

KOMENTARZ TYGODNIOWY

8 marca 2021

Pandemia z nieco mniejszym wpływem na rynki, trudniejsza sytuacja w kraju. Stopy procentowe NBP bez zmian, w tym tygodniu posiedzenie EBC.

Na globalnym rynku stabilna sytuacja epidemiczna w większości regionów oraz publikacje niezłych danych makroekonomicznych sprzyjały minionym w tygodniu stabilizacji nastrojów inwestorów. W lutym silniej od oczekiwań poprawiła się sytuacja na rynku pracy w USA, większość danych wskazuje także na utrzymującą się korzystną koniunkturę w przemyśle. W tych warunkach na plan pierwszy wysunęły się wątki reflacji, choć w większym stopniu ograniczyły się do amerykańskiego rynku finansowego.

Choć w krótkim okresie presja na wzrost rentowności obligacji skarbowych może utrzymywać się, to nadal uważamy, że w średnim okresie trend wzrostowy rentowności ulegnie zahamowaniu przy utrzymujących się czynnikach hamujących trwałą wzrost inflacji.

Miniony tydzień przyniósł niewielkie zmiany indeksów akcji, przy ograniczonym wpływie zmian globalnej awersji do ryzyka. W przypadku polskiego rynku lekko zyskała warszawska giełda, nie zmieniły się ceny obligacji skarbowych, z kolei silniej na wartości stracił złoty.

Krajowym aktywom mogła ciążyć pogarszająca się sytuacja epidemiczna w Polsce, tj. dalszy wzrost nowych potwierdzonych przypadków zakażenia koronawirusem oraz ogłoszenie nowych restrykcji epidemicznych w kolejnym województwie (woj. pomorskim).

Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych, w tym utrzymała stopę referencyjną NBP poziomie 0,1%.

Na bieżący tydzień zaplanowano mniej publikacji danych makroekonomicznych, ważne będą zapewne dane dot. lutowej inflacji w USA. Lutowy wskaźnik inflacji CPI w Polsce, wraz z korektą wskaźnika styczniowego zostanie opublikowany w poniedziałek w następnym tygodniu.

W bieżącym tygodniu odbędzie się posiedzenie rady EBC. Choć sytuacja gospodarcza i epidemiczna wskazywałaby na możliwość utrzymania retoryki *wait-and-see*, po tym jak w grudniu rada poluzowała politykę pieniężną, to obserwowana w ostatnich tygodniach presja na rynkach obligacji skarbowych przełoży się zapewne na wyraźne złagodzenie retoryki EBC.

Choć w krótkim okresie wątki pandemii mogą mieć nieco mniejszy wpływ na sytuację rynkową globalnie, cały czas te informacje będą bardzo ważne z punktu widzenia sytuacji krajowej. Ponadto, informacje dot. sytuacji epidemicznej będą miały jeszcze istotne znaczenie dla rynków w średnim okresie, biorąc pod uwagę wciąż utrzymujące się czynniki ryzyka czy też średnioterminowe skutki pandemii. Cały czas uważamy, że ryzyka związane z tymi zagrożeniami są istotniejsze dla gospodarki, wobec ryzyka wzrostu inflacji.

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

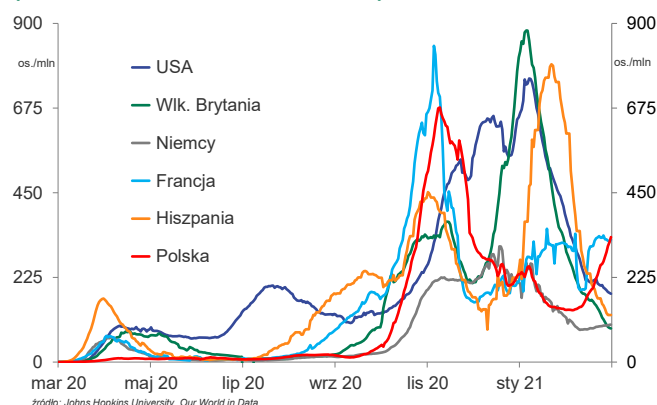
Kolejny tydzień stabilizacji tendencji epidemicznych na świecie, utrzymujące się geograficzne zróżnicowanie sytuacji...

- W minionym tygodniu utrzymywała się generalnie stabilna sytuacja epidemiczna na świecie, z dużo niższą liczbą nowych przypadków zakażenia w USA oraz niewielkim jej wzrostem w przypadku Europy. W Europie cały czas obniża się liczba nowych przypadków w krajach, które z początkiem roku doświadczyły silnego wzrostu zachorowań, lekko rośnie liczba nowych przypadków zakażenia we Francji i we Włoszech (poniżej poziomów z wcześniejszych okresów kumulacji zachorowań), dynamicznie pogarsza się natomiast sytuacja epidemiczna w Europie Środkowej, w tym przede wszystkim w Czechach i w mniejszym stopniu w Polsce.
- Przy tym zróżnicowaniu niektóre kraje lekko złagodziły restrykcje związane z pandemią (Niemcy) a niektóre je zaostrzyły (Polska, Czechy, Francja). Nadal problemem państw europejskich – w tym Polski – jest rozprzestrzenianie się brytyjskiej mutacji wirusa. W USA całkowite zniesienie lub znaczące ograniczenie restrykcji zapowiedziały w minionym tygodniu stany Teksas i Missisipi.
- Utrzymuje się także powolne tempo szczepień w Europie kontynentalnej, po raz kolejny producenci szczepionek wskazali na problemy z realizacją zamówień do Europy. Solidne tempo szczepień utrzymuje się natomiast w USA oraz Wielkiej Brytanii. Korzystną informacją była natomiast w minionym tygodniu informacja o dopuszczeniu do stosowania w USA szczepionki Johnson&Johnson. Oczekuje się, że w Unii Europejskiej szczepionka ta zostanie dopuszczona do stosowania jeszcze w tym tygodniu.

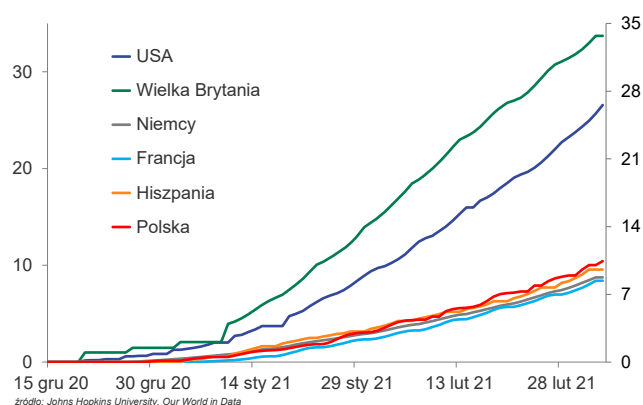
...dane makroekonomiczne potwierdzają korzystną koniunkturę w USA oraz globalny trend dobrych danych z przemysłu...

- Opublikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne potwierdziły z jednej strony utrzymujące się istotne zróżnicowanie sektorowe aktywności, ale także rosnące zróżnicowanie geograficzne sytuacji gospodarczej w zależności od rozwoju sytuacji epidemicznej.
- Lutowe dane z amerykańskiego rynku pracy zaskoczyły wyraźnie *in plus*. Liczba nowych etatów zwiększyła się aż o 379 tys., przekraczając dwukrotnie oczekiwania rynkowe. Lutowe wyniki potwierdzają pozytywny dla zatrudnienia efekt wzrostu aktywności gospodarczej wraz ze wzrostem mobilności w warunkach stabilizującej się sytuacji epidemicznej.

W większości krajów spadek liczby zachorowań na COVID-19 (średnia 7-dn. na 1 mln mieszkańców), wzrost w Polsce



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

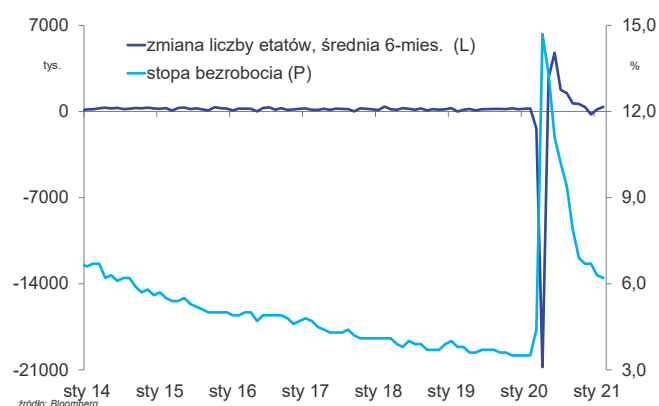


- W lutym odnotowano dalszy spadek stopy bezrobocia w USA do 6,2%, kontynuowany był wzrost liczby aktywnych zawodowo (57,6%), niemniej cały czas znajduje się on wyraźnie poniżej poziomów sprzed pandemii (ponad 60%), na co wskazywał w ubiegłotygodniowej wypowiedzi prezes Fed J. Powell podkreślając znacząco skalę pogorszenia sytuacji na rynku pracy w okresie pandemii. Lutowe indeksy ISM koniunktury gospodarczej wskazały z jednej strony na nieoczekiwanie silną dalszą poprawę aktywności w przemyśle (wzrost do 60,8 pkt.) i mocno zaskakujący spadek indeksu dla usług (do 55,3 pkt.). Choć można wskazywać na potencjalnie negatywne dla sektora usług efekty niekorzystnych warunków atmosferycznych (obniżających mobilność gospodarstw domowych), to nieco zaskakują te wyniki w kontekście bardzo dobrych danych z rynku pracy. W dalszym ciągu oczekujemy silniejszej poprawy aktywności w usługach w II kw. br. wraz z dalszą poprawą sytuacji epidemicznej oraz dalszego wzrostu popytu na usługi, których aktywność silnie ograniczyła pandemia.

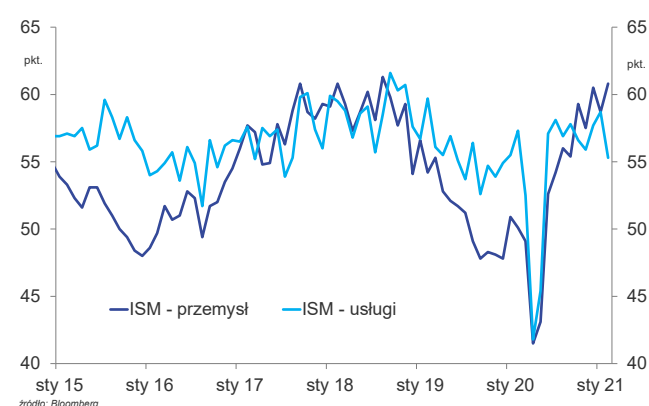
- Opublikowane dane z niemieckiego przemysłu wskazują natomiast na pewne wyhamowanie aktywności, niemniej przy wciąż korzystnych perspektywach dla sektora. W styczniu korekcyjny spadek produkcji przemysłowej okazał się silniejszy wobec oczekiwań (-2,5% m/m), solidnie wzrosła natomiast wartość zamówień w przemyśle, co nie sugeruje trwałego trendu osłabienia koniunktury w sektorze. Takie wnioski potwierdzają także generalnie bardzo dobre wskaźniki koniunktury PMI w przemyśle europejskim.

- Podczas ubiegłotygodniowego Ogólnochińskiego Zgromadzenia Przedstawicieli Ludowych premier Chin zapowiedział cel wzrostu gospodarczego na 2021 r. na poziomie ponad 6%. W ramach celów i planów rządu ogłoszono dalszy wzrost wydatków na obronność, o ponad 7% w ciągu następnych pięciu lat mają natomiast wzrosnąć wydatki Chin na badania i rozwój. Premier ocenił, że przywódcy uznają samowystarczalność naukowo-techniczną za strategiczny cel rozwoju. Celem będzie również usprawnienie systemu odpowiedzi na kryzysy dotyczące zdrowia publicznego i zaopatrzenia kryzysowego. W sprawozdaniu wyznaczono również cele dotyczące ochrony środowiska naturalnego i zmniejszania emisji gazów cieplarnianych. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami władz Chin mają osiągnąć szczyt emisji do 2030 roku i neutralność pod względem emisji CO2 do 2060 roku. Chiny zakładają również stopniowe odejście od paliw kopalnych.

Z początkiem 2021 r. stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy w USA



Solidne wskaźniki koniunktury gospodarczej w USA, spadek indeksu usług najprawdopodobniej jedynie okresowy

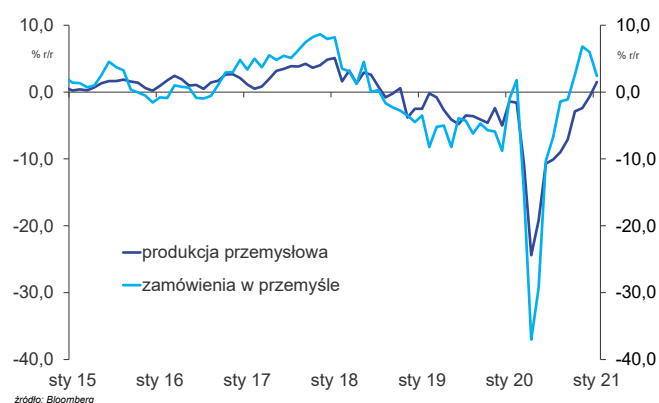


- Choć w 2021 r. dynamika chińskiego PKB ma szansę ukształtować się blisko poziomu 7,5% r/r, ostrożne cele rządu podkreślają w większym stopniu średniokresowe cele i wyzwania. Choć aktywność gospodarcza, w szczególności przy solidnej koniunkturze w przemyśle odbije solidnie, to sygnalizowane na przełomie roku wolne tempo odradzania konsumpcji prywatnej stanowi średniokresowe wyzwania gospodarki.
- Przy niskiej bazie odniesienia w tym roku wzrost aktywności gospodarczej będzie dynamiczny, niemniej trwałe skutki pandemii, jak również utrzymujące się od wielu lat wyzwania strukturalne, w tym środowiskowe, niepewność rozwoju sytuacji w globalnym handlu (w tym relacje handlowe z USA po zmianie na stanowisku prezydenta USA), będą utrudniać utrzymanie wzrostu aktywności w Chinach na poziomach notowanych przed pandemią. Skala zapowiedzianego luzowania polityki fiskalnej okazała się większa wobec oczekiwań, przedstawiciele rządu wskazali także na potrzebę równoważnego wsparcia gospodarki poprzez kanał polityki monetarnej, co wskazuje na utrzymanie wsparcia gospodarki poprzez działania polityki gospodarczej w nadchodzących kwartałach.

