

KOMENTARZ TYGODNIOWY

14 grudnia 2020

Sytuacja rynkowa z polityką na pierwszym planie – brexit w Europie, pakiet fiskalny w USA.

Miniony tydzień przyniósł ochłodzenie silnego optymizmu rynkowego obserwowanego w poprzednich kilku tygodniach. Dotychczasowy pozytywny wpływ perspektywy wdrożenia masowych szczepień przeciw koronawirusowi, został zdominowany przez wzrost obaw przed krótkookresowymi negatywnymi skutkami dalszego wzrostu infekcji w USA i brakiem przełomu w politycznych negocjacjach nad kolejnym pakietem pomocowym dla gospodarki USA. W Europie wzrosły obawy przed brakiem zawarcia umowy handlowej między Wielką Brytanią a UE, co przeważało nad pozytywnym zakończeniem sporu dot. powiązania środków unijnych z praworządnością i dalszym poluzowaniem polityki monetarnej przez EBC. Wzrost globalnej awersji do ryzyka przyniósł korektę spadkową indeksów akcji i rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Pomimo pogorszenia globalnych nastrojów polskie aktywa jednak lekko zyskały na wartości – WIG lekko wzrósł, umocnił się złoty. Z kolei w ślad za rynkami bazowymi spadły rentowności krajowych obligacji.

Biorąc pod uwagę przedłużające się negocjacje UE – Wielka Brytania ws. warunków handlowych brexitu i zbliżający się „twardy” termin finalnego podjęcia decyzji (koniec grudnia) zapewne ten temat pozostanie w najbliższym czasie kluczowy dla inwestorów. Biorąc pod uwagę nasze założenia, jak również dotychczasowy styl prowadzenia negocjacji, podtrzymujemy scenariusz bazowy, że do 31 grudnia nie dojdzie do bezumownego zakończenia okresu przejściowego. Nie mamy przekonania, że do tego czasu uda się osiągnąć ostateczny kompromis ws. kształtu umowy handlowej UE-Wielka Brytania, niemniej w takiej sytuacji zakładalibyśmy raczej decyzję o umowie krótkookresowej (na bieżących zasadach) i zapowiedź dalszych prac nad porozumieniem długookresowym. Biorąc to pod uwagę oczekujemy do końca roku poprawy nastrojów rynkowych, choć przy wysokim ryzyku dla tego scenariusza należy liczyć się ze scenariuszem silniejszej przeceny, gdyby negocjacje zostały zakończone bez porozumienia i gdyby od nowego roku relacje handlowe UE-Wielka Brytania opierały się na zasadach Światowej Organizacji Handlu (WTO).

Przy założeniu pozytywnego finału negocjacji ws. brexitu zakładamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje grudniowych indeksów PMI z EMU nie powinny osłabić notowań europejskich aktywów. W bieżącym tygodniu rozpocznie się także seria publikacji listopadowych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę kumulację w listopadzie restrykcji gospodarczych (usługi i handel) oczekujemy skokowego spadku sprzedaży detalicznej, jak również pogłębienia spadku dynamiki przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

W USA w krótkim okresie najważniejsze będą informacje nt. polityki gospodarczej. Na zaplanowanym w tym tygodniu posiedzeniu FOMC nie oczekujemy zmiany parametrów polityki pieniężnej, zakładamy utrzymanie postawy *wait-and-see*. Dla krótkoterminowych prognoz gospodarczych dot. USA, kluczowe będą natomiast decyzje dot. polityki fiskalnej i przebieg negocjacji między Republikanami a Demokratami ws. kolejnego pakietu pomocowego. Ważne pozostaną też statystyki epidemiczne i ewentualne decyzje ws. obostrzeń aktywności gospodarczej.

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

Unia Europejska – kompromis ws. budżetu Unii i kwestii praworządności...

- Podczas ubiegłotygodniowego szczytu UE osiągnięto porozumienie dot. budżetu UE na lata 2021-2027 o wartości 1,1 bln EUR oraz funduszu odbudowy o wartości 750 mld EUR i powiązania go z kwestią praworządności. Zgodnie z wypracowanym kompromisem w rozporządzeniu podtrzymane zostało warunkowanie wypłaty środków utrzymaniem standardów praworządności, jednocześnie w konkluzjach szczytu dot. budżetu zawarto zapis, że samo ustalenie, iż doszło do naruszenia zasady państwa prawnego nie wystarczy do uruchomienia mechanizmu i zablokowania środków finansowych dla państw członkowskich. Konkluzje zawierają też zapis, że stosowanie mechanizmu warunkowości będzie "obiektywne, uczciwe, bezstronne i oparte na dowodach, zgodne z odpowiednimi procedurami, zasadą niedyskryminacji i równego traktowania państw członkowskich".
- Obecnie uzgodnienia przejdą proces ratyfikacji przez Parlament Europejski oraz parlamenty narodowe krajów UE. Choć sam proces może nie zostać organizacyjnie zakończony w 2020 r., to jednak fakt przełamania impasu odsuwa ryzyko braku uruchomienia środków finansowych w ramach funduszu odbudowy w nadchodzących miesiącach 2021 r., co powinno istotnie wspierać oczekiwania ożywienia aktywności gospodarczej od II poł. 2021 r.
- W ramach finansowania UE zakłada się priorytetowe finansowanie projektów związanych z celami klimatycznymi UE. Podczas szczytu ostatecznie przyjęto nowe cele redukcji emisji CO₂ (55% do 2030 r.) po wynegocjowaniu przez Polskę, Węgry oraz Czechy wyższych środków rekompensujących związanych z transformacją sektora energetycznego.

