

KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 stycznia 2021

Trudna sytuacja epidemiczna na świecie pogarsza nastroje rynkowe. Spadek ryzyka redukcji stóp procentowych NBP.

Miniony tydzień przyniósł korektę spadkową na globalnym rynku finansowym. Utrzymująca się trudna sytuacja epidemiczna oraz wydłużane restrykcje gospodarcze w warunkach rozprzestrzeniania się kolejnych mutacji wirusa skutkowało wzrostem globalnej awersji do ryzyka.

Choć opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne w większości przypadków potwierdziły ograniczoną skalę osłabienia koniunktury, to perspektywa słabszej aktywności w pierwszych miesiącach 2021 r. oraz wyższa niepewność dot. perspektywy osiągnięcia zbiorowej odporności nie pozwoliły na kontynuację optymizmu z początku roku.

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP utrzymała stabilne stopy procentowe (w tym stopę referencyjną na poziomie 0,1%). Komunikat po posiedzeniu oraz piątkowe wystąpienie prezesa NBP Adama Glapińskiego nie wskazują na wzrost – w bazowym scenariuszu – prawdopodobieństwa redukcji stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach. Te informacje ograniczyły skalę osłabienia złotego z tytułu pogorszenia sytuacji na rynku globalnym.

Decyzja o wydłużeniu sektorowych obostrzeń w Polsce do końca stycznia przekłada się na korektę w dół prognozy wzrostu PKB o ok. 0,5 pkt. proc. w kierunku -1,5% r/r w I kw. br. Dla czterolecnej prognozy kluczowe znaczenie będzie miał rozwój sytuacji epidemicznej w najbliższych dniach, co będzie ważną wskazówką co do kolejnych decyzji rządu.

Na bieżący tydzień zaplanowana jest seria publikacji danych z krajowej gospodarki za grudzień. Przy sprzyjających efektach sezonowych oraz otwarciu galerii handlowych przez większą część miesiąca oczekujemy wyraźnie lepszych wskaźników gospodarczych wobec listopada.

Po grudniowym złagodzeniu polityki pieniężnej EBC zapewne mniejsze znaczenie dla inwestorów będzie miało czwartkowe posiedzenie rady EBC. Większą uwagę będą zapewne przyciągać publikacje wstępnych wskaźników styczniowej koniunktury gospodarczej PMI w strefie euro.

21 stycznia Joe Biden oficjalnie obejmie urząd prezydenta USA. Inwestorzy będą w najbliższych tygodniach oczekiwali zintensyfikowania prac nad zwiększeniem skali stymulacji fiskalnej w USA.

Kluczowe dla rynków będą jednak informacje dot. sytuacji epidemicznej. Oczekiwania dot. wzrostu gospodarczego oraz inflacji w minionych tygodniach w głównej mierze opierały się na oczekiwaniach wygasania w trakcie 2021 r. zagrożenia epidemicznego. Po pierwszej weryfikacji tych oczekiwań, w naszej ocenie w najbliższych tygodniach bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie wyższej zmienności notowań niż wyraźnego trendu pogorszenia lub poprawy sytuacji.

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

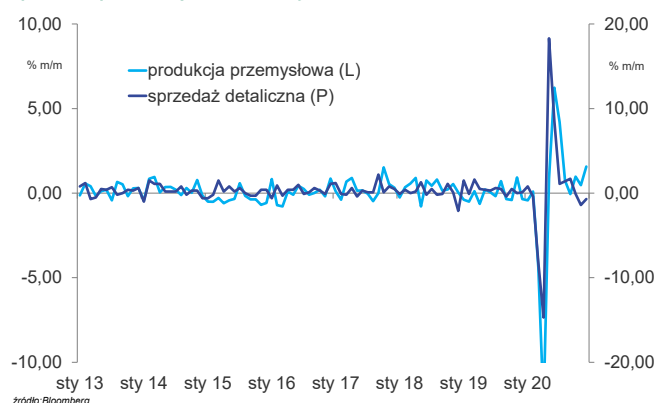
Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

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

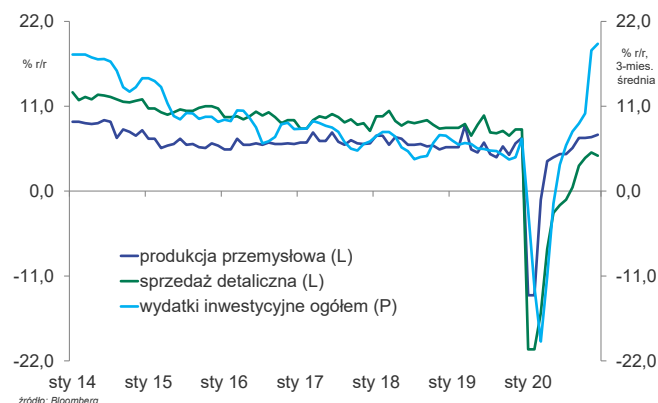
Stabsze dane makroekonomiczne w IV kw. w państwach notujących pogorszenie sytuacji epidemicznej, skalę spowolnienia ogranicza ożywienie aktywności w przemyśle...

- Publikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne potwierdziły negatywny dla gospodarek efekt spowolnienia aktywności gospodarczej pod koniec roku z powodu wzrostu liczby zachorowań na COVID-19 w USA oraz w Europie. Jednocześnie cały czas publikowane dane wskazują, że skala tego spowolnienia jest mniejsza wobec wcześniejszych prognoz, w istotnym stopniu dzięki utrzymującej się bardzo silnej kondycji globalnego przemysłu.
- W grudniu produkcja przemysłowa w USA wzrosła aż o 1,6% m/m, mocno przekraczając prognozy rynkowe na poziomie 0,3%. Z drugiej strony silnie negatywnie zaskoczyły dane dot. sprzedaży detalicznej, która obniżyła się o 0,7% m/m (po spadku w listopadzie), wobec zakładanej stabilizacji. Stabsze wyniki w zakresie wydatków konsumentów są zapewne efektem notowanego pod koniec roku pogorszenia sytuacji na rynku pracy, przy braku (w ostatnich tygodniach 2020 r.) transferów finansowych dla gospodarstw domowych w ramach pomocy publicznej. Ponadto ostatnie tygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy wskazały na kolejny wzrost liczby nowych bezrobotnych.
- Mniejszą od oczekiwań skalę spadku dynamiki PKB za listopad – kiedy obowiązywały już mocno zaostrzone restrykcje gospodarcze, odnotowano w Wielkiej Brytanii (miesięczny system raportowania), gdzie PKB obniżył się o 2,6% m/m, wobec prognozowanych 4,6% m/m. Wpływa to na korektę w górę prognozy wzrostu PKB w całym IV kw.
- Podobne zróżnicowanie (przemysł vs popyt konsumpcyjny) – choć w mniejszej skali – można zauważyć w przypadku chińskiej gospodarki. W IV kw. dynamika PKB w Chinach zaskoczyła lekko *in plus* rosnąc do 6,5% r/r z 4,9% r/r w III kw. W samym grudniu odnotowano dalszy wzrost dynamiki produkcji przemysłowej (do 7,3% r/r z 7,0%). Z bardzo wysokiego (okresowo) listopadowego poziomu obniżyła się dynamika wydatków inwestycyjnych, przy nieco wolniejszym wzroście inwestycji infrastrukturalnych. Ważniejsze jednak wydaje się zatrzymanie kilkumiesięcznego wzrostu dynamiki sprzedaży detalicznej (spadek do 4,6% r/r z 5,0% r/r) oraz wskaźnika aktywności w usługach, co może wskazywać na pewne wyhamowanie odradzającej się w II poł. roku konsumpcji prywatnej.