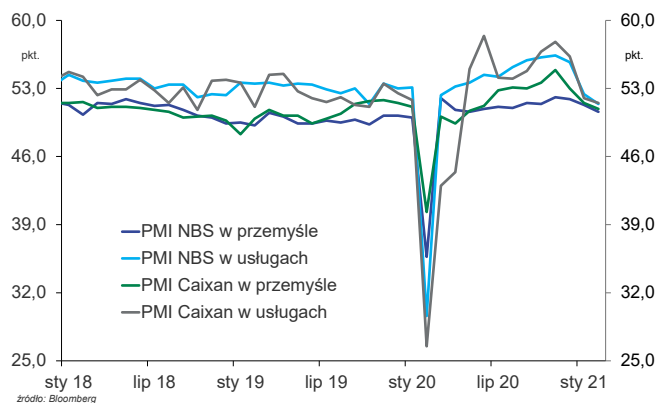
...co ogranicza zmienność globalnej awersji do ryzyka i jej wpływ na sytuację rynkową.

- Przy stabilizującej się kolejny tydzień sytuacji epidemicznej na świecie (w tym w szczególności w USA i w większości krajów Europy) w coraz większym stopniu na sytuację na globalnym rynku finansowym wpływają oczekiwania dot. inflacji oraz tempa ożywienia aktywności, a w mniejszym stopniu – tendencje pandemiczne.
- W minionym tygodniu rentowności papierów amerykańskich powróciły do solidnych wzrostów – wskaźnik tygodnia wzrósł solidnie o 16 pkt. baz do 1,56% na koniec tygodnia. Wyhamowaniu trendu wzrostowego nie pomogły zbytnio wypowiedzi prezesa Fed J. Powella wskazujące na wciąż trudną sytuację na amerykańskim rynku pracy i tym samym ostrożne decyzje banku centralnego w kontekście odchodzenia od luźnej polityki pieniężnej.
- Z drugiej strony nieco zaskakująco wzrostu rentowności nie podbiła już dodatkowo piątkowa publikacja sporo lepszych danych z amerykańskiego rynku pracy, które wskazały na wyraźny pozytywny efekt poprawy sytuacji epidemicznej na poziom zatrudnienia.

Kontynuacja poprawy koniunktury w niemieckim przemyśle

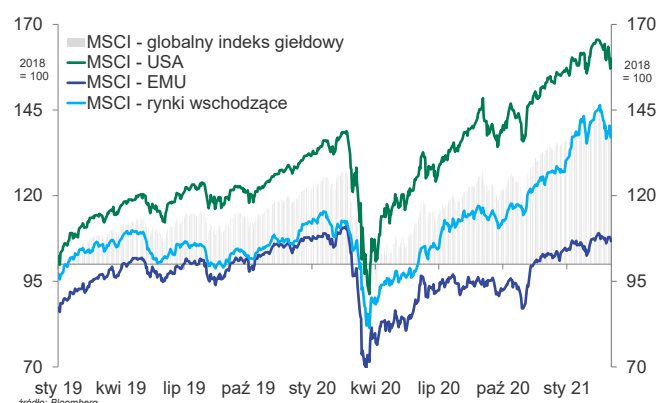


W Chinach z początkiem 2021 r. wyhamowanie koniunktury

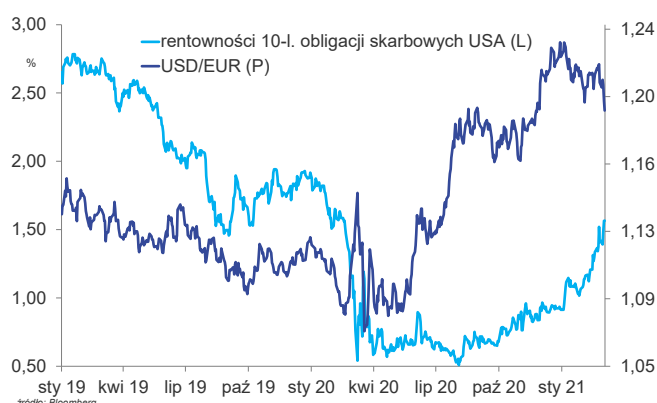


- Dane z rynku pracy pomogły natomiast wyraźnie notowaniom amerykańskiej giełdy, która – w warunkach obaw przed reflacją – traciła przez większą część tygodnia. Ostatecznie dzięki piątkowym wzrostom zakończyła tydzień na lekkim plusie.
- Globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł w skali tygodnia o 0,6%, przy niewielkich wzrostach w większości regionów (0,3% w USA, 0,6% w strefie euro oraz 0,3% dla grupy rynków wschodzących).
- W nieco mniejszym stopniu niż w tygodniach wcześniejszych rosnące stopy procentowe w USA nie osłabiały już tak wyraźnie walut rynków wschodzących. Podobnie, inaczej niż wcześniej, wzrostom rentowności amerykańskich nie towarzyszyły już wzrosty rentowności na rynkach europejskich. Rentowności niemieckich papierów 10-letnich obniżyły się o 4 pkt. baz. do -0,30%.
- To większe zróżnicowanie geograficzne wpłynęło silniej na rynek walutowy, gdzie w końcu dolar solidniej zyskał na wartości (0,8% w ujęciu kursu efektywnego). Przy lekkiej deprecjacji dolara kursu euro wobec dolara obniżył się wyraźnie w kierunku 1,19 USD/EUR, po wielu tygodniach oscylowania bliżej poziomu 1,21 USD/EUR.
- Po silnych zmianach sprzed tygodnia, na polskim rynku sytuacja kształtowała się nieco spokojniej i w mniejszym stopniu była zależna od wątków globalnych. WIG zyskał 1,2%, po silnej przecenie przed tygodniem. Przy niejednoznacznych tendencjach geograficznych na rynku stopy procentowej oraz po bardzo silnej zwwyżce krajowych rentowności tydzień wcześniej, miniony tydzień przyniósł już stabilizację cen polskich obligacji.
- Bardziej negatywne zmiany notowano natomiast na rynku walutowym, gdzie złoty stracił na wartości aż 1,8% w ujęciu kursu efektywnego. Przy silnej aprecjacji dolara, najsilniej złoty osłabił się wobec waluty amerykańskiej (ponad 11 gr. do 3,83 PLN/USD), wobec euro powrócił w kierunku poziomu 4,60 PLN/EUR przy mniejszej skali osłabienia wobec franka (1 gr. do 4,13 PLN/CHF) ze względu na osłabienie franka szwajcarskiego na rynku globalnym. Być może krajowej walucie silniej ciążyły wątki lokalne, takie jak pogarszająca się sytuacja epidemiczna.