...ale brak porozumienia w sprawie warunków brexitu

- Z kolei nie udało się osiągnąć kompromisu w zakresie długoterminowej umowy UE – Wielka Brytania po zakończeniu z dniem 31. grudnia tego roku tzw. okresu przejściowego dot. brexitu. Choć zgodnie z ocenami zewnętrznych ośrodków analitycznych obie strony negocjacji poczyniły pewne ustępstwa w zakresie kluczowych tematów, to jednak w dalszym ciągu były one niewystarczające. Nadal głównym problemem pozostaje kwestia rybołówstwa (dostępu do obszarów morskich Wielkiej Brytanii) oraz skala wpływu regulacji UE na Wielką Brytanię w celu utrzymania tzw. „równych warunków gry” dla biznesu unijnego i brytyjskiego. Ewentualny brak porozumienia przed 31 grudnia 2020 roku, kiedy skończy się okres przejściowy po brexicie, oznaczałby, że od początku 2021 r. handel między Wielką Brytanią a UE odbywałby się na ogólnych zasadach Światowej Organizacji Handlu (WTO), czyli byłyby stosowane cła i inne bariery.
- Brytyjski premier Boris Johnson oświadczył w niedzielę, że stanowiska Wielkiej Brytanii i Unii Europejskiej nadal pozostają bardzo odległe w kluczowych sprawach i podkreślił, że Wielka Brytania nie może pozostać "w orbicie regulacyjnej" UE. Wyraził opinię, że zawarcie umowy nadal jest możliwe, ale zależy to od tego, czy UE będzie chciała, by tak się stało. Wcześniej w niedzielę Johnson i von der Leyen w rozmowie telefonicznej ustalili, że negocjacje w sprawie przyszłych relacji będą kontynuowane.
- Sam fakt braku umowy na dwa tygodnie przed zakończeniem okresu przejściowego istotnie zwiększa ryzyko ostatecznego braku takiej umowy z konsekwencjami dla wymiany handlowej UE – Wielka Brytania. Z drugiej strony

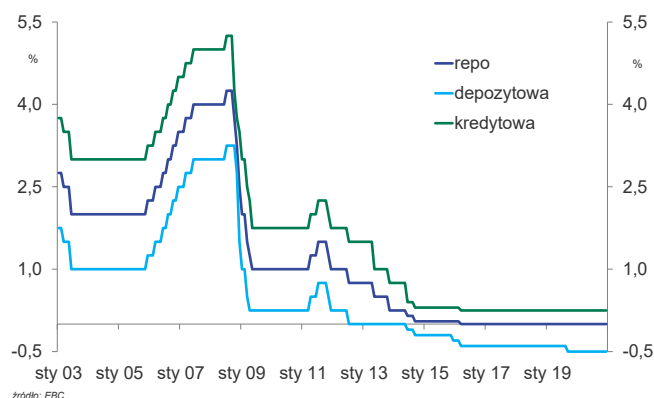
fakt ponownego wydłużenia rozmów, publikacja wspólnego oświadczenia brytyjskiego premiera oraz szefowej Komisji Europejskiej wskazują, że wciąż celem obu stron negocjacji jest uzyskanie porozumienia i ograniczenie ryzyka dla sytuacji gospodarczej w Europie. Choć w głównej mierze potencjalne negatywne skutki bezumownego zakończenia okresu przejściowego będą zdecydowanie wyższe dla Wielkiej Brytanii niż dla całej UE, niemniej dla kilku krajów unijnych (np. Irlandii) te skutki byłyby bardzo odczuwalne.

- Biorąc pod uwagę nasze założenia, jak również dotychczasowy styl prowadzenia negocjacji, podtrzymujemy scenariusz bazowy, że do 31 grudnia nie dojdzie do bezumownego zakończenia okresu przejściowego. Nie mamy przekonania, że do tego czasu uda się osiągnąć ostateczny kompromis ws. kształtu umowy handlowej UE-Wielka Brytania, niemniej w takiej sytuacji zakładalibyśmy raczej decyzję o umowie krótkookresowej (na bieżących zasadach) i zapowiedź dalszych prac nad porozumieniem długookresowym. Z drugiej strony wydłużający się proces negocjacji raczej zawęży liczbę scenariuszy dwóch: ostatecznego kompromisu (tj. długoletniej umowy) lub wejścia Wielkiej Brytanii do systemu WTO w ramach handlu zagranicznego z UE. W dalszym ciągu nieco wyższe prawdopodobieństwo przypisujemy scenariuszowi wypracowania umowy, w szczególności przy informacjach o kontynuacji prac nad umową i wysokich ryzykach gospodarczych w konsekwencji braku takiej umowy.

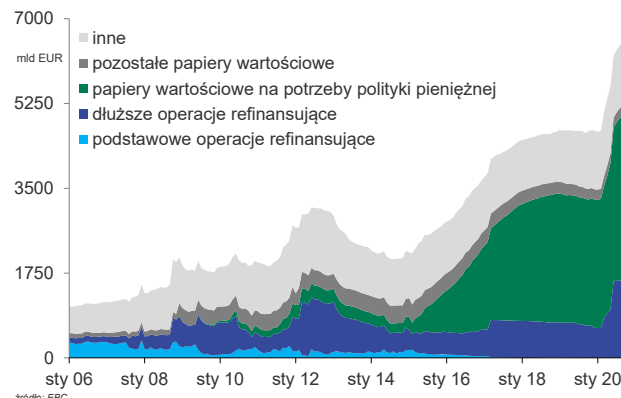
EBC znacząco zwiększa i wydłuża program skupu aktywów PEPP

- Rada Europejskiego Banku Centralnego, zgodnie z zapowiedzią z października, złagodziła politykę pieniężną na grudniowym posiedzeniu. Rada pozostawiła bez zmian stopy procentowe, w tym stopę referencyjną na poziomie 0,0% oraz stopę depozytową na poziomie -0,50%, zdecydowała natomiast o zwiększeniu i wydłużeniu programu skupu aktywów. Rada zwiększyła wartość programu PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) o 500 mld EUR do 1,85 bln EUR oraz wydłużyła horyzont trwania programu, co najmniej do końca marca 2022 r., wobec dotychczasowego terminu - czerwca 2021 r. Jednocześnie rada podtrzymała ocenę, że program będzie trwał, dopóki rada nie uzna, że kryzys związany z pandemią dobiegł końca. Rada wydłużyła także horyzont zapowiadanych reinwestycji zapadających instrumentów w ramach programu PEPP przynajmniej do końca 2023 r. Rada zapowiedziała także wydłużenie do czerwca 2022 r. obowiązywania bieżących, łagodniejszych warunków operacji TLTRO.

EBC pozostawia stopy procentowe bez zmian...



