%.

Przy relatywnie uboższym w tym tygodniu kalendarzu publikacji danych (produkcja i sprzedaż detaliczna w USA), na pierwszy plan wysunęły się wątki przebiegu kolejnej fali zachorowań w USA, Europie i Japonii. Z uwagą śledzony będą też postęp procesu szczepień, determinujący średnioterminowe oczekiwania epidemiczne.

Generalnie jednak, jeśli nie zaskoczą wątki epidemiczne, to biorąc pod uwagę coraz bliższe przejście władzy przez prezydenta-elekta Joe Bidena (20.01) i związane z tym nadzieje na dalszą stymulację fiskalną w najbliższym czasie, wydaje się, że póki co rynki mają szansę pozostać w dobrych nastrojach, nawet jeśli po drodze pojawią się okresowe techniczne korekty.

Perspektywa stymulacji fiskalnej pod rządami Demokratów podsyca apetyt na ryzyko z początkiem roku...

Początek 2021 roku przyniósł kolejną falę optymizmu rynkowego. Jego przyczyną było nasilenie oczekiwań na kolejny program stymulacji fiskalnej w USA po przejściu całości władzy przez Partię Demokratyczną w USA. Po zwycięstwie w Georgii dwóch demokratycznych kandydatów w wyborach uzupełniających do Senatu, Demokraci

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

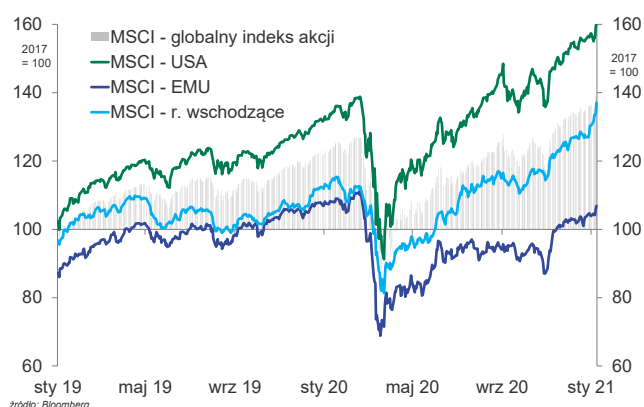
Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

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

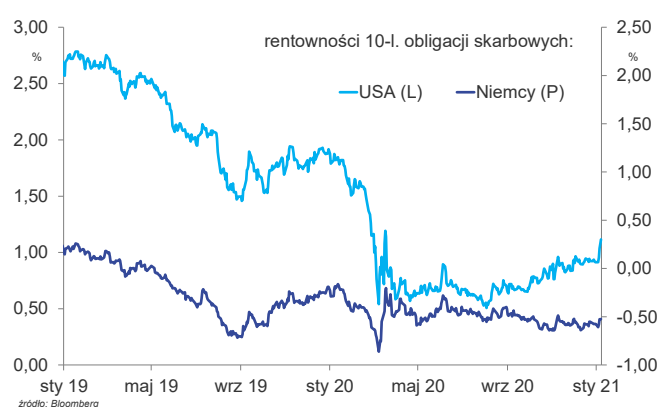
obok prezydentury i większości w Izbie Reprezentantów, uzyskali też połowę miejsc w Senacie, co przy decydującym przy równowadze w Senacie głosie wiceprezydenta USA, oznacza, że Demokraci przejęli pełnię władzy w USA. Otwiera to drogę do zdecydowanie bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej w USA. Oczekuje się, że w I kw. br. kolejny program fiskalny o wartości do 1 bln USD zostanie uchwalony, wspierając koniunkturę gospodarczą w USA.

- Na rynki tylko chwilowo – w połowie tygodnia – negatywnie wpłynęły zamieszki na terenie amerykańskiego Kongresu.
- Perspektywa dalszej znaczącej stymulacji fiskalnej w USA, przy utrzymujących się nadziejach na odbicie gospodarcze w trakcie 2021 r. dzięki masowym szczepieniom i oddaleniu perspektywy kolejnych lockdownów w średnim okresie, wzmogły apetyt na aktywa o wyższym profilu ryzyka, w szczególności akcje. Nie przeszkodziło temu pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA i w Europie.
- Globalny indeks rynku akcji MSCI wzrósł w pierwszym tygodniu Nowego Roku o 2,4%, przy wzroście w USA o blisko 2%, w strefie euro o 2,8% oraz, aż o 5,1% na rynkach wschodzących dla syntetycznego indeksu MSCI EM. Silny wzrost notowały także surowce, w tym ropa naftowa i miedź (która osiągnęła historyczny rekord cenowy).
- Z kolei perspektywa znaczącego poluzowania polityki fiskalnej nie sprzyjała cenom obligacji skarbowych w USA. Rentowności obligacji skarbowych w USA skokowo wzrosły, w tym dla 10-latek o ponad 20 pkt. baz do 1,12%, najwyższego poziomu od marca 2020 r. Na rynku niemieckim rentowności także wzrosły, choć w mniejszej skali – 6 pkt. baz w przypadku dłuższego końca krzywej dochodowości.
- Rozszerzenie spreadu między stopami rynkowymi w USA i strefie euro przyniosło w trakcie minionego tygodnia okresowe osłabienie dolara w okolice 1,23 USD/EUR, niemniej na koniec tygodnia dolar powrócił w okolice 1,22 USD/EUR. Kurs euro wobec dolara wahał się w okolicach poziomu 1,22 USD/EUR.

Solidny wzrost indeksów akcji na świecie z początkiem Nowego Roku...