Na globalnym rynku akcji ograniczenie zmienności...



...kolejny silny wzrost rentowności obligacji skarbowych w USA, dalsza aprecjacja dolara



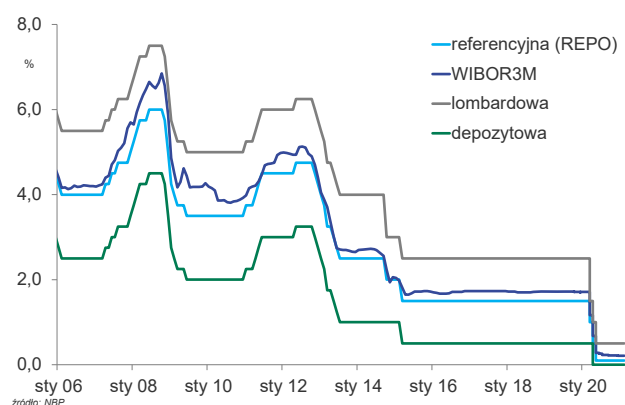
W kraju trzecia fala pandemii postępuje, kolejne województwo z wyższym poziomem restrykcji

- W minionym tygodniu odnotowano dalsze pogorszenie sytuacji epidemicznej w Polsce wraz z kontynuacją rozlewania się trzeciej fali koronawirusa. Liczba nowych potwierdzonych zakażeń COVID-19 cały czas rosta w minionym tygodniu w tempie 30% tyg/tyg, co poskutkowało wzrostem 7-dniowej średniej liczby potwierdzonych przypadków do 12,6 tys. W dalszym ciągu w minionym tygodniu utrzymywał się ok. 30-procentowy wzrost liczby zleceń lekarzy POZ na wykonanie testu, co nie zapowiada w tygodniu nadchodzącym poprawy sytuacji. W minionym tygodniu wzrosła także liczba osób hospitalizowanych oraz wskaźniki obciążenia szpitali.
- Pod koniec tygodnia minister zdrowia poinformował, że w kolejnym województwie – pomorskim – zostaną wprowadzone zaostrzone restrykcje epidemiczne, tj. obejmujące ponownie zamknięcie hoteli, instytucji kultury i rozrywki oraz galerii handlowych. Zaostrzone restrykcje mają obowiązywać do 20 marca, do tego dnia wydłużono także okres ostrzejszych ograniczeń w województwie warmińsko-mazurskim.
- Rozszerzająca się geograficznie skala restrykcji będzie miała negatywny wpływ na wyniki krajowej gospodarki w I kw., niemniej póki co jest jeszcze zbyt wcześnie (ze względu na ograniczony zasięg geograficzny i wysoką niepewność co do długości ich trwania) na ewentualne korekty prognoz. Z korektami wstrzymujemy się do czasu publikacji lutowych danych ze sfery realnej krajowej gospodarki w połowie marca. Potencjalne niespodzianki tych publikacji mogą bowiem najprawdopodobniej się zrównoważyć, negatywne zaś wzmocnić ubytek wzrostu gospodarczego w wybranych obszarach. Wtedy także z większą pewnością będzie można określić okres kwartału objęty dodatkowymi restrykcjami. Obecnie szacujemy spadek PKB w I kw. w skali (-2,0%) – (-1,5%) r/r oraz wzrost w całym 2021 r. o ok. 4,0%.

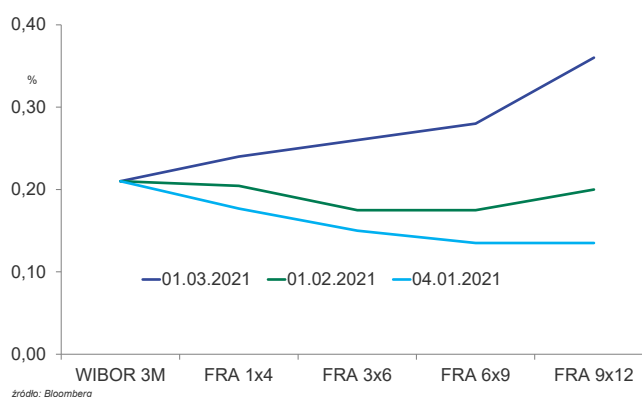
Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmienia parametrów polityki pieniężnej

- Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia, RPP zgodnie z oczekiwaniami utrzymała niezmienny poziom stóp procentowych, w tym stopę referencyjną na poziomie 0,1%. Zgodnie z komunikatem NBP nadal będzie prowadził operacje skupu obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa. NBP będzie też oferował kredyt wekslowy. Komunikat Rady po posiedzeniu, utrzymany w tonie komunikatu lutego potwierdza utrzymanie przez Radę postawy *wait-and-see*.

Długa perspektywa stabilnych stóp procentowych NBP...



...przy wygasających oczekiwaniach rynkowych na ich obniżkę



- Podczas ubiegłotygodniowego wystąpienia prezes NBP Adam Glapiński podtrzymał ocenę, wskazującą na bazowy scenariusz stabilizacji stóp procentowych. Jednocześnie prezes powiedział, że jako zerowe ocenia szansę na podwyżkę stóp procentowych do końca kadencji obecnej Rady, a wciąż – w warunkach niepewnej sytuacji epidemicznej – nie można całkowicie wykluczać scenariusza redukcji stóp.
- Podczas posiedzenia Rada zapoznana się z najnowszymi wynikami projekcji, w której nastąpiło przesunięcie w górę prognozowanej ścieżki inflacji oraz PKB na lata 2021 – 2022. Według projekcji Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP dynamika PKB wyniesie 4,1% (punkt środkowy przedziału), po czym w kolejnych dwóch latach wzrośnie do 5,4%. Inflacja CPI w 2021 r. ma wynieść 3,1% oraz 2,8% i 3,2% r/r w latach 2022 – 2023.
- Podtrzymujemy naszą bazową prognozę stabilizacji stóp procentowych NBP na bieżącym poziomie w latach 2021-2022. Jeśli w najbliższym miesiącu – dwóch nie nastąpi gwałtowne pogorszenie sytuacji epidemicznej w kraju, pociągające za sobą silny regres aktywności, a w średnim okresie, wraz postępującym procesem szczepień ryzyko epidemiczne będzie ustępować i przybliżać się będzie perspektywa ożywienia aktywności gospodarczej, to prawdopodobieństwo dalszego poluzowania polityki monetarnej będzie spadać, by zbliżyć się w okolice zera około połowy roku.

Na bieżący tydzień zaplanowane posiedzenie rady EBC i oczekiwane złagodzenie retoryki...