...zwiększa skalę skupu aktywów w ramach programu PEPP

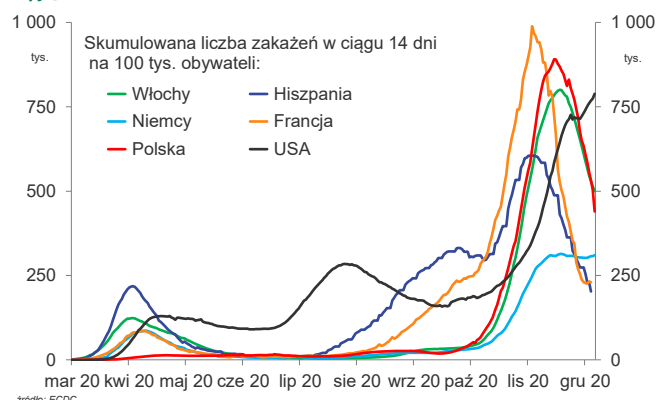


- Poluzowanie polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu rady EBC było zgodne z powszechnymi oczekiwaniami, taką decyzję rada de facto zapowiedziała w komunikacie oraz podczas konferencji po posiedzeniu w październiku. Znacząca skala zwiększenia skupu aktywów przez EBC oraz wydłużenie okresu obowiązywania programu zapewnia znaczący napływ środków finansowych (według zewnętrznych ośrodków analitycznych – w skali zbliżonej do tej notowanej w październiku, nieco niższej niż w listopadzie), co będzie przekładało się na długi okres utrzymania ultra-luźnej polityki pieniężnej i ograniczenie skali potencjalnego wzrostu długoterminowych stóp procentowych w strefie euro. Znacząca skala aktywności EBC na rynku może w dłuższym okresie być wyzwaniem w kontekście strategii wychodzenia z bieżącej skali poluzowania polityki monetarnej niemniej, póki co kluczowym problemem dla Rady jest kryzys gospodarczy wywołany pandemią oraz średniookresowe ryzyka inflacyjne.
- Biorąc pod uwagę oczekiwane ożywienie aktywności gospodarczej w 2021 r., w tym spadek ryzyka nawrotu recesji w warunkach oczekiwanego wdrożenia w trakcie 2021 roku szczepień przeciw COVID-19 zakładamy, że Rada nie zdecyduje się już na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Jednocześnie dotychczasowe zwiększenie skali programu skupu aktywów zapewni utrzymanie ultra-luźnej polityki pieniężnej w 2021 r.

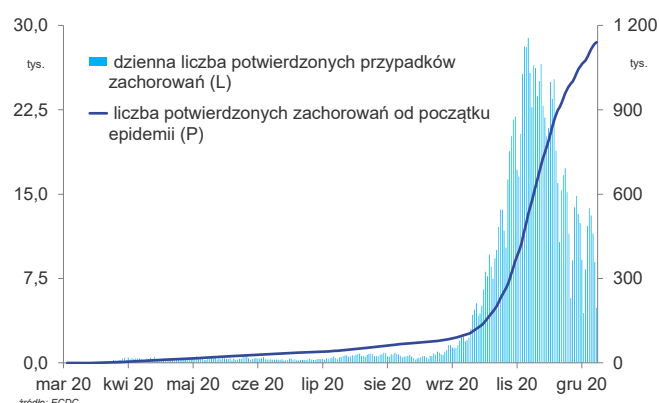
Pogorszenie nastrojów po „festiwalu” optymizmu w ostatnich tygodniach

- Miniony tydzień przyniósł wychłodzenie optymizmu rynkowego obserwowanego w poprzednich kilku tygodniach. Dotychczasowy pozytywny wpływ perspektywy wdrożenia masowych szczepień przeciw SARS-CoV-2 (przynajmniej czasowo) wyczerpał się pomimo kolejnych dobrych informacji (dopuszczenia szczepionki Pfizer-BioNTech do stosowania w USA) wobec już bardzo dużych pozytywnych efektów z tego tytułu zdyskontowanych w cenach aktywów.
- Na pierwszy plan wysunęły się bieżące problemy – postępowanie fali epidemii w USA (dzienna liczba zachorowań pozostawała powyżej 220 tys.), kolejne stanowe obostrzenia aktywności (m.in. w Nowym Jorku i Kalifornii) oraz brak przełomu w politycznych negocjacjach nad kolejnym fiskalnym pakietem pomocowym skutkujące wzrostem obaw przed osłabieniem aktywności gospodarczej w USA.
- W Europie wzrosło ryzyko braku umowy handlowej między Wielką Brytanią a UE, co przeważało nad pozytywnym zakończeniem negocjacji dot. powiązania środków unijnych z praworządnością i dalszym poluzowaniem polityki monetarnej przez EBC (wzrost skali programu skupu aktywów).

Dalszy wzrost zachorowań w USA, wyraźne spadki w Europie, z wyjątkiem Niemiec...

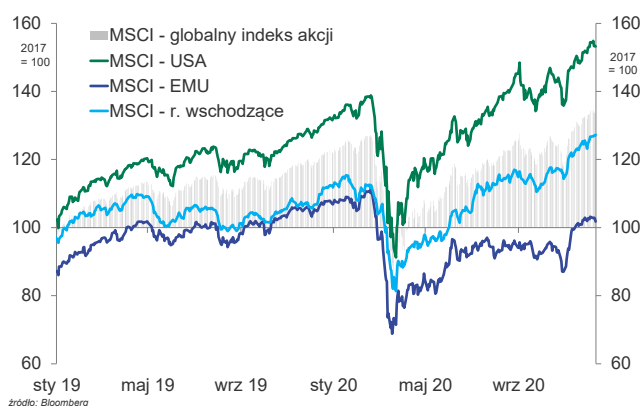


...także w Polsce stabilizacja na niższym poziomie liczby potwierdzonych przypadków COVID-19