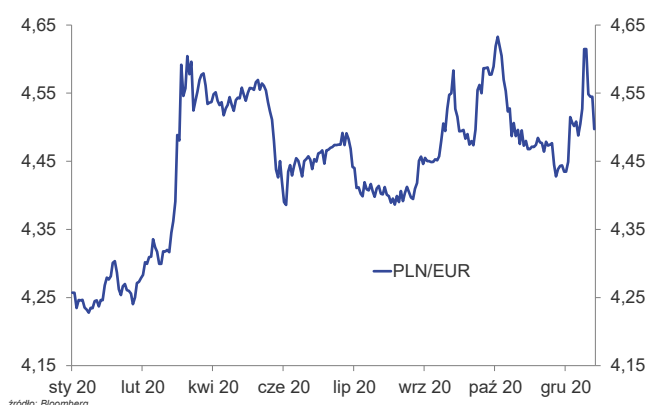
...perspektywa poluzowania polityki fiskalnej osłabiła obligacje skarbowe



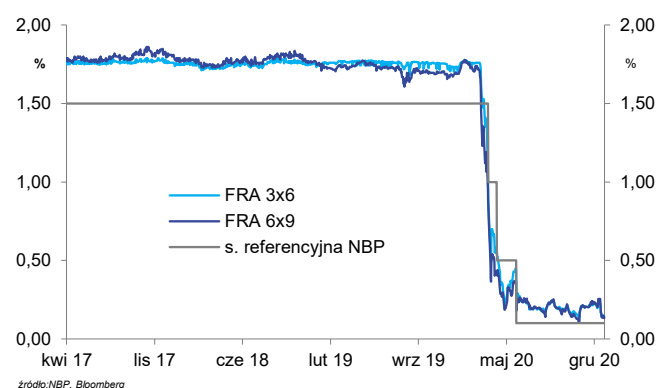
...dobre nastroje globalne wsparty krajowe aktywa. Oddalenie perspektywy styczniowej obniżki stóp NBP.

- W warunkach globalnego popytu na ryzykowne aktywa dobrze radziły sobie polskie aktywa finansowe. Główny indeks rynku akcji WIG zyskał blisko 5%.
- Po skokowym osłabieniu na koniec 2020 r. w wyniku interwencji rynkowych NBP i werbalnych interwencji prezesa NBP i niektórych członków RPP wskazujących na możliwość obniżki stóp NBP w I kw. br., z początkiem tego roku złoty zyskał na wartości (1,1% wobec koszyka walut). Kurs złotego zyskał blisko 10 groszy wobec euro (poniżej 4,52 PLN/EUR) oraz franka szwajcarskiego (poniżej 4,17 PLN/CHF) oraz ponad 6 groszy wobec dolara (poniżej 3,70 PLN/USD). Pomimo tego wzmocnienia kurs złotego pozostał powyżej poziomów (na słabszych poziomach) sprzed grudniowej pierwszej interwencji NBP na rynku. Rynek zapewne uznał, że NBP celował ze słabym złotym na koniec 2020 r., więc może tolerować umocnienie złotego wobec tych poziomów, niemniej przy silniejszym umocnieniu złotego mógłby powrócić na rynek, co zapewne powstrzymało silniejsze umocnienie polskiej waluty.
- Po nasileniu pod koniec 2020 r. oczekiwań rynkowych na styczniowe obniżenie stóp procentowych przez RPP w reakcji na wypowiedzi prezesa NBP, ubiegłotygodniowy wywiad prezesa NBP ostudził oczekiwania na obniżkę stóp już w styczniu. Glapiński wskazał w wywiadzie, że bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp w I kw., a do ewentualnej obniżki mogłoby dojść w marcu, po analizie wyników projekcji inflacyjnej NBP. Jednocześnie notowania kontraktów FRA pozostały na obniżonym poziomie wskazując na dyskontowanie przez rynek obniżki stopy NBP do zera w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Prawdopodobnie perspektywa niższych stóp, a przede wszystkim oczekiwania na utrzymanie popytu NBP na papiery skarbowe oraz wzrost apetytu na ryzykowne aktywa, sprzyjały stabilizacji na niskim poziomie rentowności krajowych papierów skarbowych, pomimo wspomnianego wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych i zawężeniu spreadu krajowych rentowności vs. ich odpowiedników na rynkach bazowych.
- Dodatkowym czynnikiem, który mógł wesprzeć oczekiwania na niższe stopy NBP w średnim okresie mogła być nieoczekiwanie niższa inflacja na koniec 2020 r. Według wstępnych danych GUS wskaźnik CPI spadł w grudniu do 2,3% r/r wobec 3,0% r/r w listopadzie. Na podstawie szacunkowych danych można ocenić, że do spadku wskaźnika CPI przyczynił się skokowy spadek inflacji bazowej (szacujemy, że do 3,6% wobec 4,3% r/r w listopadzie) oraz dalszy spadek dynamiki cen żywności.

Złoty częściowo odreagował sylwestrowe ostabienie



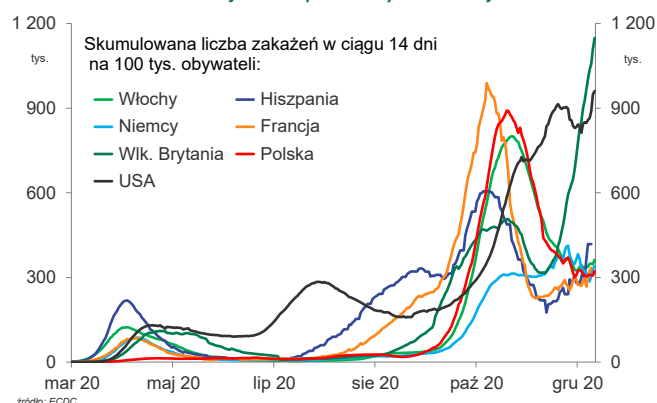
Kontrakty FRA uwzględniają możliwość obniżki stóp NBP w najbliższych miesiącach