- Na nadchodzący tydzień zaplanowane jest posiedzenie rady EBC. Przy stabilnej, choć wciąż trudnej, sytuacji gospodarczej, ograniczeniu presji aprecjacyjnej kursu euro, po grudniowym luzowaniu polityki pieniężnej rada EBC zapewne skłaniałaby się ku utrzymaniu retoryki *wait-and-see* i utrzymaniu dotychczasowego przestania dot. perspektyw gospodarczych i polityki pieniężnej. Jednocześnie biorąc pod uwagę wyraźne wzrosty rentowności obligacji skarbowych także na rynku europejskim skutkując zacieśnieniem warunków finansowych. W poprzednich tygodniach przedstawiciele EBC wskazywali na konieczność utrzymania korzystnych warunków finansowania, stąd oczekujemy na posiedzeniu w tygodniu bieżącym silniejszego złagodzenia retoryki EBC i wskazania na możliwość dalszego poluzowania warunków monetarnych.

...przy uboższym kalendarzu publikacji danych

- Na bieżący tydzień zaplanowanych jest mniej publikacji danych makroekonomicznych. Najważniejsze z nich to zapewne lutowy wskaźnik inflacji CPI w USA. Jak wskazywaliśmy już w komentarzach wcześniejszych, choć cały czas najważniejsze pozostaną publikację danych ze sfery realnej, to w warunkach obaw rynkowych dot. skali wzrostu inflacji także miesięczne odczyty inflacyjne będą miały istotne znaczenie dla sytuacji rynkowej.
- Jeżeli w skali globalnej utrzyma się stabilniejsza sytuacja epidemiczna, wątek publikacji danych, w tym tempa ożywienia aktywności oraz właśnie kształtowania się inflacji będzie dla rynków kluczowy.
- W przyszły poniedziałek zostaną opublikowane dane dot. inflacji CPI w kraju, w tym skorygowany wskaźnik styczniowy oraz dane za luty. Oczekujemy, że w lutym wskaźnik roczny CPI obniżył się do 2,5% wobec 2,7% według wstępnego szacunku styczniowej inflacji.

- Jednocześnie jednak w naszej ocenie nie należy zakładać, że wątek sytuacji epidemicznej pozostanie całkowicie bez wpływu na sytuację rynkową. Wciąż wolne tempo szczepień w wielu krajach Europy, informacje o kolejnych mutacjach wirusa i wyzwania w kontekście długookresowej odporności będą podtrzymywać ryzyka dla perspektyw gospodarczych oraz ostrożność co do ograniczania wsparcia polityki gospodarczej. W kolejnych tygodniach, a w szczególności w okresie Wielkanocy oraz poświętecznym istotne będą informacje dot. kształtowania się sytuacji epidemicznej oraz oczekiwane decyzje o odmrażaniu aktywności gospodarczej.
- Biorąc pod uwagę bieżącą trudną sytuację epidemiczną w kraju, w najbliższych tygodniach te wątki będą natomiast cały czas bardzo istotne dla gospodarki oraz rynków krajowych.

W średnim okresie wątek pandemii wciąż ważniejszy niż ryzyka związane z inflacją

- Podtrzymujemy także naszą ocenę o ograniczonej przestrzeni dla średnioterminowego wzrostu rentowności obligacji skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak krajowych papierów.
- Jak już wskazywaliśmy wielokrotnie, pomimo oczekiwanej poprawy sytuacji gospodarczej, nie oczekujemy silnego i trwałego wzrostu inflacji w gospodarce globalnej. Przy bardzo niskich bazach odniesienia z 2020 r. wzrost inflacji w 2021 r. będzie wyraźny, niemniej przy wciąż sytuacji na rynku pracy dużo słabszej niż przed pandemią i ograniczeniu presji płacowej, nie sądzimy, aby wzrost kosztów surowców doprowadził do trwałego wzrostu inflacji. Z tego względu, przy znaczących wyzwaniach średnioterminowych dla gospodarek oczekujemy bardzo powolnego odchodzenia banków centralnych od luzowania polityki pieniężnej i co za tym idzie ograniczonego potencjału dla wzrostu długoterminowych stóp procentowych.
- W przypadku gospodarki polskiej, należy dodatkowo pamiętać o solidnym wzroście inflacji bazowej w 2020 – inaczej niż na większości rynków. Tym samym, przy powolnym odradzaniu się popytu, wysokich bazach odniesienia oraz wyraźnie niższej niż przed pandemią presji płacowej oczekujemy wyraźnego spadku tego indeksu w 2021 r. i spadku inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego RPP 2,5% r/r. Choć oczekiwane ograniczenie ryzyka silniejszego spowolnienia aktywności z tytułu pandemii powinno obniżyć się, co powinno wspierać odbicie rentowności z historycznie niskich poziomów, to powyższe czynniki będą istotnie hamować skalę tego wzrostu.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (11 marca)**

Oczekujemy, że na posiedzeniu rada EBC utrzyma niezmienione parametry polityki pieniężnej w tym stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz skalę programu skupu aktywów, choć ryzyko złagodzenia polityki pieniężnej wzrosło w ostatnich tygodniach.

Biorąc pod uwagę grudniowe złagodzenie polityki pieniężnej oraz obraz gospodarczy wspierający postawę *wait-and-see* w polityce pieniężnej uważamy, że członkowie rady EBC będą preferowali utrzymanie stabilnych parametrów monetarnych. Taką decyzję utrudnia jednak notowana w ostatnich tygodniach wysoka skala wzrostu rentowności obligacji skarbowych, która skutkuje zacieśnieniem warunków finansowania rynkowego. Podczas styczniowej konferencji prasowej prezes EBC Ch. Lagarde wskazywała na kluczowe utrzymanie sprzyjających warunków finansowania w okresie oczekiwanego ożywienia aktywności.

W scenariuszu bazowym zakładamy, że rada EBC dokona pewnych zmian w komunikacji wskazując na wciąż niskie prawdopodobieństwo silniejszego i trwałego odbicia inflacji oraz podczas konferencji prasowej wyraźniej wskazana zostanie możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej, jeżeli bieżące tendencje rynkowe utrzymają się. Taki scenariusz wspiera spadek rentowności na wielu rynkach europejskich w minionym tygodniu. Nie wykluczamy natomiast, że rada zdecyduje się już w marcu na ostrzejsze działania np. zwiększenie skali i/lub wydłużeniu programu skupu aktywów PEPP, przy zdecydowanie mniejszym ryzyku redukcji stopy depozytowej biorąc pod uwagę wyhamowanie wcześniejszego trendu aprecjacji euro.

- **Wskaźnik inflacji CPI w lutym (15 marca)**

Prognozujemy, że w lutym wskaźnik roczny CPI obniżył się do 2,5% wobec 2,7% według wstępnego szacunku styczniowej inflacji. Oczekiwane obniżenie się wskaźnika CPI jest wypadkową oczekiwanego spadku inflacji bazowej (głównie efekt wysokiej bazy sprzed roku) oraz dynamiki cen nośników energii (wprowadzenie w lutym obniżenie niektórych taryf za dystrybucję energii elektrycznej). Skalę spadku wskaźnika CPI ograniczało wg naszych szacunków dalsze ograniczenie spadku cen paliw w ujęciu r/r (efekt kontynuacji wzrostu cen i niskiej bazy sprzed roku).