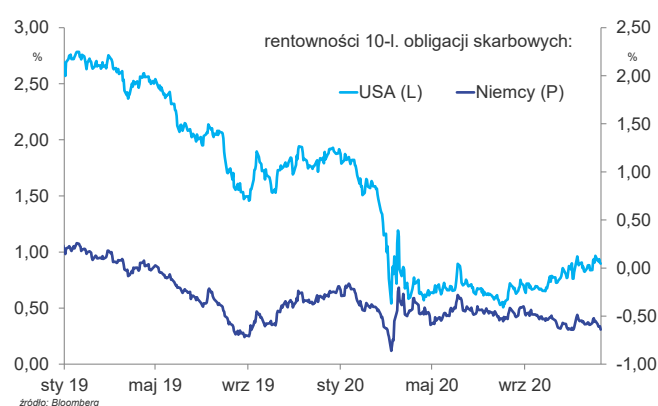


- Ponadto negatywnie na rynki europejskie mogło oddziaływać pogorszenie sytuacji epidemicznej w Niemczech i perspektywa wprowadzenia dodatkowych obostrzeń w tym kraju. Choć generalnie w Europie (a także w Polsce) sytuacja epidemiczna nadal stabilizuje się, to w Niemczech w minionym tygodniu dzienna liczba zachorowań wzrosła do blisko 30 tys., co spowodowało, że w miniony weekend niemieckie władze zdecydowały o wprowadzeniu nowych obostrzeń. Od 16 grudnia do 10 stycznia planowane jest zamknięcie większości sklepów, których działalność nie jest niezbędna oraz zakładów fryzjerskich i kosmetycznych. W okresie tym zamknięte będą też szkoły, a niektórzy pracodawcy będą musieli zawiesić swoją działalność lub zlecić swoim pracownikom pracę w systemie zdalnym.
- Wzrost awersji do ryzyka poskutkował korektą spadkową indeksów akcji. Po pięciu tygodniach wzrostu światowy indeks akcji MSCI World spadł w minionym tygodniu o 0,6%. W USA spadek wyniósł 0,8%. Wspomniane wyzwania o charakterze europejskim wzmocniły spadki na rynkach europejskich i indeks MSCI EMU spadł silniej – o 1,4%. Jedynie na rynkach wschodzących miał miejsce lekki tygodniowy wzrost, o 0,4% dla syntetycznego indeksu MSCI Emerging Markets.
- Wzrost awersji do ryzyka przyniósł też korektę spadkową rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych, po ostatnich dynamicznych wzrostach. Na rynku amerykańskim rentowności 10-letnich papierów spadły o 7 pkt. baz. w skali tygodnia osiągając 0,90% na koniec tygodnia. W przypadku 10-letnich obligacji niemieckich wzrost spadek rentowności wyniósł blisko 10 pkt. baz. – do -0,65%. Tutaj dodatkowo oddziaływało zapewne poluzowanie polityki monetarnej przez EBC.
- Po ubiegłotygodniowej wyraźnej deprecjacji dolara, miniony tydzień przyniósł względną stabilizację na parze USD/EUR. W trakcie tygodnia relacja euro - dolar utrzymywała się powyżej poziomu 1,21 USD/EUR.
- W Polsce, pomimo gorszych nastrojów na rynkach światowych, WIG kontynuował wzrost, nadal nadrabiając relatywną słabość wobec innych rynków z poprzednich tygodni. W skali tygodnia główny indeks GPW wzrósł o 0,4%.
- Nadal zyskiwał też złoty, który w relacji do koszyka walut umocnił się o 0,5%, głównie w efekcie umocnienia wobec euro. Na koniec tygodnia złoty wzmocnił się wobec euro w okolicach 4,44 PLN/EUR, przy stabilizacji wobec dolara – w okolicach 3,66 PLN/USD oraz wobec franka – w okolicach 4,13 PLN/CHF.

Korekta spadkowa indeksów akcji na świecie...



...a także spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych



- Tendencje na rynkach bazowych obligacji skarbowych poskutkowały korektą wcześniejszego wyraźnego wzrostu rentowności także na krajowym rynku. W przypadku obligacji 10-letnich spadek ten wyniósł ponad 10 pkt. baz. do poziomu 1,29% na koniec tygodnia.

W tym tygodniu brexit nadal na pierwszym planie...

- Biorąc pod uwagę przedłużające się negocjacje UE – Wielka Brytania ws. warunków handlowych brexitu i zbliżający się „twardy” termin finalnego podjęcia decyzji (koniec grudnia) zapewne ten temat pozostanie w najbliższym czasie kluczowy dla inwestorów. Oczywiście, biorąc pod uwagę tegoroczne doświadczenie pandemii i związanej z nią wysokiej zmienności rynkowej, wpływ finału negocjacji dot. brexitu nie będzie tak spektakularny, jak miałyby to miejsce w bardziej standardowych, tj. spokojniejszych, warunkach, niemniej z pewnością ostateczne decyzje nie pozostaną bez reakcji na europejskich rynkach finansowych. W głównej mierze skutki negocjacji będą wpływały na aktywa brytyjskie (w tym notowania funta), niemniej biorąc pod uwagę długotrwały charakter umowy nie wydaje nam się, aby pozostał bez wpływu na aktywa strefy euro, przede wszystkim notowania akcji. Biorąc pod uwagę nasz scenariusz bazowy dot. wyniku negocjacji oczekujemy do końca roku poprawy nastrojów, choć przy wysokim ryzyku dla tego scenariusza należy liczyć się ze scenariuszem silniejszej przeceny rynkowej, gdyby ostatecznie negocjacje zostały zakończone bez porozumienia i gdyby od nowego roku relacje handlowe UE–Wielka Brytania opierały się na zasadach WTO.

- Przy założeniu pozytywnego finału negocjacji zakładamy, że zaplanowane na bieżący tydzień publikacje danych dot. grudniowych indeksów PMI nie powinny osłabiać cen europejskich aktywów. Przy częściowo luzowanych restrykcjach epidemicznych w wielu państwach europejskich oczekujemy, że w grudniu indeksy PMI nie będą już obniżać się. Nie sądzimy także, aby inwestorów zawiodły publikacje listopadowych danych ze sfery realnej Chin. Biorąc pod uwagę wyraźne pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA od listopada, więcej niepewności wiąże się właśnie z publikacjami danych z amerykańskiej gospodarki, w tym przede wszystkim danych dot. sprzedaży detalicznej, w mniejszym stopniu produkcji sprzedanej przemysłu.

- W bieżącym tygodniu rozpocznie się także seria publikacji listopadowych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę kumulację w listopadzie restrykcji gospodarczych (sektor usługowy oraz handel) oczekujemy skokowego spadku sprzedaży detalicznej, jak również pogłębienia spadku dynamiki przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę ograniczony okres obostrzeń dot. handlu oraz mniejszej liczby sektorów gospodarki dotkniętych restrykcjami dot. zatrudnienia, oczekujemy wyraźnie mniejszych spadków tych wskaźników niż miało to miejsce na wiosnę. Biorąc pod uwagę notowaną w ostatnich miesiącach poprawę aktywności w przemyśle i budownictwie oraz brak bezpośredniego wpływu restrykcji gospodarczych na te sektory, oczekujemy ograniczonej skali zmian indeksów produkcji przemysłu i budownictwa, które w większym stopniu pozostaną pod wpływem czynników kalendarzowych oraz efektów bazy.

...w USA oczekiwanie na kompromis w sprawie pakietu fiskalnego i decyzje FOMC

- W USA w krótkim okresie ważniejsze od publikacji danych będą informacje dot. polityki gospodarczej w USA. Na zaplanowanym w tygodniu bieżącym posiedzeniu

FOMC nie oczekujemy zmiany parametrów polityki pieniężnej, zakładamy utrzymanie postawy *wait-and-see*. Uważamy, że póki co sytuacja oraz prognozy gospodarcze nie skłonią komitetu do dalszego luzowania polityki pieniężnej w krótkim okresie. Zapisy stenogramów z posiedzenia z początku listopada wskazują, że komitet może zdecydować o sprecyzowaniu horyzontu programu skupu aktywów, zapewne zakończenie tych programów powiąże z wskaźnikami gospodarczymi lub/i wygasaniem ryzyka związanego z pandemią. Jednocześnie biorąc pod uwagę asymetryczne ryzyka dla scenariusza gospodarczego oczekujemy utrzymania łagodnej retoryki komunikatu oraz wystąpienia prezesa Fed J. Powella podczas konferencji prasowej po posiedzeniu.

