

KOMENTARZ TYGODNIOWY

17 stycznia 2022

Na globalnym rynku mniej optymizmu, dane dot. inflacji zaskakują w górę a sfery realnej w dół.

- Drugi tydzień nowego roku przyniósł dalsze, lekkie pogorszenie nastrojów na globalnym rynku finansowym, w szczególności na rynkach rozwiniętych. Jakkolwiek ocena ryzyka średnioterminowego związanego z sytuacją epidemiczną (mutacja Omikron) nie zmieniła się istotnie, to dane publikowane na przełomie roku wskazują na silniejsze pogorszenie danych nt. aktywności głównych gospodarek przy jednocześnie wyższych odczytach inflacji.
- W grudniu dane makroekonomiczne z USA zaskoczyły *in minus*, w tym obniżyła się produkcja przemysłowa. Silnie negatywnie zaskoczyła sprzedaż detaliczna (spadek aż o 1,9% m/m), co wskazuje, że wysoki odczyt sprzedaży z października był jednorazowy). Niższy popyt, wysoki wzrost inflacji poskutkował także silniejszym pogorszeniem nastrojów konsumentów z początkiem roku (wg wstępnych danych Uniwersytetu Michigan). W górę zaskoczył natomiast odczyt inflacji CPI (7,0% r/r oraz inflacja bazowa 5,5% r/r), choć skala tej niespodzianki była już wyraźnie niższa niż we wcześniejszych miesiącach.
- Opublikowane wstępny szacunek PKB Niemiec za 2021 r. (wzrost o 2,7% r/r w całym roku) implikuje z kolei spadek PKB kw/kw w IV kw. Choć częściowo słabsze dane z Niemiec są efektem problemów podaźowych w przemyśle, to pod koniec roku ta sytuacja zaczęła się już poprawiać. Wolniejsza poprawa sytuacji w przemyśle i ograniczenie mobilności gospodarstw domowych na przełomie roku mogą przekładać się na słabsze wyniki także z początkiem 2022 r.
- Jako niejednoznaczne można natomiast uznać dane z chińskiej gospodarki z końca 2021 r. Z jednej strony w skali całego IV kw. ub.r. wynik PKB zaskoczył wyraźnie *in plus* (4,0% r/r), niemniej same dane grudniowe (sporo niższe tempo wzrostu sprzedaży detalicznej, umiarkowane dane dot. inwestycji, bardzo niskie tempo wzrostu importu potwierdzające słaby popyt krajowy) wskazują na utrzymujące się wyzwania dla wzrostu gospodarczego w Chinach, w szczególności przy utrzymaniu ultra-restrykcyjnej polityki związanej dot. epidemii (zamykanie całych regionów przy niewielkiej ilości przypadków).
- Przy utrzymujących się wyzwaniach dla wzrostu gospodarczego bank centralny Chin zdecydował o redukcji stóp procentowych o 10 pkt. baz.
- W ubiegłotygodniowym wystąpieniu prezes Fed J. Powell utrzymał z kolei raczej „jastrzębi” ton wypowiedzi, w większym stopniu wskazując na ryzyka po stronie inflacji oraz możliwość wcześniejszego ograniczania sumy bilansowej.
- Słabsze dane nie powstrzymały natomiast wzrostu cen surowców, ceny ropy naftowej brent wzrosły do powyżej 85 USD/baryłkę, ponadto obawy przed dalszym ograniczeniem podaży gazu z Rosji wywindowały ponownie ceny gazu na europejskim rynku w kierunku 90 EUR/MWh. Kolejne decyzje Chin dot. lockdownów dodatkowo podbiły obawy przed utrzymaniem presji inflacyjnej w związku z ryzykiem ograniczenia podaży komponentów i zatorów w globalnym transporcie.