Należy podkreślić, iż lutowa prognoza wskaźnika CPI jest obarczona wyższym ryzykiem, gdyż przy publikacji danych za luty GUS dokona corocznej zmiany koszyka inflacyjnego, co skutkuje wysokim prawdopodobieństwem korekty danych za styczeń oraz wyższym ryzykiem (niż standardowo) prognozy wskaźnika lutowego. Przy okazji publikacji wskaźnika CPI za luty zostanie opublikowany ostateczny wynik CPI za styczeń (w oparciu o nowy system wag). W ostatnich 16 latach, korekty styczniowego wskaźnika wahały się w przedziale (-0,3) - 0,0 pkt. proc., przy średniej korekcie -0,15 pkt. proc. W tym roku korekta jest tym bardziej prawdopodobna, gdyż z powodu istotnych zmian w strukturze wydatków gospodarstw domowych związanych z pandemią (rezygnacja z części usług) zmiana koszyka inflacyjnego będzie wyjątkowo duża.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 9 marca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
|------------------------------|-----------|--|------------------------|--------------------------|---------------------|
| 11:00 | EMU | Wzrost PKB, IV kw. (ost.) | -5,0% r/r (wst.) | -5,0% r/r | - |
| środa 10 marca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 14:30 | US | Inflacja CPI, luty | 1,4% r/r | 1,7% r/r | - |
| 14:30 | US | Inflacja CPI- wskaźnik bazowy, luty | 1,4% r/r | 1,4% r/r | - |
| czwartek 11 marca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 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 6.03 | 745 tys. | 715 tys. | - |
| piątek 12 marca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 11:00 | EMU | Produkcja przemysłowa, styczeń | -1,6% m/m | 0,2% m/m | - |
| 16:00 | US | Indeks nastrojów konsumentów U. Michigan, marzec (wst.) | 79,2 pkt. | 80,5 pkt. | - |
| poniedziałek 15 marca | | | poprzednie dane | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ |
| 04:00 | CHN | Produkcja przemysłowa, styczeń-luty | 7,3% r/r (grudzień) | 32,0% r/r | - |
| 04:00 | CHN | Sprzedaż detaliczna, styczeń – luty | 4,6% r/r (grudzień) | 40,0% r/r | - |
| 04:00 | CHN | Nakłady inwestycyjne, styczeń – luty | 11,3% r/r (grudzień) | 32,0% r/r | - |
| 10:00 | PL | Inflacja CPI, luty | 2,7% r/r | 2,5% r/r | 2,5% r/r |

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

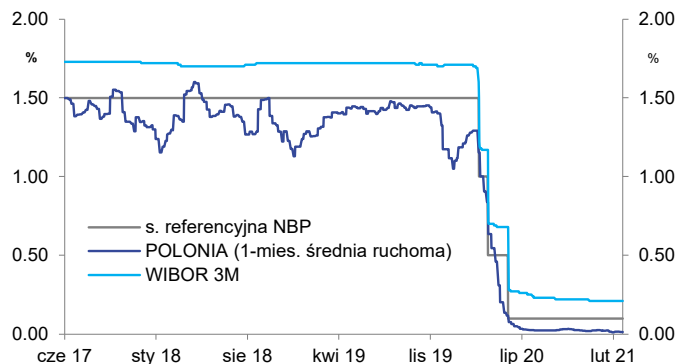
Kalendarz publikacji danych – styczeń

| wskaźnik / wydarzenie | | za okres | data | poprzednie dane | realizacja | prognoza BOŚ |
|--|----|----------|-------|-----------------|------------|--------------|
| Indeks koniunktury PMI – przemysł | PL | luty | 1.03 | 51,9 pkt. | 53,4 pkt. | |
| Posiedzenie RPP | PL | marzec | 3.03 | 0,1% | 0,1% | |
| Wskaźnik inflacji CPI | PL | luty | 15.03 | 2,7% r/r | | 2,5% r/r |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii | PL | styczeń | 16.03 | 3,8% r/r | | 3,8% r/r |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii | PL | luty | 16.03 | - | | 3,4% r/r |
| Saldo w obrotach bieżących | PL | styczeń | 16.03 | 430 mln EUR | | 3812 mln EUR |
| Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach | PL | luty | 17.03 | 4,8% r/r | | 5,0% r/r |
| Zatrudnienie w przedsiębiorstwach | PL | luty | 17.03 | -2,0% r/r | | -1,9% r/r |
| Produkcja przemysłowa | PL | luty | 18.03 | 0,9% r/r | | 3,9% r/r |
| Wskaźnik PPI | PL | luty | 18.03 | 0,7% r/r | | 1,4% r/r |
| Sprzedaż detaliczna (ceny stałe) | PL | luty | 19.03 | -6,0% r/r | | -1,8% r/r |
| Produkcja budowlano-montażowa | PL | luty | 19.03 | -10,0% r/r | | -8,6% r/r |
| Stopa bezrobocia | PL | luty | 23.03 | 6,5% | | 6,4% |

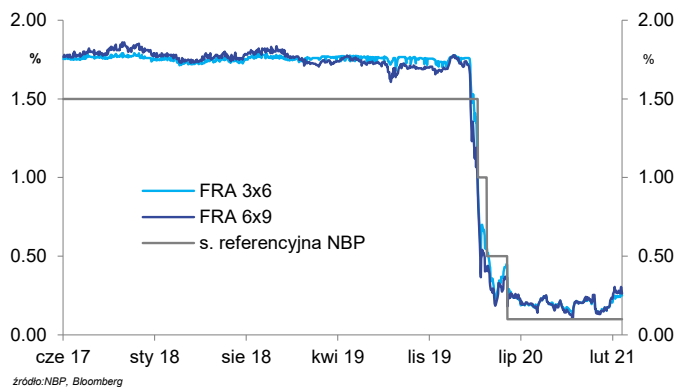
| wskaźnik / wydarzenie | | za okres | data | poprzednie dane | realizacja | prognoza rynkowa |
|--|-----|--------------|-------|-----------------|------------|------------------|
| Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł | CHN | luty | 1.03 | 51,5 pkt. | 50,9 pkt. | |
| Indeks koniunktury ISM – przemysł | US | luty | 1.03 | 58,7 pkt. | 60,8 pkt. | |
| Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi | CHN | luty | 3.03 | 52,0 pkt. | 51,5 pkt. | |
| Indeks koniunktury ISM – usługi | US | luty | 3.03 | 58,7 pkt. | 55,3 pkt. | |
| Zmiana zatrudnienia w gospodarce | US | luty | 5.03 | 166 tys. | 379 tys. | |
| Stopa bezrobocia | US | luty | 5.03 | 6,3% | 6,2% | |
| Posiedzenie rady EBC | EMU | marzec | 11.03 | -0,5% / 0,0% | | -0,5% / 0,0% |
| Produkcja przemysłowa | CHN | stycz - luty | 15.03 | 7,3% r/r | | 32,0% r/r |
| Posiedzenie FOMC | US | marzec | 17.03 | 0,0% - 0,25% | | 0,0% - 0,25% |
| Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.) | EMU | marzec | 24.03 | 57,9 pkt. | | - |
| Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.) | EMU | marzec | 24.03 | 44,7 pkt. | | - |
| Wskaźnik inflacji bazowej PCE | US | luty | 26.03 | 1,5% r/r | | - |
| Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł | CHN | marzec | 31.03 | 50,6 pkt. | | - |
| Indeks koniunktury PMI NBS – usługi | CHN | marzec | 31.03 | 51,4 pkt. | | - |
| Wskaźnik inflacji bazowej HICP | EMU | luty | 31.03 | - | | - |