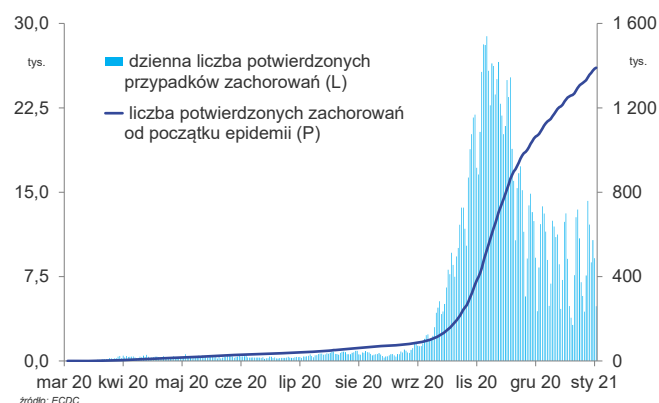
Pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA i Europie z początkiem roku

- Zgodnie oczekiwaniami po okresie świąteczno-noworocznym ponownie wzrosła liczba zachorowań, zarówno w USA, w niektórych państwach europejskich i w Japonii.
- W USA bieżąca sytuacja jest najgorsza pod względem tempa zachorowań od początku pandemii (dzienna liczba potwierdzonych przypadków przekroczyła 250 tys., sięgając okresowo 300 tys.). W Europie najgorsza sytuacja panuje w Wielkiej Brytanii i Irlandii, gdzie rozprzestrzenia się wysoce zaraźliwa mutacja wirusa, a także w Czechach i na Litwie. Na Wyspach dzienna liczba zakażeń jest ponad dwukrotnie wyższa niż podczas jesiennej fali i sięga obecnie około 60 tys. dziennie. Stabilniejsza sytuacja panuje w pozostałych dużych państwach Europy kontynentalnej, niemniej tam też statystyki sukcesywnie rosną. Na wysokich poziomach (w szczególności w USA i Wielkiej Brytanii) utrzymuje się liczba ofiar śmiertelnych wirusa.
- W Europie, w reakcji na pogorszenie sytuacji epidemicznej lub ryzyko jej dalszego pogorszenia, większość państw wydłużyła dotychczasowe obostrzenia aktywności lub zaostrzyła je. Rygorystyczne lockdowny obowiązują m.in. w Wielkiej Brytanii i Irlandii, Francji, niektórych regionach Hiszpanii, w Czechach i na Słowacji.
- Na tle sytuacji w Europie sytuacja epidemiczna w Polsce jest stabilna. Pomimo lekkiego wzrostu dziennej liczby zachorowań po okresie świąteczno-noworocznym, średnia liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 utrzymuje się poniżej poziomu 10 tys. dziennie, tj. ponad dwukrotnie niższym niż podczas listopadowego szczytu drugiej fali zachorowań. Stabilna pozostaje sytuacja w zakresie obciążenia łóżek w szpitalach oraz respiratorów. Z początkiem bieżącego tygodnia rząd ogłosił przedłużenie do końca stycznia dotychczasowych obostrzeń aktywności wprowadzonych pod koniec grudnia, które pierwotnie miały obowiązywać do 17.01. Wyjątkiem jest przywrócenie działalności szkół podstawowych w klasach 1-3.
- Kontynuowana jest akcja szczepień wraz z kolejnymi dostawami szczepionek. W Wielkiej Brytanii zaszczepiono dotychczas ponad 2% społeczeństwa w USA blisko tego poziomu. W największych kontynentalnych krajach europejskich (Niemcy, Włochy, Polska, Hiszpania) poziom wyszczepienia kształtuje się w okolicach 0,5% populacji. W Polsce dotychczas zaszczepiono 200 tys. osób, do końca I kw. planowane jest zaszczepienie blisko 3 mln osób. W bieżącym tygodniu ma się rozpocząć szczepienie osób spoza grupy zero.

W Wielkiej Brytanii i USA poświąteczne szczyty liczby zachorowań, stabilniej w Europie kontynentalnej...



...w Polsce umiarkowany wzrost potwierdzonych przypadków COVID-19

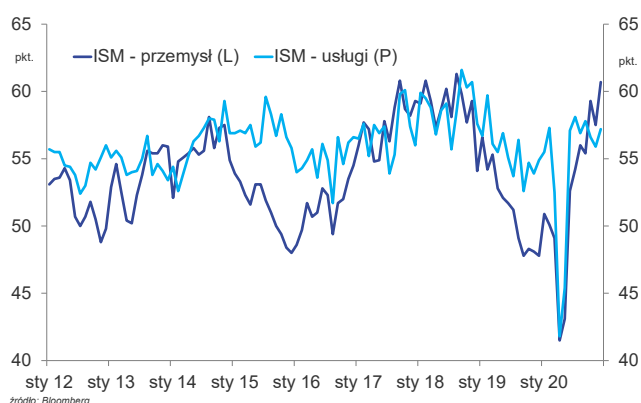


- W minionym tygodniu do stosowania w UE dopuszczono drugą, obok szczepionki koncernu Pfizer i BioNTech, szczepionkę koncernu Moderna. Ponadto Europejska Agencja Leków (EMA) poinformowała, że pod koniec stycznia możliwe jest wydanie opinii w sprawie dopuszczenia do obrotu w UE szczepionki koncernu Uniwersytetu Oksfordzkiego i AstraZeneca.
- Przewodnicząca Komisji Europejskiej Ursula von der Leyen ogłosiła w minionym tygodniu, że KE uzgodniła z BioNTechem i Pfizerem rozszerzenie kontraktu o dodatkowe 300 mln dawek szczepionki. Szefowa KE, powiedziała, że w umowach z firmami UE zabezpieczyła 2,3 mld dawek tj. więcej dawek szczepionek niż potrzeba, aby zaszczepić całą europejską populację.
- W minionym tygodniu pojawiły się kolejne informacje, że szczepionka koncernu Pfizer i BioMTEch jest też skuteczna wobec niedawno odkrytych w Wielkiej Brytanii i RPA mutacji koronawirusa. Informację tę przekazało kierownictwo koncernu w oparciu o wstępne studium badawcze.