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

- W skali tygodnia globalny indeks giełdowy MSCI obniżył się 0,5%, przy spadku indeksu dla USA o 0,4% i strefy euro o 0,8%. Pozytywnie zaskoczyły natomiast wyniki giełd na rynkach wschodzących (wzrost MSCI EM o 2,0%), co może wynikać z już wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w wielu regionach.
- Obawy inflacyjne i utrzymanie „jastrzębiej” retoryki Fed poskutkowało jeszcze lekkim wzrostem rentowności obligacji skarbowych w USA (2 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich oraz 10 pkt. baz. dla 2-letnich), przy minimalnych zmianach rentowności obligacji niemieckich. Być może lepsze nastroje wokół rynków wschodzących okazały się ważniejsze od oczekiwań rynkowych dot. polityki Fed i przełożyły się na wzrost wartości tych walut w rezultacie deprecjacji dolara w ujęciu do koszyka walut o 0,7%. Przy stabilnych notowaniach euro, kurs euro wobec dolara wzrósł do ponad 1,14 USD/EUR.
- W minionym tygodniu krajowa giełda oraz kurs złotego skorzystały na lepszych nastrojach wokół rynków wschodzących (wzrost WIG 20 o 2,4%, aprecjacja złotego wobec koszyka walut o 0,2% kurs poniżej 4,55 PLN/EUR). Złoty zyskał lekko na wartości pomimo lekkiej korekty oczekiwań rynkowych dot. skali zacieśnienia polityki pieniężnej RPP (spadki stawek FRA o ok. 30 pkt. baz.). Lekka korekta tych oczekiwań przełożyła się na solidny spadek (o blisko 50 pkt. baz. do 3,08%) rentowności na krótszym końcu krzywej, przy minimalnym spadku rentowności obligacji 10-letnich.
- Na korektę wywindowanych prognoz rynkowych co do skali podwyżek stóp procentowych mogło wpływać potwierdzenie propozycji redukcji podatków w ramach Tarczy Antyinflacyjnej 2.0. Z kolei publikacja GUS [danych grudniowych dot. indeksu CPI](#) potwierdziła szacunek *flash* na poziomie 8,6% r/r.
- W minionym tygodniu Senat powołał Ludwika Koteckiego i Przemysława Litwiniuka na 6-letnią kadencję do RPP. Obejmą oni funkcję 26 stycznia. Z kolei wybór sejmowych członków zaplanowano na 26-27 stycznia (kandydatami są poseł PiS, przewodniczący sejmowej Komisji Finansów Publicznych, Wiesław Janczyk oraz prof. nauk ekonomicznych Elżbieta Ostrowska).
- Sytuacja epidemiczna w kraju nie zmieniła się istotnie w minionym tygodniu. Z jednej strony liczba nowych przypadków rośnie jeszcze po świąteczno-noworocznym spadku, z drugiej strony obniżyła się liczba hospitalizacji. W dalszym ciągu natomiast Polska jest przed wzrostem fali zachorowań nowej mutacji Omikron, stąd ryzyka z tego tytułu dla aktywności oraz prognozy lutowej podwyżki stóp NBP utrzymują się.
- W USA i Europie liczba nowych przypadków COVID-19 utrzymuje się na poziomie kilkukrotnie wyższym wobec dotychczasowych maksimum. Wyraźnie rośnie także śmiertelność, choć utrzymuje się ona póki co na relatywnie niskim poziomie. Dynamicznie rośnie / utrzymuje się na podwyższonym poziomie liczba osób hospitalizowanych.
- Cały czas dane epidemiczne pozostaną kluczowe także dla sytuacji na rynku globalnym, wpływając zarówno na perspektywy wzrostu gospodarczego (popyt) oraz inflacji (podaż). Właśnie bilans tych ryzyk będzie kluczowy dla kształtowania się cen aktywów finansowych. W tym kontekście bardzo ważne będą wstępne styczniowe dane dot. wskaźników koniunktury PMI w strefie euro (wskazujące skalę pogorszenia nastrojów w warunkach trudniejszej sytuacji epidemicznej) publikowane z początkiem tygodnia kolejnego.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w grudniu (21 stycznia)**