W USA w grudniu silny wzrost produkcji przemysłowej, ale spadek sprzedaży detalicznej



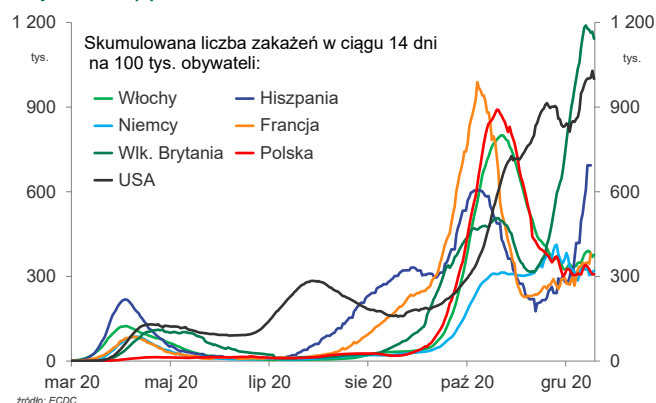
Kontynuacja ożywienia aktywności w Chinach w grudniu, choć stabsze wyniki sprzedaży detalicznej



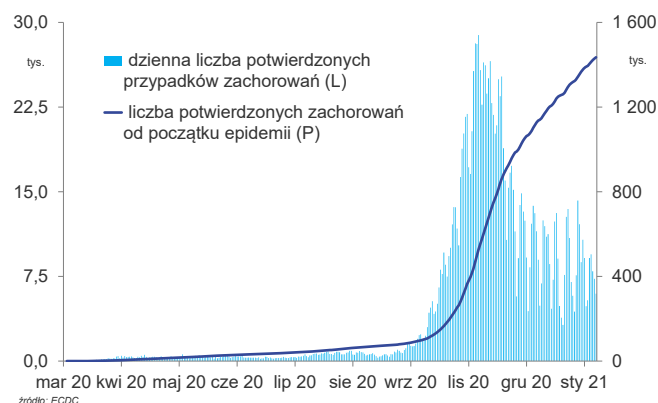
...utrzymująca się trudna sytuacja epidemiczna z początkiem 2021 r. oraz większe wyzwania dla procesu szczepień hamują optymizm rynkowy...

- Publikowane dane nie pozwoliły jednak na nadmierny optymizm w kontekście perspektyw gospodarczych. Choć wyniki gospodarcze za IV kw. dość powszechnie zaskakują pozytywnie, to kolejne pogorszenie sytuacji epidemicznej w USA, Europie, a nawet w Chinach z początkiem 2021 r. przekłada się na wydłużanie restrykcji gospodarczych i społecznych w I kw. br. i tym samym pogorszenie krótkoterminowych perspektyw gospodarczych. Ponadto wraz z każdym wydłużaniem tych restrykcji będą rosły ryzyka średnio- i długoterminowe stabilności finansowej firm.
- W minionym tygodniu średnia dzienna liczba zachorowań w Europie i w USA obniżyła się tylko nieznacznie (po wyraźnym wzroście w I połowie stycznia), wzrosła natomiast liczba zachorowań w Chinach (choć cały czas utrzymuje się ona na bardzo niskim poziomie). Obecnie cały czas najtrudniejsza sytuacja jest w Wielkiej Brytanii, gdzie dzienna liczba potwierdzonych zakażeń nieznacznie spadła poniżej 50 tys. (dla średniej tygodniowej).
- W kolejnych krajach Europy rządy decydowały o wydłużaniu restrykcji gospodarczych, a wg informacji prasowych rząd Niemiec bierze pod uwagę nawet utrzymanie bieżącej skali ograniczeń do kwietnia. W Chinach wprowadzono lokalne ograniczenia i zamknięcia miast o największym wzroście zachorowań.
- Na perspektywy sytuacji epidemicznej negatywnie wpłynęły także informacje koncernu Pfizer o ograniczeniach produkcji szczepionki w najbliższych tygodniach. Według tych informacji, dostawy do krajów Unii Europejskiej planowanej liczby szczepionek w ciągu najbliższych 3-4 tygodni będą opóźnione z powodu prac remontowych w fabryce w Puurs w Belgii, gdzie są produkowane. Po tym okresie koncern zamierza znacząco zwiększyć produkcję swojej szczepionki przeciw COVID-19, czego efektem ma być zwiększona dostępność preparatu od końca lutego.
- Powyższe informacje dodatkowo wzmacniają czynniki ryzyka dla prognoz krótkookresowych. Choć jest jeszcze zbyt wcześnie na szacowanie całorocznego wpływu bieżącego wzrostu zachorowań, czy też tendencji w procesie szczepień na całoroczne statystyki gospodarcze, to informacje z minionych dni wskazują na wyższe ryzyko dla scenariusza silnej skali odbicia aktywności.
- W Polsce w minionym tygodniu spadła średnia liczba zachorowań do 7,2 tys., wyraźnie obniżyła się także liczba hospitalizacji.

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



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



- Jednak z początkiem minionego tygodnia minister zdrowia Adam Niedzielski poinformował o wydłużeniu wszystkich restrykcji dot. aktywności gospodarczej przynajmniej do końca stycznia (w tym zamknięcia galerii handlowych, restauracji, obiektów kulturalnych i sportowych). Jedyne poluzowanie obostrzeń będzie dotyczy jedynie powrotu do szkół najmłodszych uczniów z klas I-III szkoły podstawowej. Pomimo zdecydowanej poprawy statystyk krajowych dot. zachorowań ministerstwo wskazuje na obawy związane z nową mutacją wirusa oraz przykładami państw europejskich, które po poluzowaniu obostrzeń szybko je przywracały.
- W kontekście informacji Pfizera o opóźnieniach w dostawach szczepionek przedstawiciele rządu wskazali na ryzyko opóźnienia wdrażanego planu szczepień, pomimo wyraźnej wzrostu tempa szczepień w tygodniu minionym oraz wysokiego zainteresowania pacjentów z grupy pierwszej (tj. seniorów) zapisem na szczepienie (otwarcie zapisów pod koniec minionego tygodnia).