- Dla krótkoterminowych prognoz gospodarczych, w tym dla decyzji FOMC w kolejnych miesiącach kluczowe będą natomiast decyzje dot. polityki fiskalnej. W USA powoli kończy się wsparcie z dotychczas wdrożonych programów fiskalnych. Zatem wyczekiwany jest kompromis polityczny ws. pakietu fiskalnego wartego blisko 1 bln USD. Choć póki co gospodarka USA trzyma się całkiem nieźle, to ostatnie dane z USA wskazują na wyhamowanie poprawy, co nie pozwala na komfort braku wdrożenia programu, szczególnie w kontekście narastającej fali zachorowań w USA i ryzyka wprowadzenia kolejnych stanowych obostrzeń. Sytuacja polityczna jest o tyle skomplikowana, że negocjacje ws. programu fiskalnego, splatają się z procesem przekazania władzy przez prezydenta Donalda Trumpa prezydentowi - elektowi Joe Bidenowi, co utrudnia prognozowanie przebiegu i ostatecznego terminu finału negocjacji.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

• Wskaźnik inflacji CPI w listopadzie – dane ostateczne (15 grudnia)

Oczekujemy, że w ostatecznym odczycie za październik wskaźnik inflacji CPI zostanie podtrzymany na poziomie szacunku *flash*, tj. 3,0% wobec 3,1% r/r. Do lekkiego spadku wskaźnika inflacji w listopadzie przyczynił się przede wszystkim dalszy spadek dynamiki rocznej cen żywności i w mniejszym stopniu nośników energii przy stabilizacji dynamiki cen paliw (w ujęciu r/r) oraz szacowanej przez nas stabilizacji inflacji bazowej. Szacujemy, że w listopadzie wskaźnik inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) nie zmienił się w stosunku do poziomu w październiku, i wyniósł 4,2% r/r. Publikacja miar inflacji bazowej zaplanowana jest na 16.12.

• Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (15-16 grudnia)

Oczekujemy, że na posiedzeniu w tygodniu bieżącym komitet FOMC utrzyma stopy procentowe bez zmian oraz dotychczasowe parametry programów skupu aktywów oraz programów płynnościowych. Biorąc pod uwagę informacje zapisu dyskusji na posiedzeniu z początku listopada możliwe jest, że na grudniowym posiedzeniu komitet zdecyduje się na sprecyzowanie horyzontu wdrażanych wiosną programów skupu aktywów. Dotychczas wskazywano na zasadność kontynuacji programów „w kolejnych miesiącach”. Zakładamy, że komitet może zdecydować się na powiązanie terminu zakończenia tych programów w sytuacji poprawy perspektyw rynku pracy i inflacji lub/i wygaśnięcia ryzyka dla gospodarki związanego z pandemią.

Biorąc pod uwagę utrzymujące się podwyższone ryzyko dla prognoz gospodarczych (choć wdrażanie programu szczepień ograniczy ryzyko średnioterminowe, to bieżąca sytuacja epidemiczna utrzymuje niepewność w krótszym horyzoncie) oczekujemy, że komitet nie będzie chciał dokonywać żadnych zmian w kierunku zaostrzenia / zakończenia łagodzenia polityki pieniężnej, stąd oczekujemy utrzymania generalnie łagodnego przesłania i wskazania na możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej, przy założonym w scenariuszu bazowym stanowisku *wait-and-see* w polityce pieniężnej.

• Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie (17 grudnia)

Prognozujemy, że w listopadzie dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do -1,6% z -1,0% r/r w październiku. Biorąc pod uwagę kulminację restrykcji gospodarczych zakładamy, że ponowne ograniczanie wymiaru czasu pracy, przejścia pracowników na zasiłek opiekuńczy będzie skutkowało niższym poziomem zatrudnienia w przeliczeniu na pełne etaty (wg takiej metodologii przygotowywany jest wskaźnik przeciętnego zatrudnienia). Jednocześnie skala spadku zatrudnienia będzie zdecydowanie mniejsza wobec sytuacji z wiosny ze względu na zdecydowanie mniejszą skalę sektorów ograniczających wymiar czasu pracowników (np. stabilna sytuacja w sektorze przemysłu).

Na podstawie tych samych założeń oczekujemy w listopadzie negatywnego efektu po stronie wynagrodzeń (ograniczenie części płac pracowników). Nasza prognoza

stabilizacji dynamiki wynagrodzeń na październikowym poziomie 4,7% r/r wynika z wyrównania powyższych efektów obniżających wynagrodzenia głównie w handlu i usługach z pozytywnymi efektami kalendarzowymi w przemyśle i budownictwie. W listopadzie poprawi się relacja liczby dni roboczych, co powinno wspierać tzw. ruchomą część wynagrodzeń w wymienionych sektorach.

• **Produkcja sprzedana przemysłu w listopadzie (18 grudnia)**

Oczekujemy, że w listopadzie dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła do 4,1% r/r, wobec 1,0% r/r w październiku. Po świetnych wynikach wrześniowej październikowej produkcji oczekujemy już korekcyjnego efektu stabilizacji wyników produkcji w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczanych z sezonowości. Szczególnie przy wyraźnym pogorszeniu sytuacji epidemicznej w Europie i w kraju oraz wdrażanych restrykcjach (w tym obejmujących zamknięcie sklepów, których aktywność nie jest niezbędna), trudno zakładać utrzymania tak wysokiej dynamiki wzrostu aktywności w przemyśle, jak miało to miejsce w miesiącach wcześniejszych. Dodatkowo, wyższa baza odniesienia będzie negatywnie wpływała na roczny wynik produkcji. Z drugiej strony, przy wciąż pozytywnych wynikach koniunktury w sektorze przemysłu na świecie oraz stabilnych wskaźnikach globalnego handlu zagranicznego nie oczekujemy, aby powyższa korekta, była na tyle silna, aby zneutralizować bardzo wyraźną w listopadzie poprawę relacji liczby dni roboczych. W listopadzie notowano wyższą niż przed rokiem liczbę dni roboczych, podczas gdy w październiku była ona niższa.