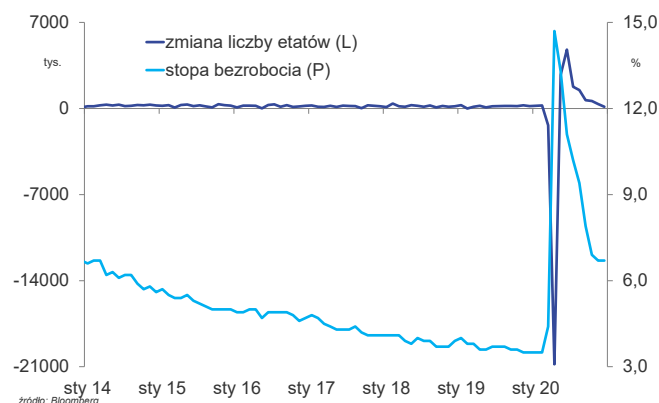
Publikacje danych wskazują na solidną koniunkturę w USA pomimo nasilenia epidemii

- Opublikowane w minionych dniach dane makroekonomiczne wskazały na utrzymanie solidnej aktywności w gospodarce amerykańskiej.
- W grudniu, pomimo pogorszenia warunków epidemicznych w USA, wyraźnie wzrosły wskaźniki koniunktury gospodarczej ISM zarówno w przemyśle jak i w usługach. W przypadku przemysłu wskaźnik wzrósł o ponad 3 pkt. i osiągnął poziom 60,7 pkt – najwyższy od lata 2018 r. Z kolei indeks w usługach wzrósł o 1,3 pkt. do 57,2, co jak na warunki epidemiczne, jest bardzo dobrym wynikiem (biorąc pod uwagę podatność sektora usług na ryzyko związane z ograniczeniem kontaktów międzyludzkich w okresie zaostrzenia pandemii).
- W grudniu negatywnie zaskoczył spadek liczby zatrudnionych w gospodarce amerykańskiej. Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA spadła o 140 tys. wobec oczekiwanej wyżki o 71 tys. Niemniej spadek ten wynikał praktycznie wyłącznie z blisko 500 tys. spadku liczby zatrudnionych w sektorze usług związanych z turystyką i wypoczynkiem. Z kolei sektory związane z przemysłem wytwórczym utrzymały trend wzrostowy zatrudnienia.

Bardzo dobre wskaźniki koniunktury ISM w USA



Nieco słabsze od oczekiwań dane nt. zatrudnienia w USA



- Poprawa zatrudnienia w sektorze , w połączeniu z mocniejszą od oczekiwań dynamiką wynagrodzeń godzinowych, która wzrosła w grudniu do 5,1% r/r vs. konsensus +4,4% r/r, daje solidne perspektywy wzrostu konsumpcji w USA. Stopa bezrobocia w USA ustabilizowała się na poziomie 6,7%, poniżej oczekiwań.
- Bieżąca solidna sytuacja gospodarcza w USA, w połączeniu z uchwalonym w grudniu 2020 r. pakietem fiskalnym wartym blisko 1 bln USD i z perspektywą dalszej stymulacji fiskalnej w I poł. 2021 r. dają solidne podstawy do utrzymania ożywienia w gospodarce USA.

W bieżącym tygodniu istotny dalszy przebieg epidemii i procesu szczepień, polityka fiskalna w USA może podtrzymywać dobre nastroje

- W tym tygodniu istotne będą dane dot. rozwoju sytuacji epidemicznej, gdyż ujawnią pełnię epidemicznych skutków okołoswiątecznych i sylwestrowych spotkań międzyludzkich. Choć seria komunikatów europejskich rządów praktycznie zdeterminowała już utrzymanie zamrożenia większości europejskich gospodarek w styczniu, jednak kwestią otwartą pozostaje jak długo one mogą obowiązywać (co może zdeterminować ostateczna skala zachorowań w styczniu). Będzie to określać szacowaną skalę negatywnych skutków gospodarczych w I kw., jak również oczekiwania dot. tempa powrotu do normalności w trakcie 2021 r. i tym samym prognozy gospodarcze na 2021 r.
- W kolejnych tygodniach coraz większej wagi nabierać będzie tempo wdrażania szczepień przeciw COVID-19. Dotychczasowe informacje z USA czy z Europy wskazują na wolniejsze od założeń tempo szczepień i dane po już pełnym powrocie do aktywności po okresie świąteczno-noworocznym będą istotne dla szacowania przyszłych trendów.
- Wydaje się, że rynek ostatecznie zdyskontował założenie, że szczepionki są skuteczne przeciwko mutacjom wirusa, niemniej ewentualne oficjalne potwierdzenie tego faktu (np. przez WHO lub EMA) mogłoby jeszcze lekko wesprzeć globalne nastroje rynkowe. Z kolei czynnikiem ryzyka dla sytuacji rynkowej mogłoby być dynamiczne rozprzestrzenianie się poza Wielką Brytanią nowej, bardziej zaraźliwej, odmiany wirusa, co biorąc pod uwagę gwałtowne pogorszenie sytuacji epidemicznej na Wyspach, mogłoby skutkować wzrostem ryzyka dalszego zaostrzenia lockdownów w Europie kontynentalnej.
- W cieniu tych informacji pozostaną zapewne publikacje danych makroekonomicznych dotyczących jeszcze minionego 2020 r., w tym grudniowe dane nt. amerykańskiej produkcji i sprzedaży detalicznej.
- Generalnie jednak, o ile nie zaskoczą wspomniane powyżej wątki epidemiczne, to biorąc pod uwagę coraz bliższe przejęcie władzy przez prezydenta-elekta Joe Bidena (20.01) i związane z tym nadzieje na dalszą stymulację fiskalną, wydaje się, że póki co rynki mają szansę pozostać dobrych nastrojach, nawet jeśli po drodze pojawią się okresowe techniczne korekty.