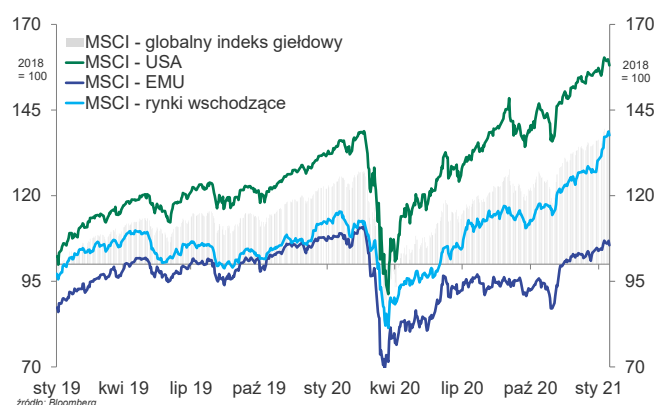
Sytuacji rynkowej nie pomaga zapowiedź większej skali impulsu fiskalnego w USA

- W ubiegłotygodniowym wystąpieniu prezydent elekt USA Joe Biden podkreślił konieczność szybkiego wdrożenia pakietu stymulacyjnego w celu ograniczenia skali spowolnienia aktywności gospodarczej. Prezydent zapowiedział dwuczęściowy program, z czego w pierwszym etapie na pomoc finansową dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw ma być łącznie przeznaczony 1,9 bln USD po inauguracji Bidena na urząd. Ponadto prezydent zapowiedział potrzebę utrzymania wsparcia gospodarki w średnim okresie, w tym zwiększenia wydatków inwestycyjnych w trakcie 2021 r.
- Te informacje będą w najbliższym czasie wspierać oczekiwania rynkowe na ożywienie aktywności gospodarczej w USA, jednocześnie jednak coraz bardziej kluczowe w naszej ocenie będą informacje dot. liczby zachorowań i perspektyw restrykcji przy coraz mniejszych możliwościach finansów publicznych – w skali globalnej – wspierania gospodarki w warunkach przedłużającego się ograniczania aktywności.
- W minionym tygodniu miało miejsce zaostrenie kryzysu politycznego we Włoszech, gdzie po dymisji dwóch ministrów partii M. Renzi, rząd utracił większość w Senacie. Premier Conte zapowiedział na początek bieżącego tygodnia głosowanie nad wotum zaufania do rządu. Jeżeli rząd nie uzyska poparcia, premier Conte będzie musiał formalnie podać się do dymisji, a kolejne decyzje będzie podejmował prezydent.
- Nowym szefem CDU podczas weekendowego zjazdu partii został wybrany Armin Laschet, powszechnie oceniany jako zwolennik polityki dotychczasowej kanclerz Angeli Merkel. Kanclerz Merkel zapowiedziała, że we wrześniowych wyborach br. nie będzie kandydowała na urząd kanclerza. Biorąc pod uwagę bieżące bardzo dobre wyniki sondażowe CDU/CSU nowy szef CDU uznawany jest jako faworyt do objęcia urzędu kanclerza na jesieni br. Według powszechnych ocen zewnętrznych ośrodków analitycznych taki rezultat oznaczałby generalnie kontynuację dotychczasowej polityki Niemiec.

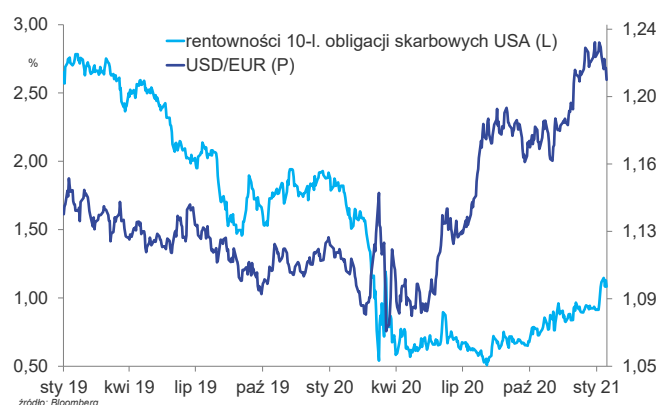
Na globalnym rynku finansowym wzrost awersji do ryzyka, częściowo korygujący bardzo dobry początek roku

- Dominujące negatywne informacje dot. rozwoju sytuacji epidemicznej zatrzymały notowań z początkiem 2021r. poprawę nastrojów rynkowych i zachwiało oczekiwaniami dot. ożywienia aktywności gospodarczej wspieranej wcześniej oczekiwaniami na pozytywne efekty szczepionki oraz wsparcia polityki gospodarczej.
- W rezultacie w minionym tygodniu globalny indeks giełdowy MSCI obniżył się o 1,1%, przy spadkach indeksu zarówno w USA (o 1,4%) jak i w strefie euro (o 1,2%). Wzrosty notował jeszcze syntetyczny indeks MSCI dla rynków wschodzących (+0,3%), co było jednak praktycznie wyłączenie efektem kontynuacji wzrostów giełd w Chinach).
- W warunkach globalnego wzrostu awersji do ryzyka oraz wyhamowania dotychczasowego wzrostu cen ropy naftowej odnotowano dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych w USA (wcześniejszy wyraźny wzrost) poniżej 1,10% dla obligacji 10-letnich oraz nieznaczny spadek rentowności obligacji skarbowych w Niemczech. Pomimo oczekiwań na luzowanie polityki fiskalnej, to perspektywy gospodarcze w dalszym ciągu mają kluczowy wpływ na ceny obligacji skarbowych.
- Słabsze nastroje rynkowe przełożyły się także na zatrzymanie dotychczasowego trendu spadkowego dolara, który w minionym tygodniu wzmocnił się o 0,2% w ujęciu kursu efektywnego, przy deprecjacji wielu walut rynków wschodzących. Na wartości solidnie stracił kurs euro (0,9% w ujęciu kursu efektywnego) na czym wyraźnie zyskał funt brytyjski (ponad 1-procentowa aprecjacja). Kurs euro wobec dolara obniżył się do 1,21 USD/EUR z ponad 1,22 USD/EUR na koniec tygodnia wcześniejszego.
- Pogorszenie nastrojów silnie dotknęło także rynek krajowy, na którym indeks WIG stracił aż 3,3%. Kurs złotego osłabił się o 1,1%, skalę tego osłabienia hamowało zapewne ograniczenie ryzyka redukcji stóp procentowych NBP po śródowym posiedzeniu Rady oraz piątkowym wystąpieniu prezesa NBP Adama Głapińskiego. Choć prezes NBP oraz Rada utrzymali retorykę wskazującą na cel osłabienia kursu złotego, to można wskazywać na jej pewne złagodzenie w porównaniu z ostatnimi dniami grudnia ub.r.
- Wraz z ograniczeniem presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynku bazowym oraz przy podtrzymywanej deklaracji gotowości NBP do zwiększenia skali skupu papierów, w minionym tygodniu odnotowano kolejny spadek rentowności obligacji skarbowych o 4 pkt. baz. na dłuższy końcu, poniżej 1,20% dla papierów 10-letnich.