• **Wskaźnik PPI w listopadzie (18 grudnia)**

Prognozujemy, że w listopadzie wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do -0,1% r/r, wobec -0,4% r/r w październiku. Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły o 0,1% jako wypadkowa: - lekkiego wzrostu hurtowych cen paliw, - aprecjacji notowań złota (spadek wartości złotej eksportowanych towarów), - solidnych wzrostów cen w górnictwie rud metali.

• **Sprzedaż detaliczna w listopadzie (21 grudnia)**

Szacujemy, że w listopadzie sprzedaż detaliczna silnie obniżyła się 12,3% r/r, po spadku w październiku o 2,3% r/r. Czynnikiem, decydującym o tak gwałtownym osłabieniu wyników sprzedaży jest obowiązujący przez zdecydowanie większą część miesiąca restrykcji zamkniętych galerii handlowych oraz największych sklepów meblowych. Z tego względu oczekujemy, podobnie jak w marcu silnego ograniczenia sprzedaży odzieży i obuwi, mebli, sprzętu rtv i agd. Jednocześnie wyraźne ograniczenie mobilności konsumentów będzie także skutkowało pogłębieniem spadków sprzedaży paliw. Inaczej niż na wiosnę, nie zakładamy w listopadzie wzmożonego popytu na żywność oraz farmaceutyki, z kolei ograniczać spadki może szybsze niż wiosną przestawianie się klientów na sprzedaż on-line.

• **Produkcja budowlano-montażowa w listopadzie (21 grudnia)**

W listopadzie oczekujemy spadku produkcji budowlano-montażowej o 3,0% r/r, tj. w mniejszej skali wobec spadku październikowego o 5,9% r/r. Głównym czynnikiem poprawiającym w listopadzie roczny wskaźnik produkcji budowlanej

jest wyraźna poprawa relacji liczby dni roboczych pomiędzy listopadem a październikiem. W ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości oczekujemy utrzymania dodatniej dynamiki wzrostu produkcji, zakładając stopniowe ożywienie aktywności w sektorze po wyraźnym osłabieniu w połowie roku.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 15 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa, listopad	6,9% r/r	7,0% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, listopad	4,3% r/r	5,0% r/r	-
03:00	CHN	Inwestycje, styczeń- listopad	1,8% r/r	2,6% r/r	-
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, listopad (ost.)	3,0% r/r (wst.)	-	3,0% r/r
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, listopad (wst.)	6,3 pkt.	6,9 pkt.	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, październik	1,1% m/m	0,3% m/m	-
środa 16 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, grudzień (wst.)	57,8 pkt.	56,5 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, grudzień (wst.)	46,0 pkt.	44,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, grudzień (wst.)	53,8 pkt.	53,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, grudzień (wst.)	41,7 pkt.	41,9 pkt.	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, listopad	4,2% r/r	-	4,2% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, październik	0,3% m/m	-0,3% m/m	-
20:00	US	Posiedzenie FOMC	0 – 0,25%	0 – 0,25%	0 – 0,25%
20:30	US	Konferencja prasowa po posiedzeniu FOMC	-	-	-
czwartek 17 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, listopad	4,7% r/r	4,5% r/r	4,7% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, listopad	-1,2% r/r	-1,4% r/r	-1,2% r/r
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, listopad (ost.)	-0,3% r/r (wst.)	-0,3% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, listopad (ost.)	0,2% r/r (wst.)	0,2% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 12.12	853 tys.	823 tys.	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Filadelfia, grudzień	26,3 pkt.	20,0 pkt.	-
piątek 18 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, listopad	5,9% r/r	3,3% r/r	4,1% r/r
10:00	PL	Wskaźnik inflacji PPI, listopad	-1,0% r/r	-0,2% r/r	-0,1% r/r
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, grudzień	90,7 pkt.	90 pkt.	-
poniedziałek 21 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, listopad	-2,3% r/r	-7,4% r/r	-12,3% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa, listopad	-5,9% r/r	-5,2% r/r	-3,0% r/r

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

Kalendarz publikacji danych – listopad

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Zmiana PKB	PL	III kw.	30.11	-1,6% r/r (wst.)	-1,5% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	listopad	1.12	50,8 pkt.	50,8 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	listopad	1.12	3,1% r/r	3,0% r/r	
Posiedzenie RPP	PL	grudzień	2.12	0,1%	0,1%	
Saldo w obrotach bieżących	PL	październik	14.12	1072 mln EUR	2241 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	listopad	15.12	3,0% r/r (wst.)		3,0% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	listopad	16.12	4,2% r/r		4,2% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	listopad	17.12	4,7% r/r		4,7% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	listopad	17.12	-1,0% r/r		-1,6% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	listopad	18.12	1,0% r/r		4,1% r/r
Wskaźnik PPI	PL	listopad	18.12	-0,4% r/r		-0,1% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	listopad	21.12	-2,3% r/r		-12,3% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	listopad	21.12	-5,9% r/r		-3,0% r/r
Stopa bezrobocia	PL	listopad	23.12	6,1%		6,4%

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	listopad	1.12	53,6 pkt.	54,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	listopad	1.12	59,3 pkt.	57,5 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	listopad	3.12	56,6 pkt.	55,9 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	listopad	4.12	610 tys.	245 tys.	
Stopa bezrobocia	US	listopad	4.12	6,9%	6,7%	
Posiedzenie EBC	EMU	grudzień	10.12	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	
Produkcja przemysłowa	CHN	listopad	16.12	6,9% r/r		7,0% r/r
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	16.12	53,8 pkt.		53,0 pkt.
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	16.12	41,7 pkt.		41,9 pkt.
Posiedzenie FOMC	US	grudzień	16.12	0,00% - 0,25%		0,00% - 0,25%
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	grudzień	30.12	52,1 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	grudzień	30.12	56,4 pkt.		-

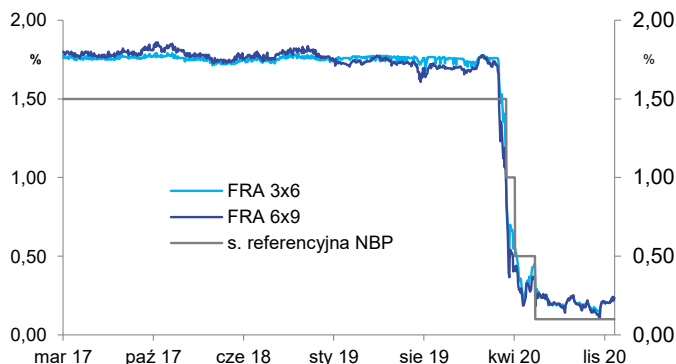
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