W kraju posiedzenie RPP – oczekujemy stabilizacji stóp NBP

- W bieżącym tygodniu odbędzie się pierwsze w tym roku posiedzenie RPP. Na przełomie grudnia i stycznia członkowie RPP, w tym prezes NBP, wystali szereg sygnałów, w ślad za którymi falowały oczekiwania co do prawdopodobieństwa obniżki stóp już na posiedzeniu styczniowym. Pod koniec grudnia kumulacja wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków Rady, wskazujących na możliwość

redukcji stóp procentowych oraz konieczność utrzymywania słabszego kursu złotego w celu wsparcia ożywienia aktywności gospodarczej podsycała oczekiwania na styczniową obniżkę. Z kolei ubiegłotygodniowy wywiad prezesa Glapińskiego Obserwatora Finansowego, w którym wskazał, że bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp w I kw., a do ewentualnej obniżki może dojść w marcu, po analizie wyników projekcji inflacyjnej NBP, osłabiły oczekiwania na styczniową obniżkę stóp NBP.

- Biorąc pod uwagę zmienność komunikacji RPP i jej szczątkowy charakter, a także skłonność Rady do zaskakiwania rynków w trakcie 2020 r., żadnego scenariusza nie można wykluczyć, w tym obniżki stopy referencyjnej do zera z obecnych 0,1%. Niemniej scenariuszowi stabilnych stóp przypisujemy zdecydowanie wyższe prawdopodobieństwo (ok. 80%). Zatem w bazowym scenariuszu oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na bieżącym poziomie, 0,1% dla stopy referencyjnej NBP oraz podtrzyma kontynuację skupu obligacji przez NBP. Sądzymy, że prezes NBP nie będzie skłonny do podważenia swoich słów z ostatniego wywiadu dla Obserwatora Finansowego, a jak sądzymy, od decyzji prezesa Glapińskiego zależy, czy parametry polityki monetarnej zostaną zmienione. W ostatnich dniach od publikacji wywiadu prezesa nie wydarzyło się nic szczególnego, co dawałoby przesłanki do zmiany poglądu o tymczasowej postawie *wait-and-see*. Sytuacja epidemiczna pozostaje pod kontrolą, złoty, choć zyskał na wartości w stosunku do poziomu z końca roku, pozostaje słabszy wobec poziomów sprzed grudniowej interwencji NBP, zatem nie widzimy istotnych gospodarczych korzyści z poluzowania polityki monetarnej wobec ryzyka dalszego pogorszenia komunikacji NBP z rynkiem.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (13 grudnia)

Oczekujemy, że RPP utrzyma stopy procentowe na bieżącym poziomie, 0,1% dla stopy referencyjnej NBP oraz podtrzyma kontynuację skupu obligacji przez NBP. Na przełomie grudnia i stycznia członkowie RPP, w tym prezes NBP, wystali szereg sygnałów, w ślad za którymi falowały oczekiwania co do prawdopodobieństwa obniżki stóp już na posiedzeniu styczniowym. Pod koniec grudnia kumulacja wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków Rady wskazujących na możliwość redukcji stóp procentowych oraz konieczność utrzymywania słabszego kursu złotego w celu wsparcia ożywienia aktywności gospodarczej podsycała oczekiwania na styczniową obniżkę. Z kolei ubiegłotygodniowy wywiad prezesa Glapińskiego Obserwatora Finansowego, w którym wskazał, że bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp w I kw., a do ewentualnej obniżki może dojść w marcu, po analizie wyników projekcji inflacyjnej NBP, oczekiwania na styczniową obniżkę stóp NBP osłabły.

Biorąc pod uwagę zmienność komunikacji RPP i jej szczątkowy charakter, skłonność Rady do zaskakiwania rynków w trakcie 2020 r., żadnego scenariusza nie można wykluczyć, w tym obniżki stopy referencyjnej do zera z obecnych 0,1%. Niemniej scenariuszowi stabilnych stóp przypisujemy zdecydowanie wyższe prawdopodobieństwo (ok. 80%). Sądzymy, że prezes NBP nie będzie skłonny do podważenia swoich słów z ostatniego wywiadu dla Obserwatora Finansowego, a jak sądzymy, od decyzji prezesa Glapińskiego zależy, czy parametry polityki monetarnej zostaną zmienione. W ostatnich dniach od publikacji wywiadu prezesa nie wydarzyło się nic szczególnego, co dawałoby przesłanki do zmiany poglądu o tymczasowej postawie *wait-and-see*. Sytuacja epidemiczna pozostaje pod kontrolą, złoty choć zyskał na wartości w stosunku do poziomu z końca roku, pozostaje słabszy wobec poziomów sprzed grudniowej interwencji NBP, zatem nie widzimy istotnych gospodarczych korzyści z poluzowania polityki monetarnej wobec ryzyka dalszego pogorszenia komunikacji NBP z rynkiem.

• Bilans płatniczy w listopadzie (13 stycznia)

Szacujemy, że w listopadzie 2020 r. wartość nadwyżki na rachunku obrotów bieżących wyniosła 1995 mln EUR, lekko obniżając się z 2241 mln EUR w październiku. Wg naszych prognoz w listopadzie odnotowano sezonową poprawę wyników w handlu towarami oraz przepływu usług, jednocześnie przy słabszym wyniku w dochodach pierwotnych. W warunkach korzystnej sytuacji w globalnym handlu zagranicznym oraz przy sprzyjających efektach sezonowych oczekujemy w listopadzie solidnego wzrostu rocznych dynamik eksportu oraz importu. Przy założeniu listopadowej prognozy nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniosła 3,7% PKB wobec 3,5% PKB po październiku.