Wyhamowanie optymizmu rynkowe z początku roku...



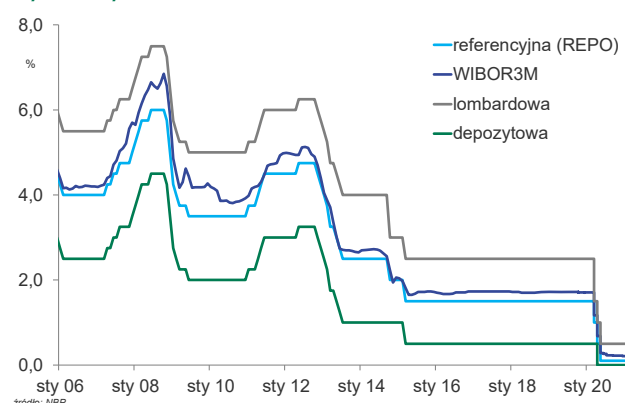
...skutkuje aprecjacją dolara i ograniczeniem wzrostu rentowności obligacji skarbowych



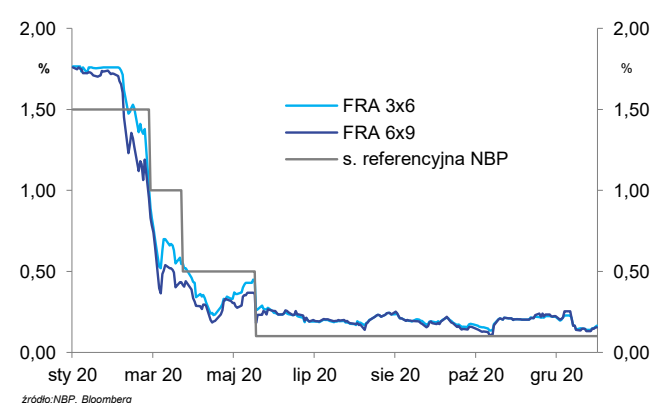
RPP utrzymuje stopy procentowe bez zmian. Retoryka Rady oraz prezesa NBP nie wskazuje na wzrost ryzyko redukcji stóp w scenariuszu bazowym

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (w tym stopę referencyjną na poziomie 0,1%) oraz zapowiedziała kontynuację programu skupu obligacji skarbowych oraz papierów gwarantowanych przez SP.
- W komunikacie po posiedzeniu nie dokonano żadnych zmian, które wskazywałyby na zmianę stóp procentowych, Rada utrzymała raczej postawę *wait-and-see* oczekując w scenariuszu bazowym poprawy sytuacji gospodarczej. Jediną nowością w komunikacie jest wskazanie przez RPP, że NBP może stosować interwencje walutowe w celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę. Nie jest to zaskoczenie, gdyż w grudniu 2020 r. NBP przeprowadził takie interwencje, zatem informacja ta była jedynie usankcjonowaniem wcześniejszych działań NBP.
- Na wzrost ryzyka redukcji stóp procentowych nie wskazuje także wystąpienie prezesa NBP Adama Glapińskiego podczas ubiegłotygodniowej wideokonferencji. Prezes powiedział, że w bazowym scenariuszu rozwoju sytuacji gospodarczej stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie, wykluczył możliwość podwyżki stóp w perspektywie kadencji obecnej Rady, jednocześnie dopuścił możliwość obniżenia stóp – w tym do poziomu ujemnego – gdyby sytuacja gospodarcza uległa wyraźnemu pogorszeniu. Glapiński dodał, że NBP nie wyklucza powrotu do skupu obligacji na dużą skalę, jeżeli warunki rynkowe będą tego wymagały. W kontekście interwencji na rynku walutowym, prezes powiedział, że celem banku centralnego było wsparcie ożywienia gospodarczego. Według prezesa NBP interwencja walutowa NBP na rynku była znacząca, nieporównywalna z żadną inną i bank centralny jest przygotowany na takie interwencje, a także większe, choć zakłada jednocześnie, że nie będzie takiej potrzeby.
- Podtrzymujemy naszą prognozę stabilizacji stóp procentowych w 2021 r. Uważamy, że bardzo powoli RPP będzie wycofywała się z retoryki dopuszczającej obniżkę stóp NBP, oczywiście przy założeniu scenariusza bazowego tj. stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej. Oczywiście utrzymujące się czynniki ryzyka związane z pandemią utrzymują asymetryczny bilans ryzyka dla tej prognozy, niemniej na podstawie retoryki RPP nie można wskazać na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej w minionych tygodniach.

RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian na posiedzeniu styczniowym



Lekkie wzrosty stawek FRA pod koniec minionego tygodnia w reakcji na brak złagodzenia retoryki RPP



Lekka korekta prognoz wzrostu PKB w I kw. po wydłużeniu restrykcji gospodarczych

- Wydłużenie restrykcji gospodarczych na drugą połowę stycznia może obniżyć tempo wzrostu PKB w I kw. o ok. 0,5 pkt. proc. (nievelka skala zakładając utrzymanie solidnej koniunktury w przemyśle i globalnym handlu), przy dalszym osłabieniu wyników w handlu, zakwaterowaniu i gastronomii oraz rekreacji i kulturze. Taki wynik póki co nie zmienia istotnie prognoz na cały 2021 r., niemniej kolejne tygodnie (sytuacja epidemiczna oraz zakres restrykcji w lutym jak również proces szczepień) będą miały coraz większe znaczenie dla oczekiwanego tempa ożywienia aktywności krajowej gospodarki. Póki co podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w 2021 r. o 4,2% r/r, po jego spadku w 2020 r. o blisko 3,0% r/r.

W bieżącym tygodniu: seria publikacji grudniowych danych z gospodarki krajowej, styczniowe indeksy PMI w Europie, ograniczone znaczenie posiedzenia rady EBC po grudniowym poluzowaniu polityki pieniężnej

- Na bieżący tydzień zaplanowana jest seria publikacji miesięcznych danych ze sfery realnej krajowej gospodarki w tym danych dot. sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i rynku pracy. Biorąc pod uwagę sprzyjające efekty kalendarzowe (większa liczba dni roboczych), przywrócenie przez większą część grudnia aktywności galerii handlowych oraz ograniczoną skalę pogorszenia dynamiki zatrudnienia w listopadzie, jak również niskie bazy odniesienia dla produkcji budowlanej, oczekujemy wyraźnego wzrostu dynamiki wszystkich wskaźników tj. przemysłu, budownictwa i handlu. Ponadto oczekujemy wyższej dynamiki wzrostu płac w grudniu oraz stabilizacji dynamiki zatrudnienia.
- Biorąc pod uwagę znaczące poluzowanie polityki pieniężnej EBC na posiedzeniu w grudniu, zakładamy, że styczniowe posiedzenie Rady będzie już mniej istotne dla sytuacji rynkowej, a rada utrzyma stanowisko *wait-and-see* zapowiadając analizę sytuacji gospodarczej oraz perspektyw inflacji. W Europie ważniejsze zapewne będą publikacje styczniowych wskaźników koniunktury PMI, już w pełni uwzględniających kolejne pogorszenie sytuacji epidemicznej na przełomie roku oraz perspektywę dłuższego okresu obostrzeń gospodarczych.
- Zgodnie z kalendarzem politycznym w USA 21 stycznia Joe Biden oficjalnie obejmie urząd prezydenta USA, a inwestorzy będą zapewne oczekiwali szybkiego rozpoczęcia prac nad szerszym pakietem fiskalnym.