Prognozujemy, że w grudniu roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw lekko obniżyła się do 0,6% r/r, z 0,7% r/r w listopadzie. W skali miesiąca (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) oczekujemy stabilnego wzrostu zatrudnienia, w warunkach generalnie korzystnej koniunktury gospodarczej i wysokiego popytu na pracę ze strony przedsiębiorstw. Spadek rocznej dynamiki wzrostu wynika natomiast ze wzrostu bazy odniesienia w grudniu przed rokiem, w okresie zniesienia części restrykcji epidemicznych II fali pandemii.

Prognozujemy, że w grudniu dynamika płac obniżyła się do 8,5% r/r z 9,8% r/r w listopadzie, na co w głównej mierze wpłynął wyraźny grudniowy wzrost bazy odniesienia (opisane powyżej efekty zmian restrykcji epidemicznych).

- **Produkcja sprzedana przemysłu w grudniu (21 stycznia)**

Szacujemy, że w grudniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 13,1% r/r z 15,2% r/r w listopadzie. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy wyraźnej korekty spadkowej produkcji po jej dynamicznym ożywieniu w listopadzie. Zakładamy, że ożywienie aktywności w motoryzacji będzie miało już coraz słabsze, ponadto uważamy, że pod koniec roku nasilał się obserwowany od kilku lat efekt przesuwania aktywności gospodarczej z grudnia (dłuższe przerwy w okresie świąteczno-noworocznym) na listopad, który jednocześnie nie jest jeszcze dobrze odzwierciedlony w danych oczyszczonych z sezonowości. Zakładamy natomiast, że utrzymujący się podwyższony popyt zewnętrzny na energię elektryczną (wyłączanie w części krajów europejskich elektrowni zasilanych gazem ze względu na bardzo wysokie ceny surowca) oraz utrzymanie podwyższonej produkcji energii elektrowni wiatrowych będą podtrzymywać wyższe wartości produkcji energii.

- **Wskaźnik PPI w grudniu (21 stycznia)**

Prognozujemy, że w grudniu wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) obniżył się do 12,8% r/r z 13,1% r/r w listopadzie. Szacujemy, że w skali miesiąca ceny obniżyły się o 0,1% w warunkach: - aprecjacji kursu złotego (spadek wartości złotej eksportowanych towarów), - spadku cen w górnictwie rud metali, - solidnego spadku hurtowych cen paliw.

- **Produkcja budowlano-montażowa w grudniu (21 stycznia)**

Szacujemy, że w grudniu dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się do 10,7% r/r z 12,7% r/r notowanych w listopadzie. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy lekkiej korekty spadkowej produkcji po solidnych dwóch miesiącach jej wzrostu. Jednocześnie wyższa baza odniesienia będzie dodatkowo obniżać roczną dynamikę produkcji w budownictwie.