Rynki finansowe

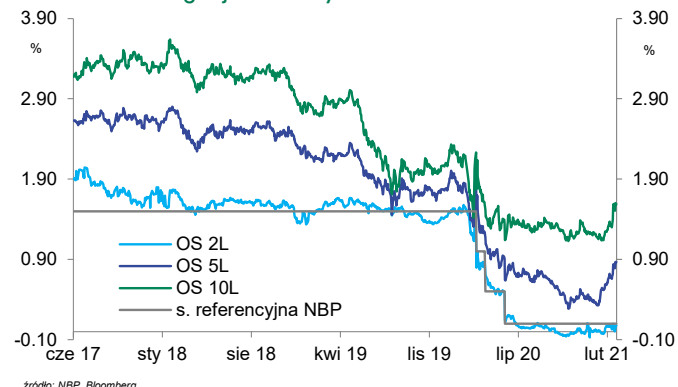
Krajowe stopy procentowe



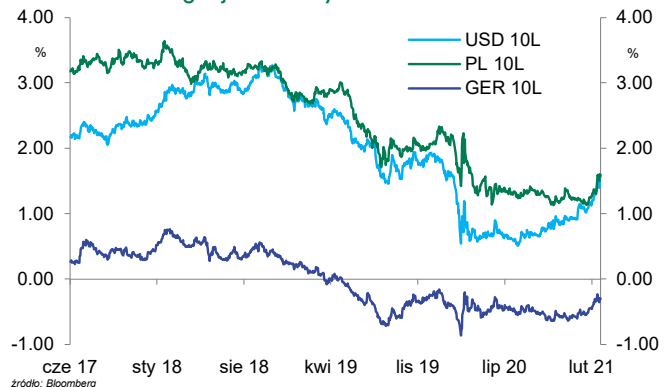
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



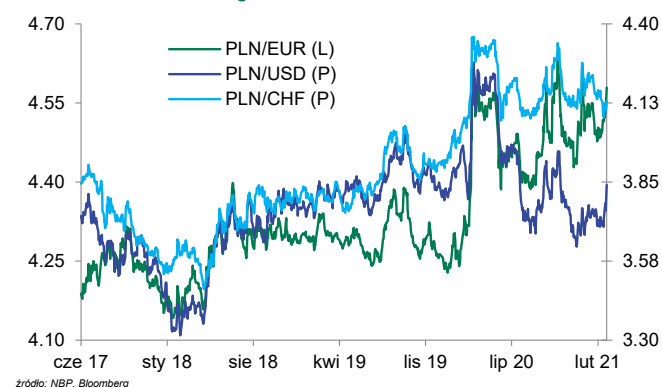
Rentowności obligacji skarbowych



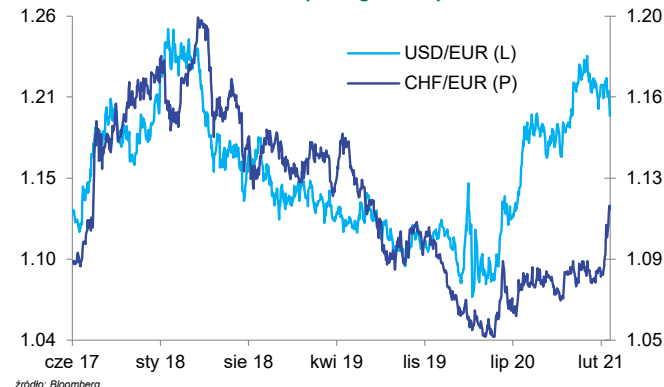
Rentowności obligacji skarbowych



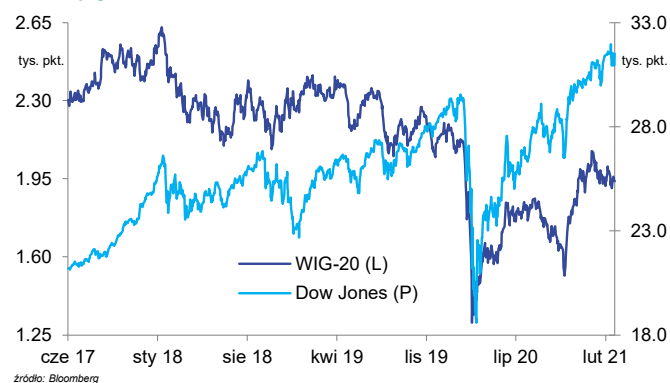
Notowania kursu złotego



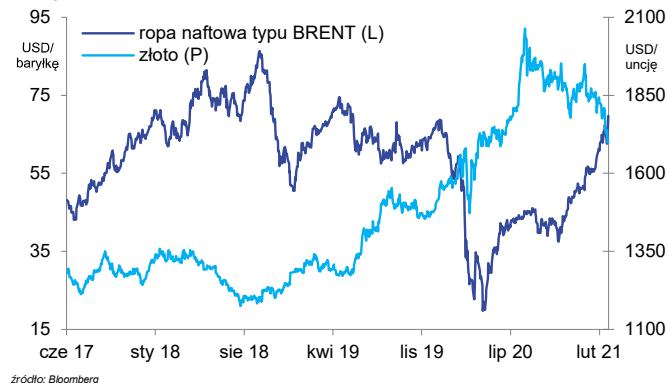
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