Rozwój sytuacji epidemicznej będzie determinował średniookresowy kierunek sytuacji rynkowej, w nadchodzących tygodniach wyższe ryzyko zmienności notowań

- Kluczowe dla inwestorów będą jednak informacje dot. sytuacji epidemicznej, w tym dot. liczby zachorowań rozwoju nowych mutacji oraz procesu szczepień (jak istotnie bieżące ograniczenie produkcji Pfizera wpłyną na tempo szczepień). Polityka gospodarcza miała bardzo istotne znaczenie dla ograniczenia kryzysu rynkowego w 2020 r. pomimo niespotykanej skali spowolnienia aktywności, niemniej oczekiwania wzrostu gospodarczego oraz inflacji (*reflation*) – szczególnie w USA – w głównej mierze opierały się na oczekiwaniach wygasania w trakcie 2021 r. zagrożenia epidemicznego. Minione tygodnie przyniosły już pierwszą weryfikację tych oczekiwań i w naszej ocenie w najbliższych tygodniach bardziej prawdopodobnym scenariuszem jest utrzymanie wyższej zmienności notowań niż wyraźnego trendu pogorszenia lub poprawy sytuacji.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2020 r. (21 stycznia)**

Prognozujemy, że w grudniu 2020 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w skali roku o 1,2%, tj. w takiej samej skali jak w listopadzie. Biorąc pod uwagę, że w listopadzie wpływ kumulacji restrykcji gospodarczych i społecznych miał ograniczony wpływ na statystyki zatrudnienia nie zakładamy także, aby okresowe zniesienie restrykcji w handlu miało na te dane istotny wpływ, stąd zakładamy stabilne wyniki zatrudnienia w ostatnim miesiącu roku.

Na podstawie tych samych założeń oczekujemy w grudniu niewielkim zmiany dynamiki wynagrodzeń, tj. jej wzrostu do 5,2% r/r z 4,9% r/r w listopadzie. Zakładamy, że w grudniu znosić się będą łącznie efekty: - wzrostu dynamiki wynagrodzeń w handlu, - pozytywnego efektu poprawy relacji liczby dni roboczych (oraz wyższego wzrostu tzw. ruchomej części wynagrodzeń), - niższej dynamiki wynagrodzeń w górnictwie przy wyraźnie wyższej bazie odniesienia dla rocznej dynamiki wzrostu.

- **Posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (21 stycznia)**

Oczekujemy, że na czwartkowym posiedzeniu rada EBC utrzyma niezmienną politykę pieniężną w tym stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz skalę programu skupu aktywów.

Biorąc pod uwagę grudniowe złagodzenie polityki pieniężnej (głównie znaczące zwiększenie i wydłużenie programu PEPP) nie zakładamy żadnych zmian, ani dyskusji nt. krótkookresowych działań dot. polityki pieniężnej.

Choć rozpoczęcie programu szczepień oraz lepsze od oczekiwań wyniki gospodarcze w IV kw. wskazują na korzystne perspektywy gospodarcze, to jednak bieżące pogorszenie sytuacji epidemicznej w wielu krajach oraz wydłużalne restrykcje gospodarcze przekładają się na utrzymanie podwyższonego ryzyka dla gospodarki, stąd oczekujemy utrzymania łagodnej retoryki rady EBC. Nie sądzimy natomiast, aby te kwestie wpływały na zintensyfikowanie jakichkolwiek dyskusji dot. działań polityki pieniężnej, zakładamy, że w przeciągu najbliższych kilku miesięcy rada EBC będzie w stanowisku *wait-and-see* analizując rozwój sytuacji gospodarczej oraz epidemicznej.

- **Sprzedaż detaliczna w grudniu 2020 r. (22 stycznia)**

Szacujemy, że w grudniu 2020 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,2% r/r, po październikowym spadku o 5,3% r/r. W grudniu oczekujemy odreagowania sprzedaży wraz z otwarciem galerii handlowych (które były zamknięte przez większą część listopada). Jednocześnie jednak ponowne zamknięcie większości sklepów w galeriach w ostatnich dniach grudnia (okresu nasilonych wyprzedży) będzie wg naszych szacunków wyraźnie ograniczać skalę tego odbicia. Cały czas także (tak jak od kilku miesięcy) wyniki sprzedaży detalicznej będą wspierane przesuwaniem części wydatków gospodarstw domowych z usług na towary.

- **Produkcja budowlano-montażowa w grudniu 2020 r. (22 stycznia)**

Szacujemy, że w grudniu 2020 r. dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła do 0,0% z -4,9% r/r w listopadzie. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z wahań sezonowych oczekujemy jedynie niewielkiego wzrostu produkcji, po jej lekkim spadku w listopadzie przy wciąż bardzo powolnym ożywieniu aktywności w zakresie publicznych inwestycji infrastrukturalnych, stopniowo słabnącej aktywności w budownictwie mieszkaniowym i utrzymaniu słabej aktywności w budownictwie komercyjnym. Głównym czynnikiem poprawiającym grudniowe wyniki produkcji w ujęciu zmian rocznych jest bardzo niska baza odniesienia (silny spadek produkcji budowlano-montażowej w grudniu 2019 r.) oraz poprawa relacji liczby dni roboczych.

- **Wskaźnik PPI w grudniu 2020 r. (22 stycznia)**

Prognozujemy, że w grudniu 2020 r. wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 0,0% r/r, wobec -0,2% r/r w listopadzie. Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły o 0,3% w warunkach: - wzrostu hurtowych cen paliw, - dalszej deprecjacji notowań złotego w ujęciu średniomiesięcznym (spadek wartości złotowej eksportowanych towarów), - silnych wzrostów cen w górnictwie rud metali.