- **Sprzedaż detaliczna w grudniu (24 stycznia)**

Szacujemy, że w grudniu dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 9,6% r/r z 12,1% r/r w listopadzie. W grudniu oczekujemy korekty spadkowej sprzedaży detalicznej w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości, bo jej świetnych wynikach za listopad. Ponadto wysoka baza odniesienia (okresowe zniesienie restrykcji w handlu w grudniu 2020 r.) będzie dodatkowo obniżać roczną dynamikę wzrostu pod koniec 2021 r.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 17 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, grudzień	4,7% r/r	-	5,3% r/r
wtorek 18 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	DE	Indeks ZEW koniunktury gospodarczej, styczeń	29,9 pkt.	32,0 pkt.	-
14:30	US	Indeks koniunktury w okręgu Nowy Jork, styczeń	31,9 pkt.	25,0 pkt.	-
środa 19 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Mieszkania, których budowę rozpoczęto, grudzień	1679 tys. anual.	1650 tys. anual.	-
czwartek 20 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, grudzień (ost.)	5,0% r/r (wst.)	5,0% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, grudzień (ost.)	2,6% r/r (wst.)	2,6% r/r	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 15.01	230 tys.	220 tys.	-
14:30	US	Indeks koniunktury gospodarczej Philadelphia Fed, styczeń	15,4 pkt.	19,8 pkt.	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, grudzień	6,46 mln anual.	6,41 mln anual.	-
piątek 21 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, grudzień	0,7% r/r	0,7% r/r	0,6% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, grudzień	9,8% r/r	9,0% r/r	8,5% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, grudzień	15,2% r/r	13,0% r/r	12,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI, grudzień	13,2% r/r	13,5% r/r	12,8% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa, grudzień	12,7% r/r	9,0% r/r	10,7% r/r
poniedziałek 24 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, styczeń (wst.)	57,4 pkt.	-	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, styczeń (wst.)	48,7 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, styczeń (wst.)	58,0 pkt.	-	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, styczeń (wst.)	53,1 pkt.	-	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, grudzień	12,1% r/r	9,4% r/r	9,6% r/r

* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

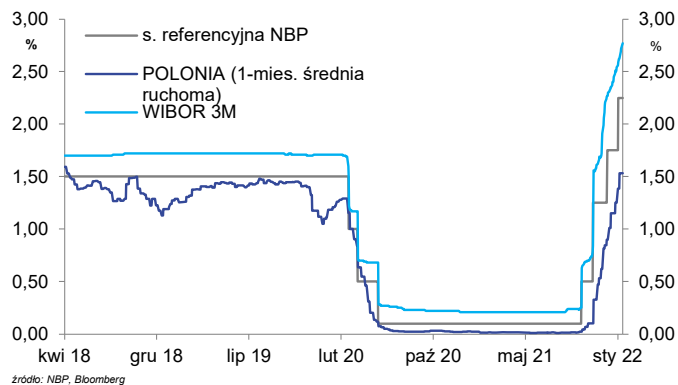
Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	3.01	54,4 pkt.	56,1 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	styczeń	4.01	1,75%	2,25%	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	grudzień	7.01	7,8% r/r	8,6% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	listopad	13.01	-856 mln EUR	-1112 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	14.01	8,6% r/r (wst.)	8,6% r/r	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	grudzień	17.01	4,7% r/r		5,3% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	9,8% r/r		8,5% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	grudzień	21.01	0,7% r/r		0,6% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	grudzień	21.01	15,2% r/r		13,1% r/r
Wskaźnik PPI	PL	grudzień	21.01	13,2% r/r		12,8% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	grudzień	21.01	12,7% r/r		10,7% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	grudzień	24.01	12,1% r/r		9,6% r/r
Stopa bezrobocia	PL	grudzień	26.01	5,4%		5,4%

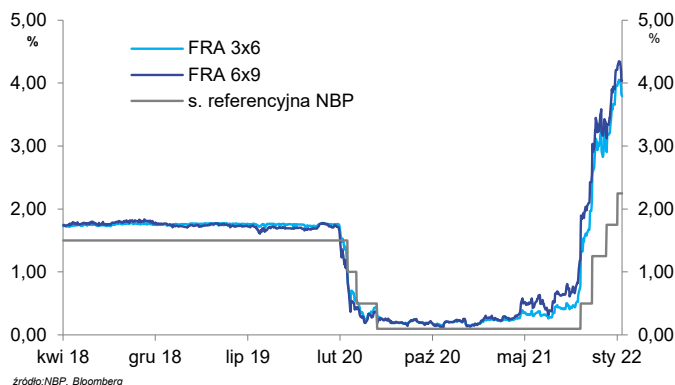
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	grudzień	3.01	49,9 pkt.	50,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	grudzień	3.01	61,1 pkt.	58,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	grudzień	6.01	52,1 pkt.	53,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	grudzień	6.01	69,1 pkt.	62,0 pkt.	
Inflacja – wskaźnik bazowy HICP (wst.)	EMU	grudzień	7.01	2,6% r/r	2,6% r/r	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	grudzień	7.01	249 tys.	199 tys.	
Stopa bezrobocia	US	grudzień	7.01	4,2%	3,9%	
Inflacja CPI	US	grudzień	12.01	6,8% r/r	7,0% r/r	
Wzrost PKB	CHN	IV kw.	17.01	4,9% r/r	4,0% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	24.01	58,0 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	24.01	53,1 pkt.		-
Posiedzenie FOMC	US	styczeń	26.01	0-0,25%		0-0,25%
Wzrost PKB (wst.)	US	IV kw.	27.01	2,3% kw/kw (anual)		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	grudzień	28.01	4,7% r/r% r/r		-
Wzrost PKB (wst.)	EMU	IV kw.	31.01	2,2% kw/kw		-
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	styczeń	30.01	50,9 pkt.		-