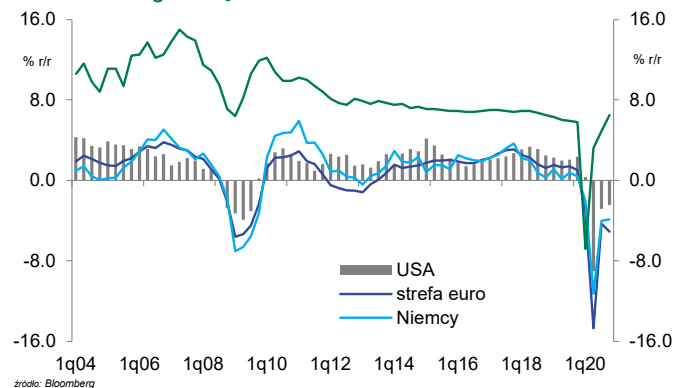


Ceny surowców

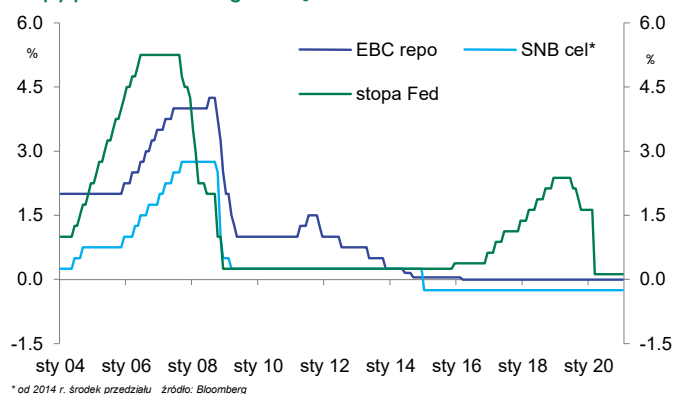


Sfera realna

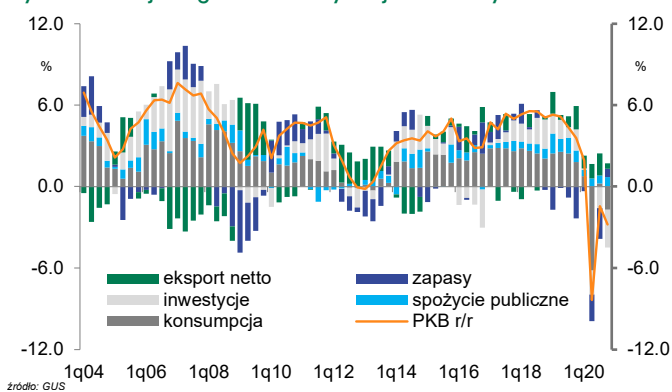
Wzrost PKB za granicą



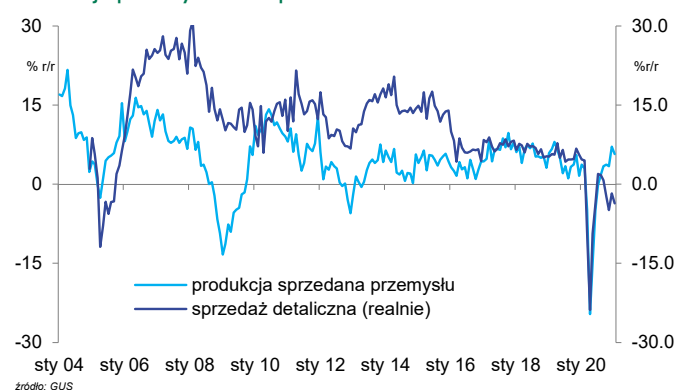
Stopy procentowe za granicą



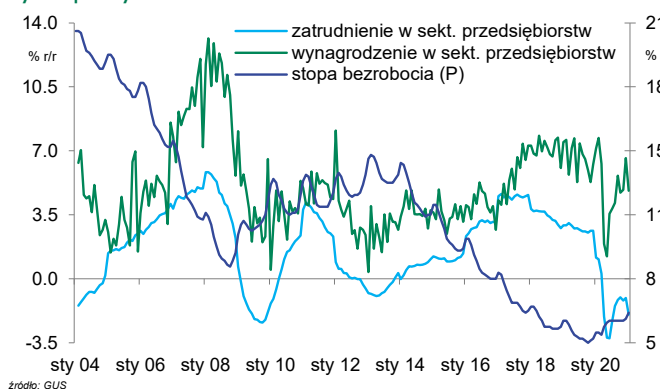
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



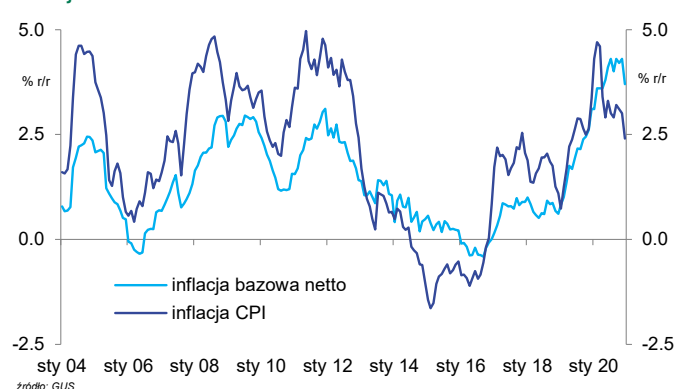
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



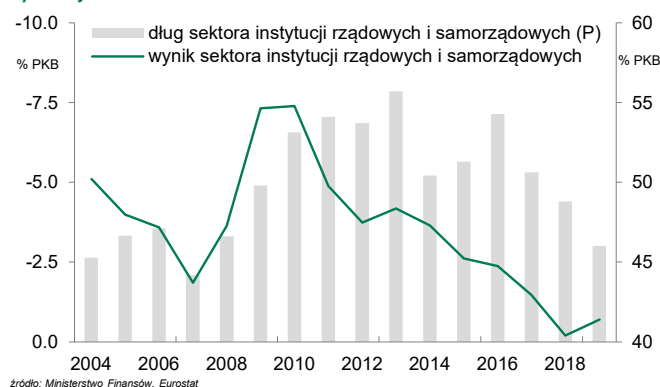
Rynek pracy



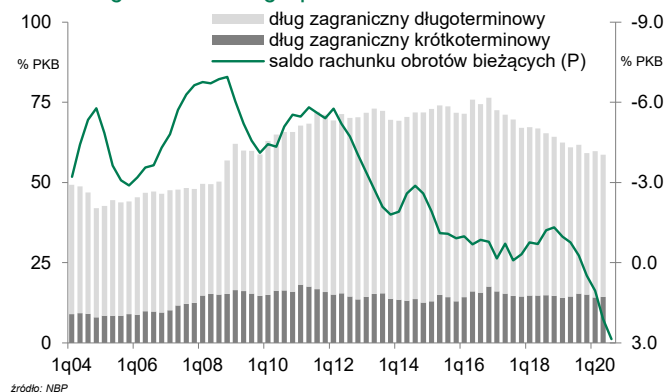
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik | | 28.02.2021 | 26.02.2021 | 05.03.2021 | 31.03.2021 | 30.04.2021 | 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 | % | 0,20 | 0,21 | 0,21 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| Obligacje skarbowe 2L | % | 0,10 | 0,07 | 0,07 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Obligacje skarbowe 5L | % | 0,80 | 0,84 | 0,87 | 0,75 | 0,75 | 0,70 |
| Obligacje skarbowe 10L | % | 1,50 | 1,59 | 1,59 | 1,45 | 1,45 | 1,35 |
| PLN/EUR | PLN | 4,51 | 4,52 | 4,58 | 4,50 | 4,49 | 4,47 |
| PLN/USD | PLN | 3,71 | 3,72 | 3,84 | 3,72 | 3,71 | 3,72 |
| PLN/CHF | PLN | 4,18 | 4,12 | 4,13 | 4,17 | 4,16 | 4,13 |
| USD/EUR | USD | 1,22 | 1,21 | 1,19 | 1,21 | 1,21 | 1,20 |
| Stopa Fed | % | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| LIBOR USD 3M | % | - | - | - | 0,20 | 0,20 | 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 | % | 1,50 | 1,41 | 1,57 | 1,50 | 1,45 | 1,35 |
| Obligacje skarbowe GER 10L | % | -0,25 | -0,26 | -0,30 | -0,30 | -0,30 | -0,35 |

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

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

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione. Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.