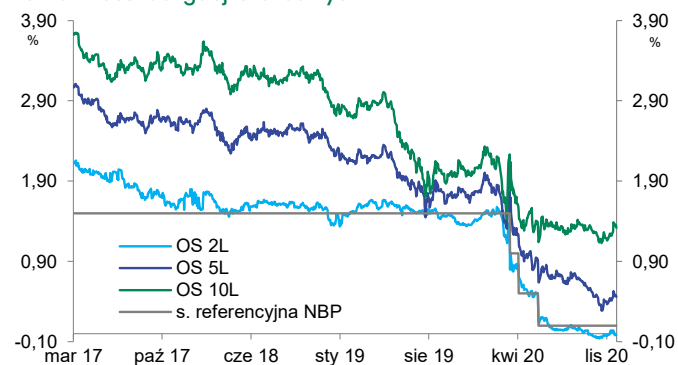
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



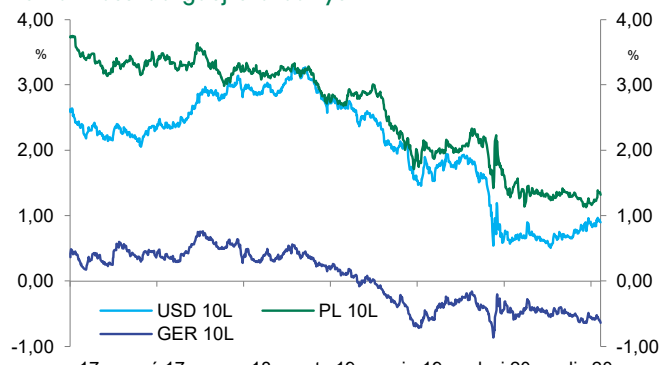
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



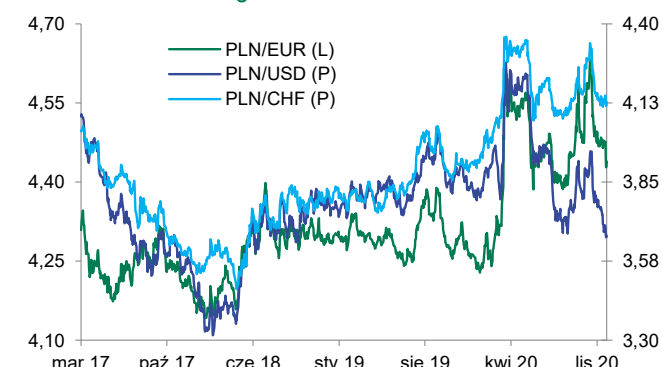
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



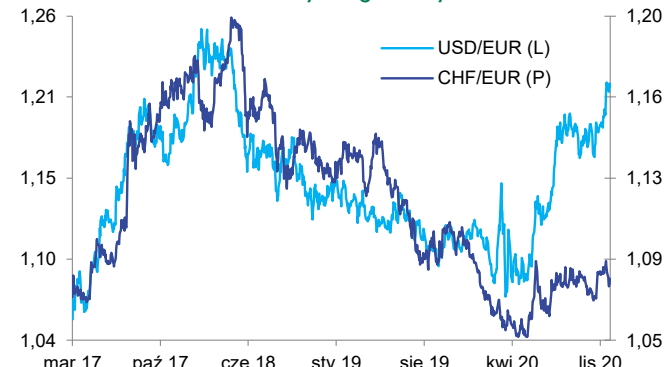
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



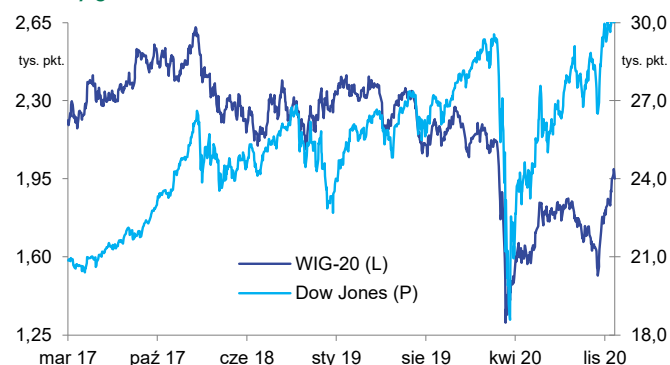
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