Rynki finansowe

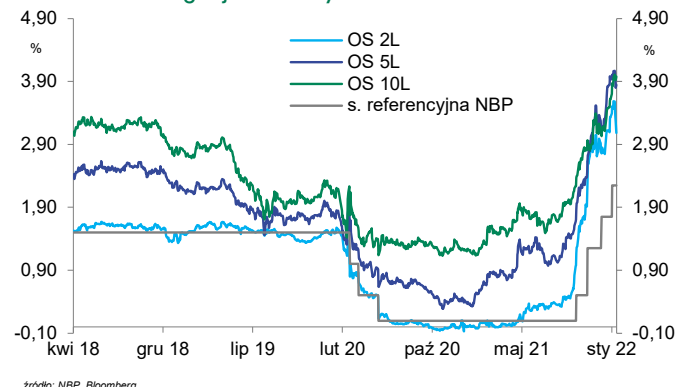
Krajowe stopy procentowe



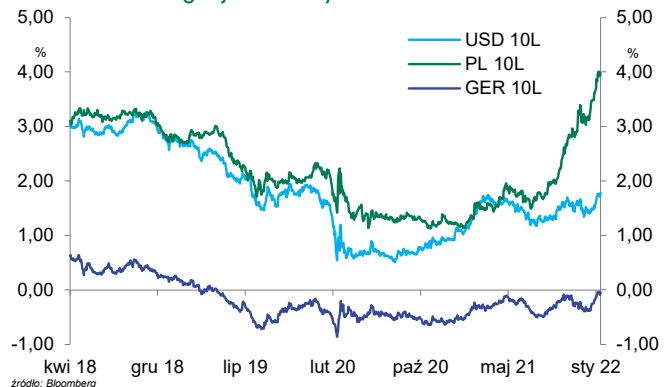
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