• Wskaźnik inflacji CPI w grudniu – dane ostateczne (15 stycznia)

Oczekujemy, że w ostatecznym odczycie za październik wskaźnik inflacji CPI zostanie podtrzymany na poziomie szacunku *flash*, tj. 2,3% wobec 3,1% r/r. Skala spadku (0,7 pkt. proc.) wskaźnika inflacji CPI w grudniu to duża niespodzianka. Źródłem spadku CPI i tym samym głównym źródłem tej niespodzianki był skokowy spadek inflacji bazowej. Ponadto w kierunku obniżenia inflacji

oddziaływał dalszy spadek dynamiki cen żywności oraz lekkie obniżenie dynamiki cen nośników energii. Z kolei skalę spadku grudniowego wskaźnika CPI lekko ograniczyła mniejsza skala spadku cen paliw w ujęciu r/r. Na podstawie opublikowanych przez GUS danych szacujemy, że w grudniu wskaźnik inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) skokowo spadł do 3,6% wobec 4,3% r/r w listopadzie, czyli z najwyższego poziomu w 2020 r. i w ostatnich 20 latach). Z punktu widzenia perspektyw inflacji w kolejnych miesiącach istotną będzie informacja o źródłach tak istotnego spadku inflacji bazowej.

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

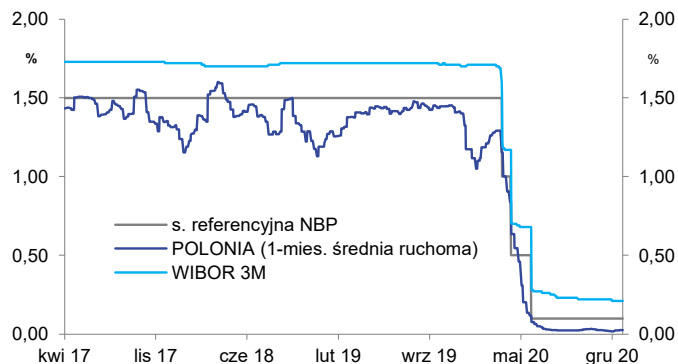
Kalendarz publikacji danych – listopad

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	4.01	50,8 pkt.	51,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	grudzień	13.01	0,1%		0,1%
Saldo w obrotach bieżących	PL	listopad	13.01	2241 mln EUR		1995 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	15.01	2,3% r/r (wst.)		2,3% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	grudzień	18.01	4,3% r/r		3,6% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	4,9% r/r		5,2% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	-1,2% r/r		-1,2% r/r
Wskaźnik PPI	PL	listopad	22.01	-0,2% r/r		0,0% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	listopad	22.01	-5,3% r/r		1,2% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	listopad	22.01	-4,9% r/r		0,0% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	listopad	25.01	5,4% r/r		9,4% r/r
Stopa bezrobocia	PL	listopad	27.01	6,1%		6,3%

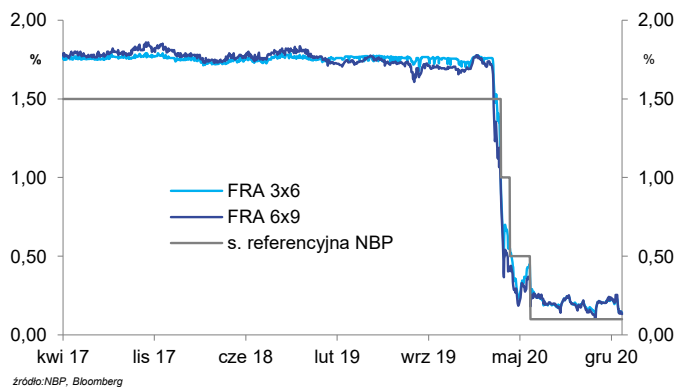
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	grudzień	4.01	54,9 pkt.	53,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	grudzień	5.01	57,5 pkt.	60,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	grudzień	6.01	57,8 pkt.	58,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	grudzień	7.01	55,9 pkt.	57,2 pkt.	
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		6,2% 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	16.12	55,5 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	16.12	47,3 pkt.		-
Posiedzenie FOMC	US	styczeń	27.01	0,00% - 0,25%		0,00% - 0,25%
Wzrost PKB (wst.)	US	IV kw.	28.01	-4,0% r/r		-
Wzrost PKB (wst.)	DE	IV kw.	29.01	33,4% kw/kw		-
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	styczeń	31.01	51,9 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	styczeń	31.01	55,7 pkt.		-

Rynki finansowe

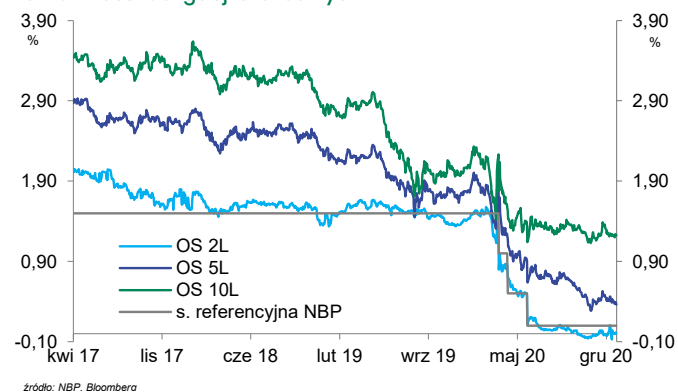
Krajowe stopy procentowe



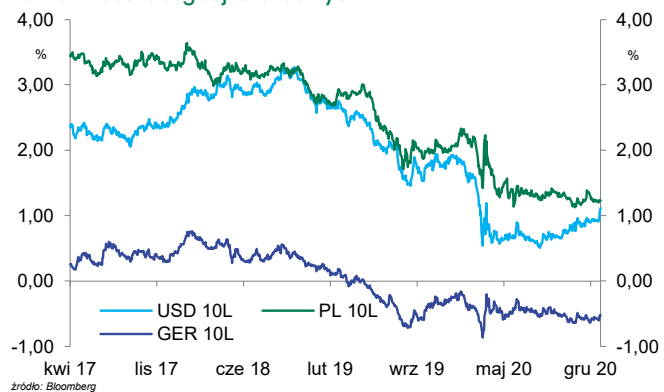
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