- **Produkcja sprzedana przemysłu w grudniu 2020 r. (25 stycznia)**

Oczekujemy, że w grudniu dynamika produkcji sprzedanej przemysłu silnie wzrosła do 9,2% r/r, wobec 5,4% r/r w listopadzie. Po utrzymujących się w miesiącach wcześniejszych bardzo dobrych wynikach produkcji przemysłowej, jedynie ograniczonej skali pogorszenia globalnej koniunktury w przemyśle w grudniu (który w bardzo ograniczonym stopniu został dotknięty kolejną falą pandemii) oczekujemy niewielkiego korekcyjnego spadku produkcji w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z wahań sezonowych. Jednocześnie przy bardzo niskiej bazie odniesienia oraz sprzyjającym układzie liczby dni roboczych (aż o 2 dni więcej niż przed rokiem) oczekujemy solidnego odbicia rocznego wskaźnika produkcji.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| poniedziałek 18 stycznia | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
|--------------------------|-----|--|-----------------|-------------------|-----------------|
| 14:00 | PL | Inflacja bazowa, po wykluczeniu żywności i energii, grudzień | 4,3% r/r | - | 3,7% - 3,8% r/r |
| wtorek 19 stycznia | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 11:00 | DE | Indeks ZEW nastrojów gospodarczych, styczeń | 54,4 pkt. | - | - |
| środa 20 stycznia | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 11:00 | EMU | Inflacja HICP, grudzień (ost.) | 0,3% r/r (wst.) | 0,3% r/r | - |
| 11:00 | EMU | Inflacja HICP – wskaźnik bazowy, grudzień (ost.) | 0,2% r/r (wst.) | 0,2% r/r | - |
| czwartek 21 stycznia | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 10:00 | PL | Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, grudzień | 4,9% r/r | 4,7% r/r | 5,2% r/r |
| 10:00 | PL | Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, grudzień | -1,2% r/r | -1,2% r/r | -1,2% r/r |
| 13:45 | EMU | Posiedzenie rady EBC | -0,5% / 0,0% | -0,5% / 0,0% | -0,5% / 0,0% |
| 14:30 | EMU | Konferencja prasowa po posiedzeniu rady EBC | - | - | - |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 9.01 | 965 tys. | 923 tys. | - |
| 14:30 | US | Indeks koniunktury w okręgu Filadelfia, styczeń | 11,1 pkt. | 12,0 pkt. | - |
| 14:30 | US | Nowe inwestycje budowlane na rynku mieszkaniowym, grudzień | 1547 tys. | 1564 tys. | - |
| piątek 22 stycznia | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 09:30 | DE | Indeks koniunktury PMI – przemysł, styczeń (wst.) | 58,3 pkt. | 57,5 pkt. | - |
| 09:30 | DE | Indeks koniunktury PMI – usługi, styczeń (wst.) | 47,0 pkt. | 45,0 pkt. | - |
| 10:00 | EMU | Indeks koniunktury PMI – przemysł, styczeń (wst.) | 55,2 pkt. | 54,9 pkt. | - |
| 10:00 | EMU | Indeks koniunktury PMI – usługi, styczeń (wst.) | 49,1 pkt. | 48,0 pkt. | - |
| 10:00 | PL | Sprzedaż detaliczna, grudzień | -5,3% r/r | -2,3% r/r | +1,2% r/r |
| 10:00 | PL | Produkcja budowlano-montażowa, grudzień | -4,9% r/r | -2,2% r/r | 0,0% r/r |
| 10:00 | PL | Wskaźnik inflacji PPI, grudzień | -0,2% r/r | -0,1% r/r | 0,0% r/r |
| poniedziałek 25 stycznia | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 10:00 | PL | Produkcja przemysłowa, grudzień | 5,4% r/r | 8,3% r/r | 9,4% r/r |
| 10:00 | DE | Indeks koniunktury Ifo, styczeń | 92,1 pkt. | - | - |

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

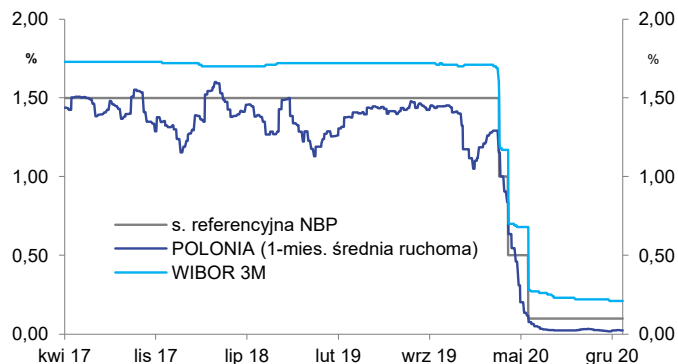
Kalendarz publikacji danych – listopad

| wskaźnik / wydarzenie | | za okres | data | poprzednie dane | realizacja | prognoza BOŚ |
|------------------------------------|----|----------|-------|-----------------|--------------|-----------------|
| Indeks koniunktury PMI – przemysł | PL | 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 | 2356mln EUR | 1725 mln EUR | |
| Wskaźnik inflacji CPI (ost.) | PL | grudzień | 15.01 | 2,3% r/r (wst.) | 2,4% r/r | |
| Wskaźnik inflacji bazowej | PL | grudzień | 18.01 | 4,3% r/r | | 3,7% – 3,8% 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% |

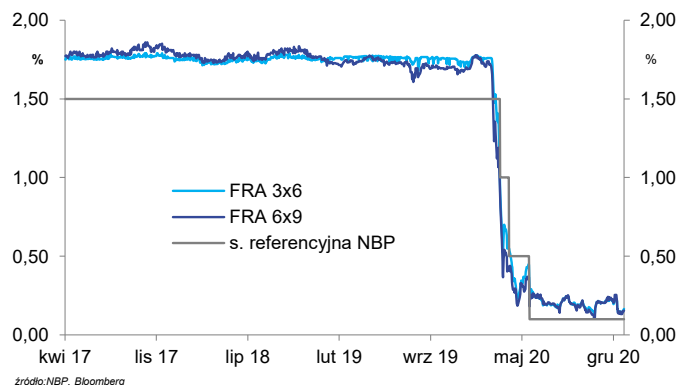
| wskaźnik / wydarzenie | | za okres | data | poprzednie dane | realizacja | prognoza rynkowa |
|--|-----|----------|-------|------------------|------------|------------------|
| Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł | CHN | grudzień | 4.01 | 54,9 pkt. | 53,0 pkt. | |
| Indeks koniunktury ISM – przemysł | 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 | 6,5% r/r | |
| Posiedzenie EBC | EMU | styczeń | 21.01 | 0,0% / -0,5% r/r | | 0,0% / -0,5% r/r |
| Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.) | EMU | grudzień | 22.01 | 55,2 pkt. | | 54,9 pkt. |
| Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.) | EMU | grudzień | 22.01 | 49,1 pkt. pkt. | | 48,0 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