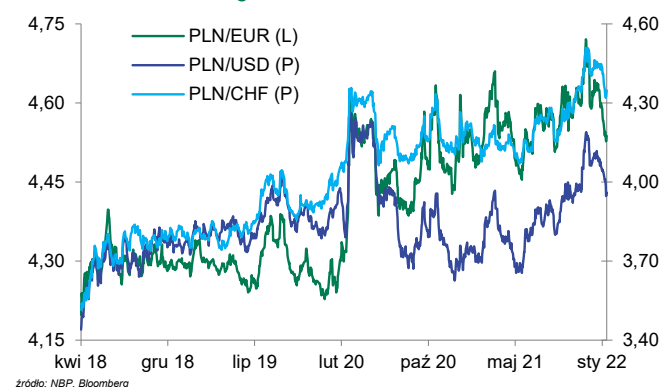
Rentowności obligacji skarbowych



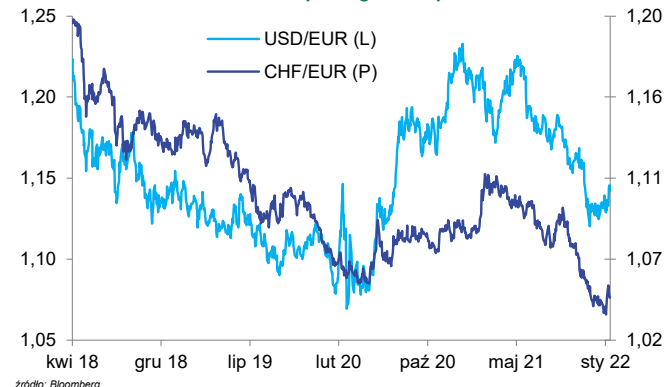
Rentowności obligacji skarbowych



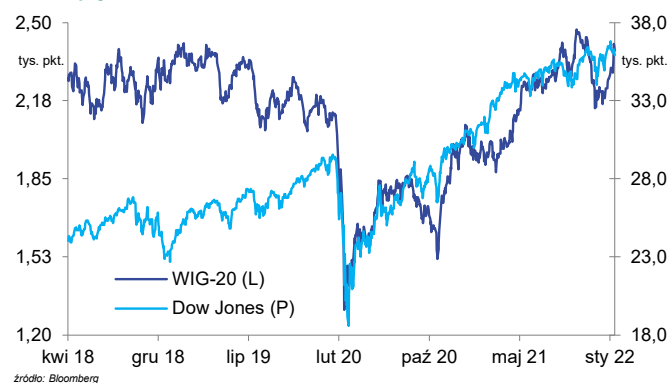
Notowania kursu złotego



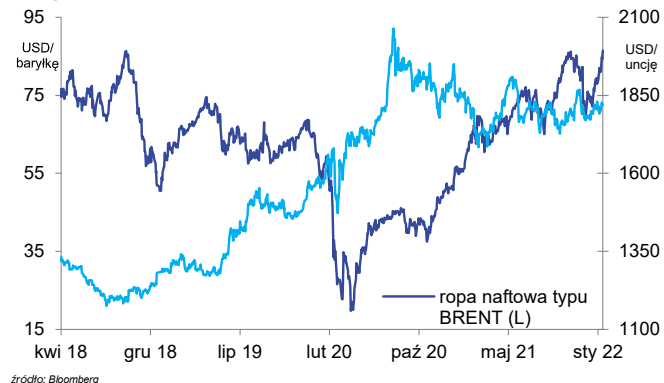
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