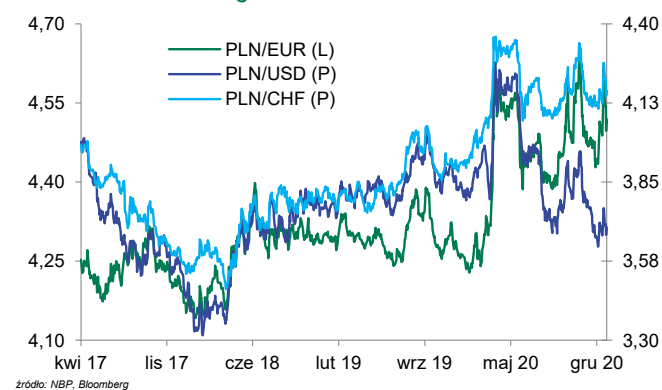
Rentowności obligacji skarbowych



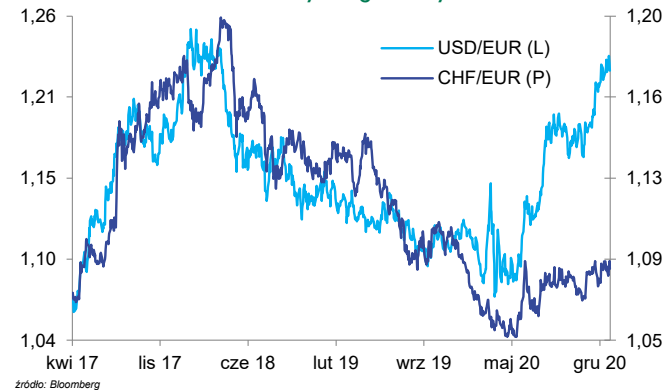
Rentowności obligacji skarbowych



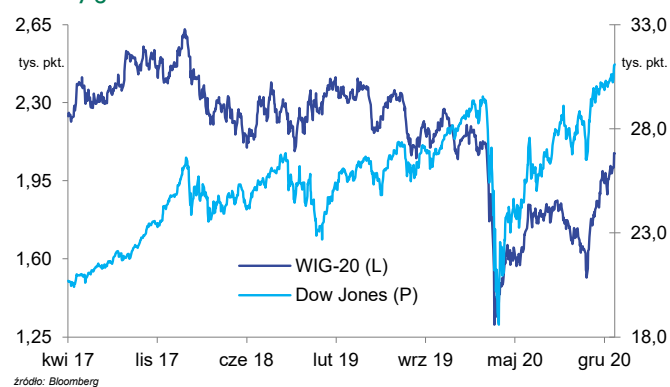
Notowania kursu złotego



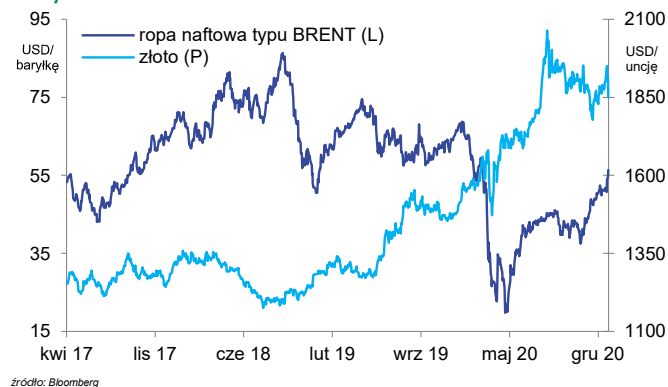
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełtowe