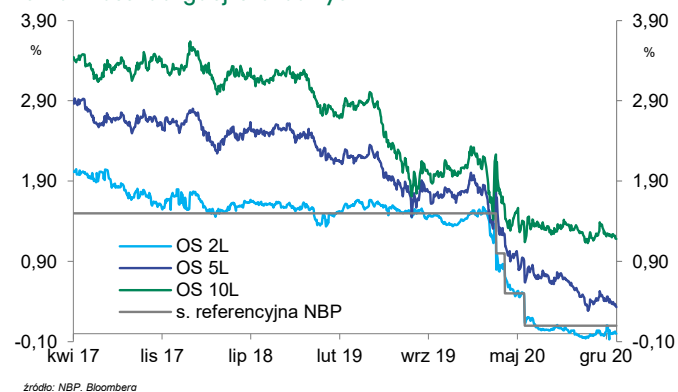
Krajowe stopy procentowe



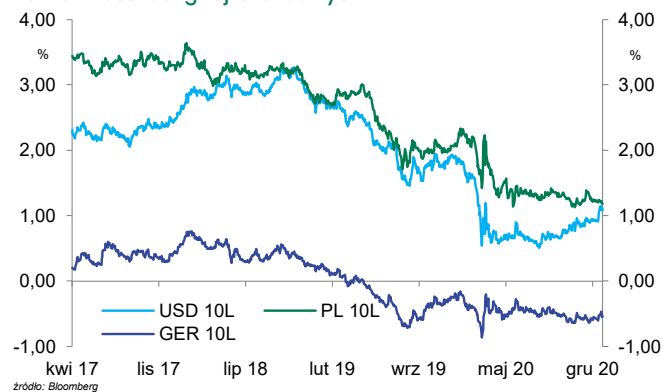
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



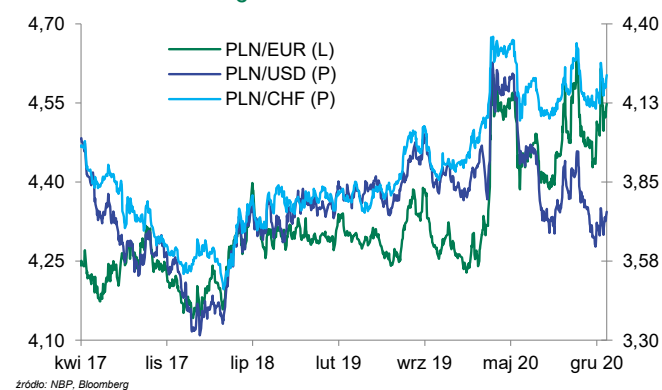
Rentowności obligacji skarbowych



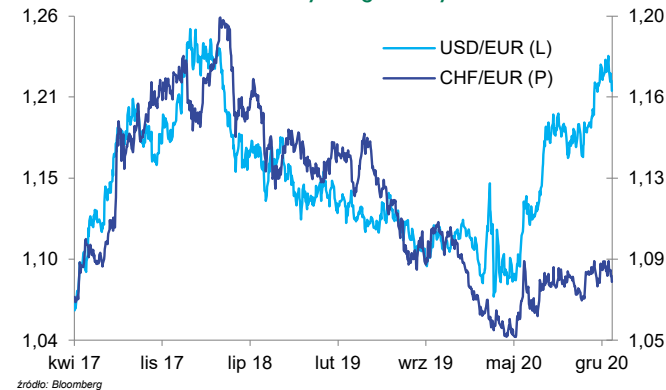
Rentowności obligacji skarbowych



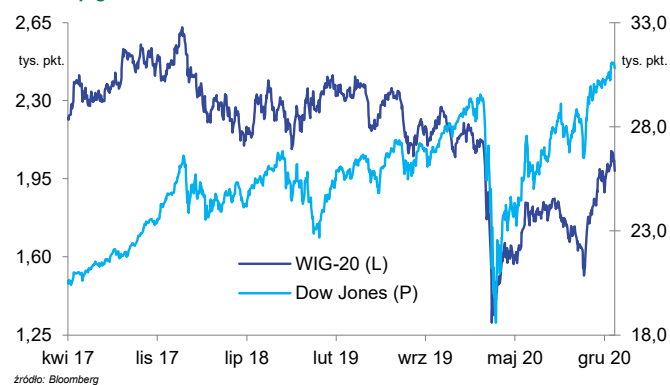
Notowania kursu złotego



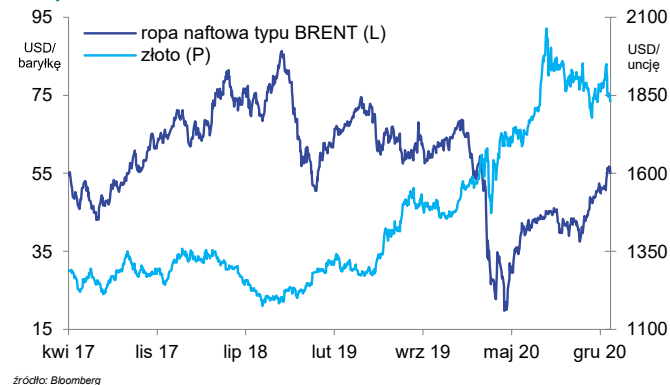
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