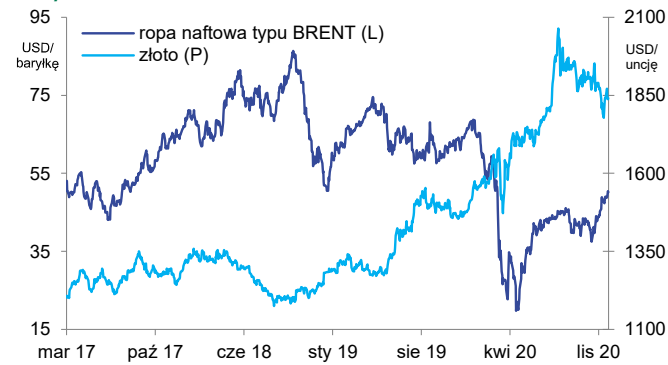
źródło: Bloomberg

Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

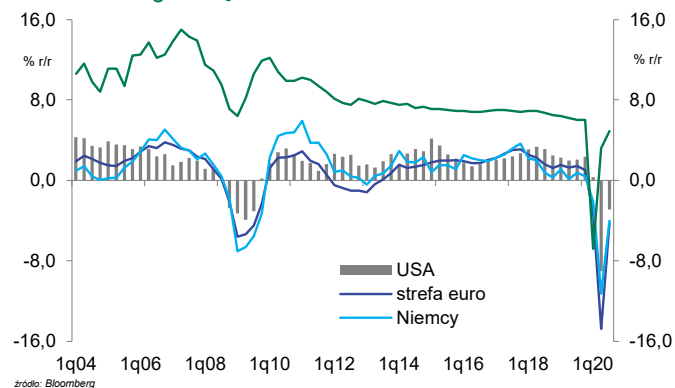
Ceny surowców



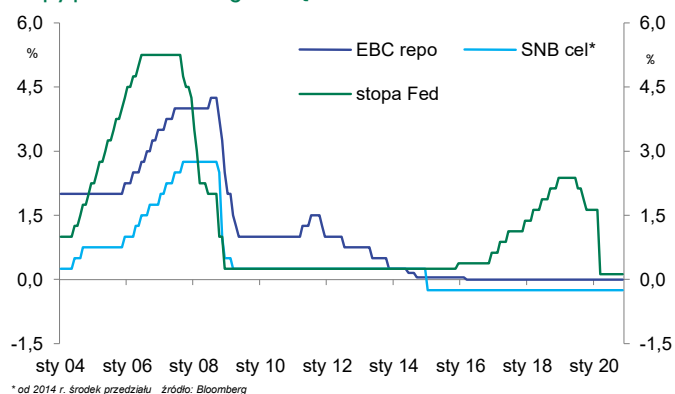
źródło: Bloomberg

Sfera realna

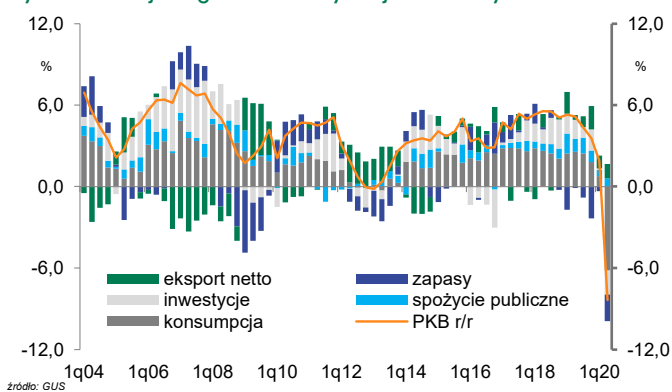
Wzrost PKB za granicą



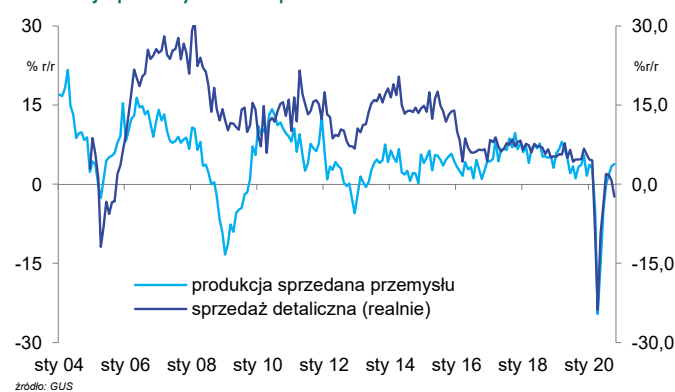
Stopy procentowe za granicą



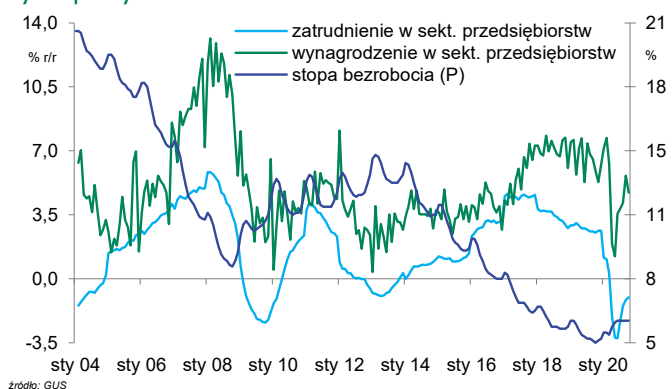
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



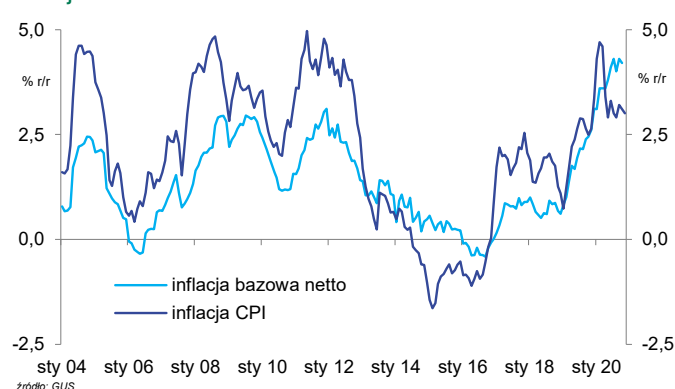
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



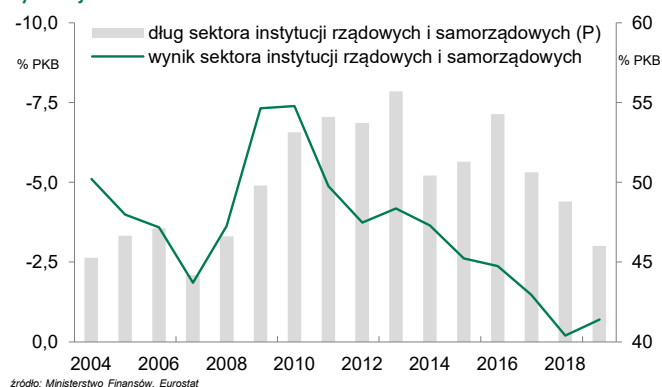
Rynek pracy



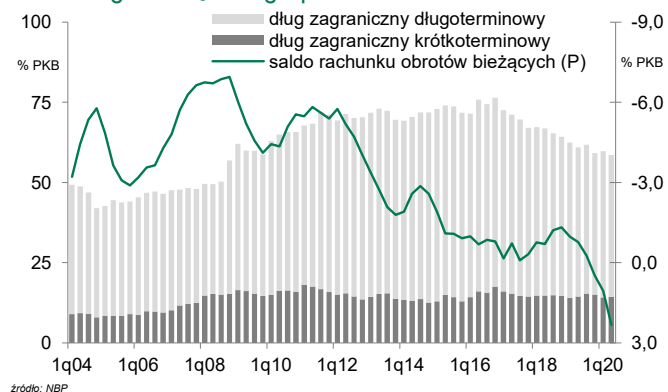
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2020	04.12.2020	11.12.2020	31.12.2020	31.01.2021	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	%	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Obligacje skarbowe 2L	%	0,03	0,04	-0,02	0,05	0,05	0,05
Obligacje skarbowe 5L	%	0,41	0,53	0,46	0,50	0,50	0,55
Obligacje skarbowe 10L	%	1,22	1,39	1,32	1,30	1,30	1,35
PLN/EUR	PLN	4,48	4,47	4,44	4,45	4,45	4,43
PLN/USD	PLN	3,73	3,68	3,66	3,74	3,77	3,78
PLN/CHF	PLN	4,18	4,12	4,13	4,15	4,15	4,13
USD/EUR	USD	1,20	1,21	1,21	1,19	1,18	1,17
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	-0,45	-0,45
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	0,84	0,97	0,90	0,90	0,90	0,95
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,57	-0,55	-0,64	-0,55	-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 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.