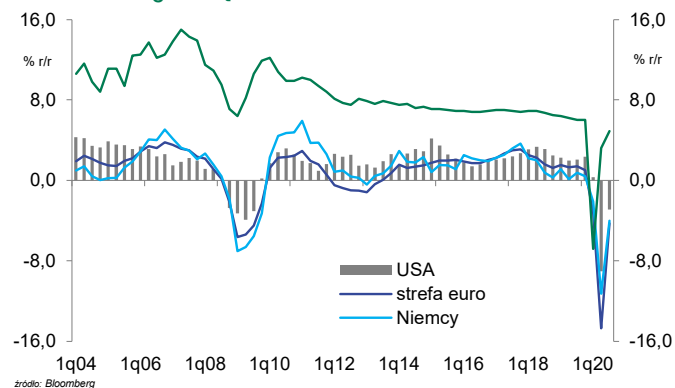


Ceny surowców

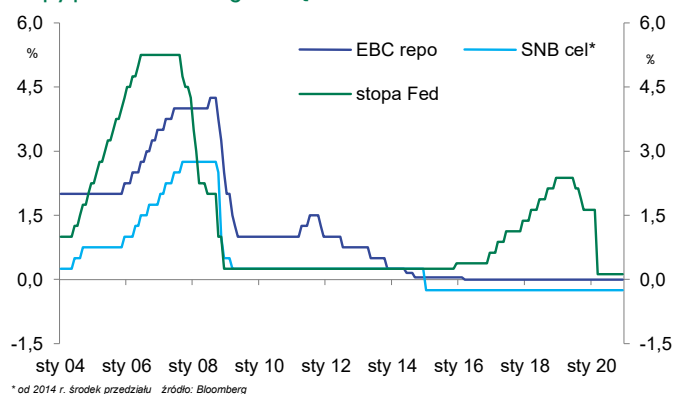


Sfera realna

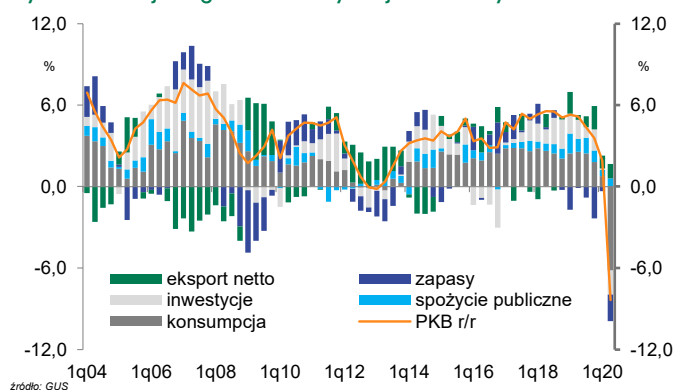
Wzrost PKB za granicą



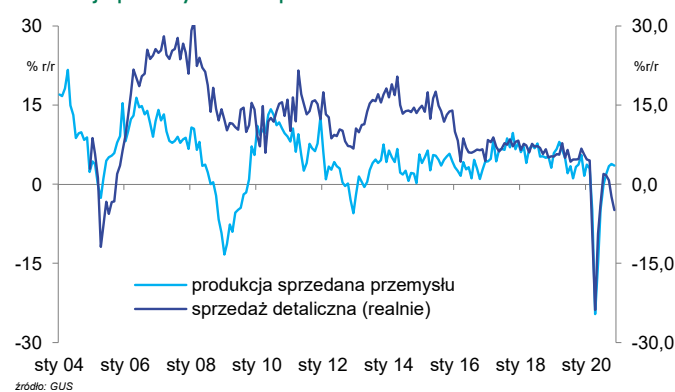
Stopy procentowe za granicą



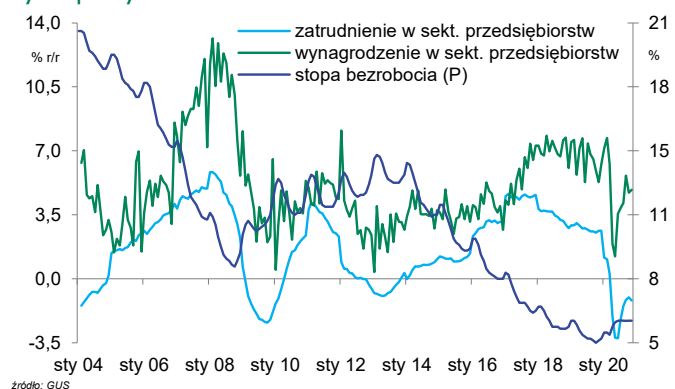
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



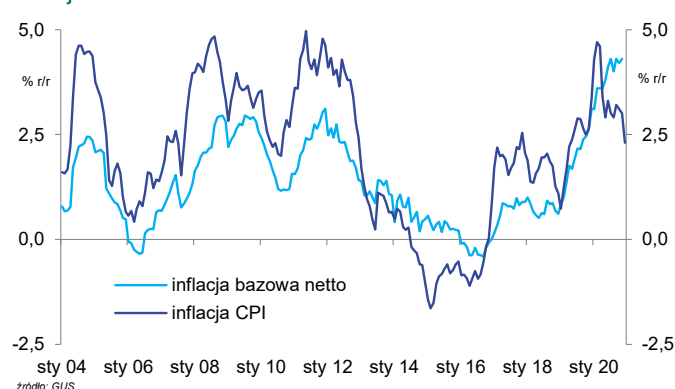
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



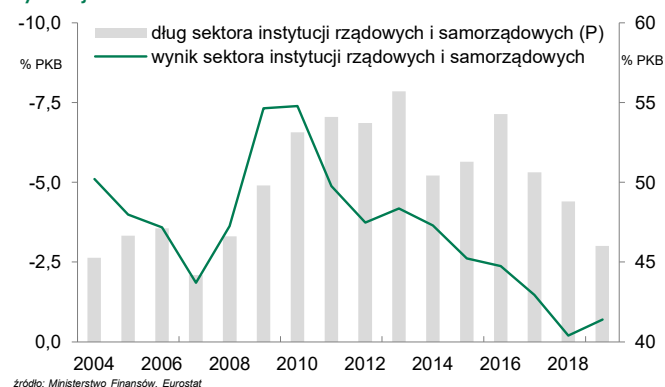
Rynek pracy



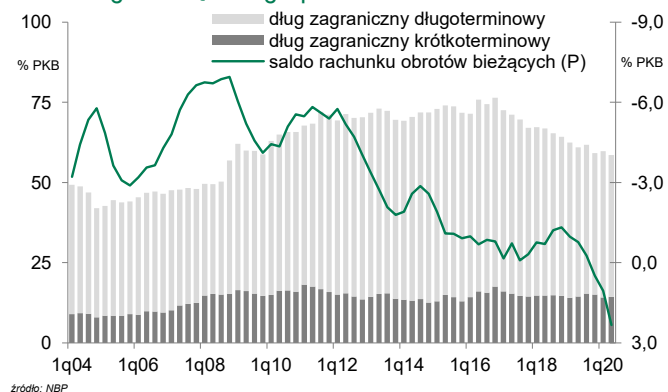
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2020	31.12.2020	08.01.2021	31.01.2021	28.02.2021	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	%	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20	0,20
Obligacje skarbowe 2L	%	0,01	0,01	0,00	0,05	0,05	0,05
Obligacje skarbowe 5L	%	0,41	0,41	0,36	0,45	0,50	0,50
Obligacje skarbowe 10L	%	1,22	1,22	1,22	1,26	1,30	1,30
PLN/EUR	PLN	4,61	4,61	4,52	4,54	4,53	4,51
PLN/USD	PLN	3,76	3,76	3,69	3,72	3,72	3,73
PLN/CHF	PLN	4,26	4,26	4,17	4,20	4,19	4,18
USD/EUR	USD	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,21
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	%	-	-	-	-0,50	-0,50	-0,50
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	0,91	0,91	1,12	1,00	1,00	0,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,58	-0,58	-0,52	-0,50	-0,50	-0,50

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.