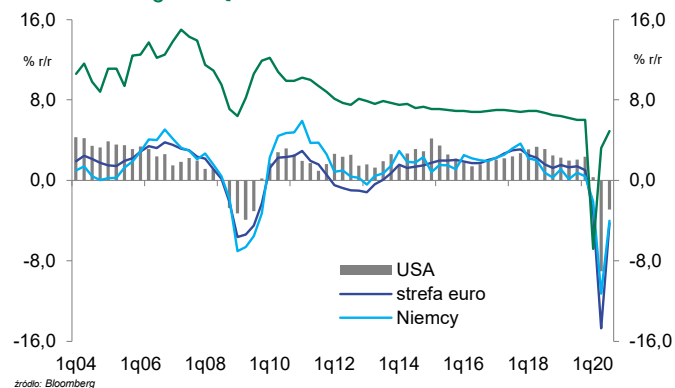


Ceny surowców

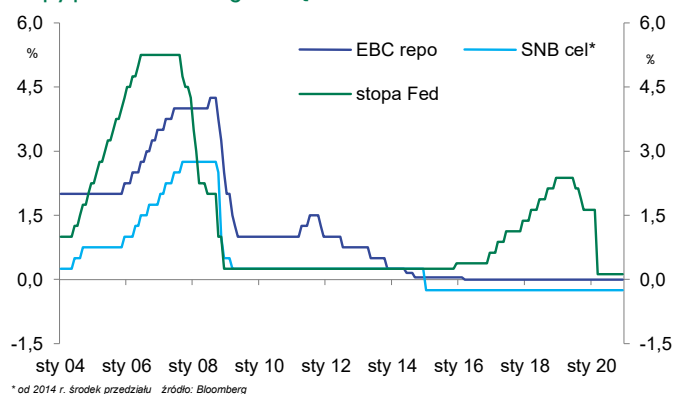


Sfera realna

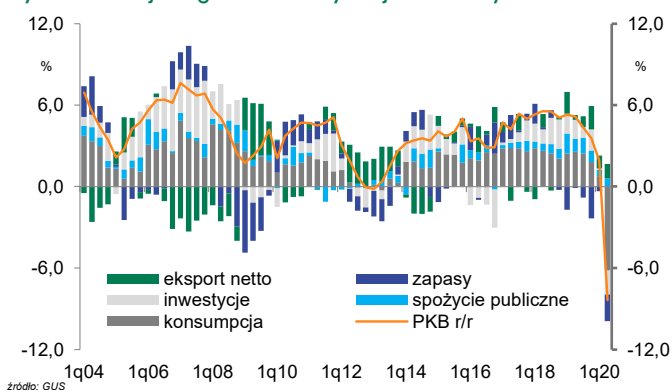
Wzrost PKB za granicą



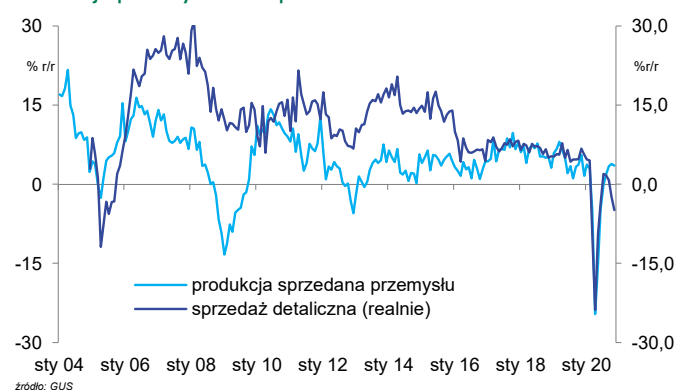
Stopy procentowe za granicą



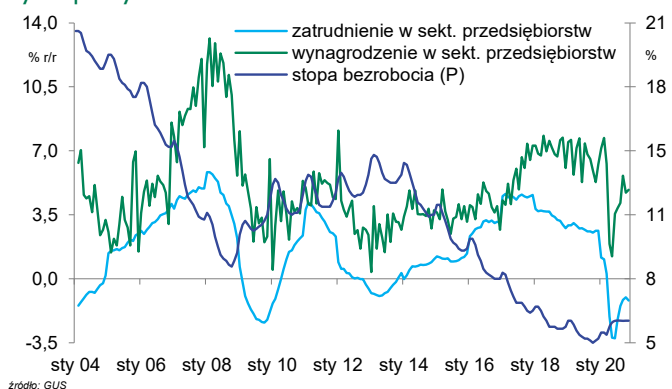
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



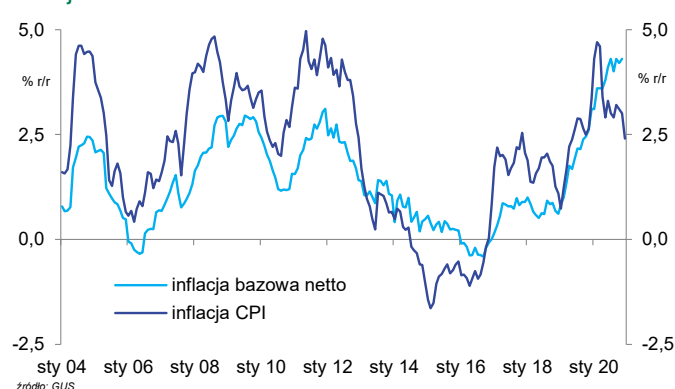
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



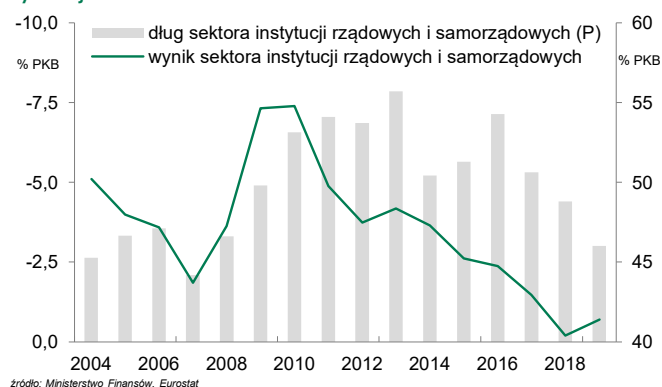
Rynek pracy



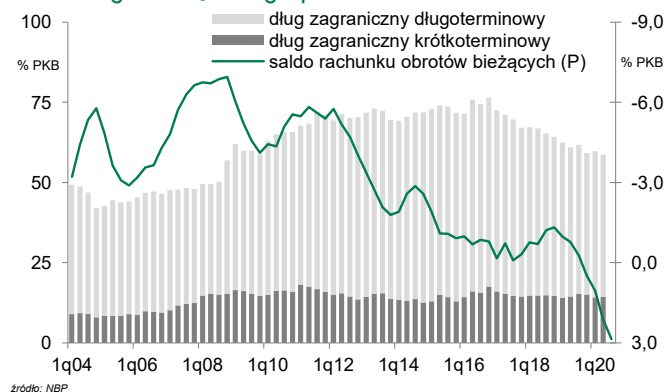
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik | | 31.12.2020 | 08.01.2021 | 15.01.2021 | 28.02.2021 | 31.03.2021 | 30.06.2021 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP | % | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| Stopa referencyjna NBP | % | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| Stopa depozytowa NBP | % | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| WIBOR 3M | % | 0.21 | 0.21 | 0.21 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| Obligacje skarbowe 2L | % | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| Obligacje skarbowe 5L | % | 0.41 | 0.36 | 0.33 | 0.40 | 0.45 | 0.50 |
| Obligacje skarbowe 10L | % | 1.22 | 1.22 | 1.18 | 1.25 | 1.30 | 1.35 |
| PLN/EUR | PLN | 4.61 | 4.52 | 4.55 | 4.53 | 4.51 | 4.47 |
| PLN/USD | PLN | 3.76 | 3.69 | 3.75 | 3.72 | 3.73 | 3.74 |
| PLN/CHF | PLN | 4.26 | 4.17 | 4.22 | 4.19 | 4.18 | 4.13 |
| USD/EUR | USD | 1.22 | 1.22 | 1.21 | 1.22 | 1.21 | 1.20 |
| Stopa Fed | % | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| LIBOR USD 3M | % | - | - | - | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| Stopa repo EBC | % | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EURIBOR 3M | % | - | - | - | -0.55 | -0.55 | -0.50 |
| LIBOR CHF 3M | % | - | - | - | -0.75 | -0.75 | -0.75 |
| Obligacje skarbowe USD 10L | % | 0.91 | 1.12 | 1.08 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Obligacje skarbowe GER 10L | % | -0.58 | -0.52 | -0.54 | -0.50 | -0.50 | -0.45 |

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

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

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

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