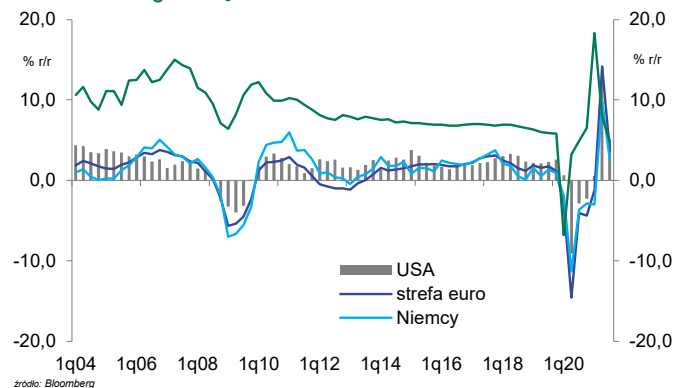


Ceny surowców

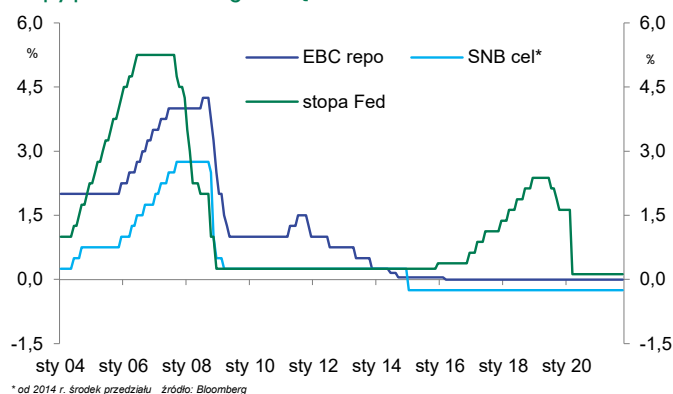


Sfera realna

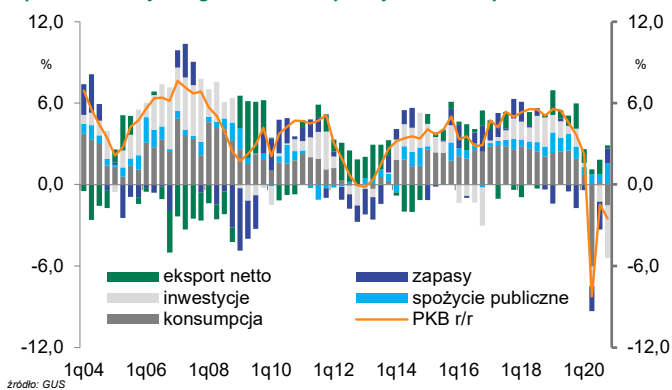
Wzrost PKB za granicą



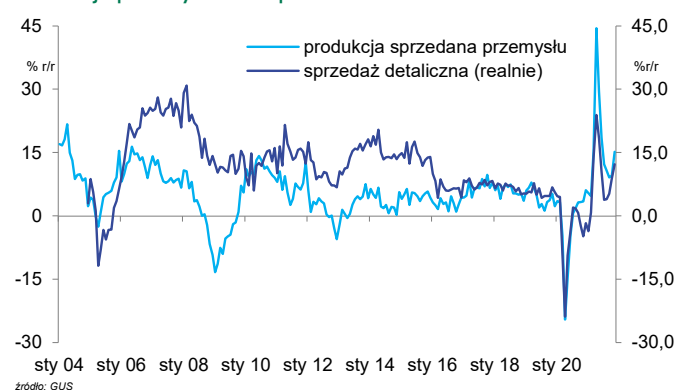
Stopy procentowe za granicą



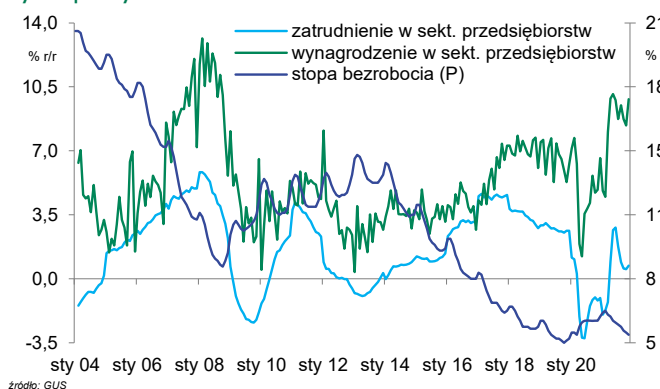
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



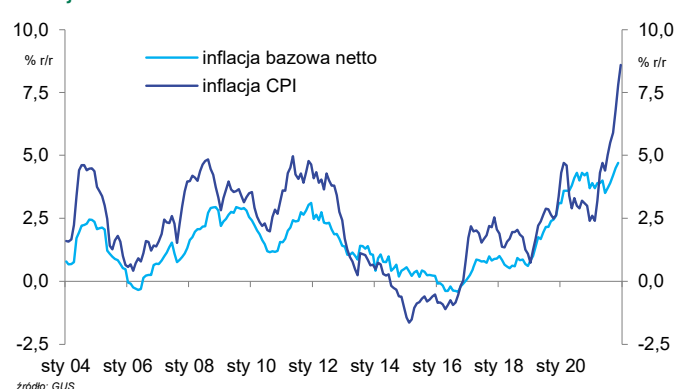
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



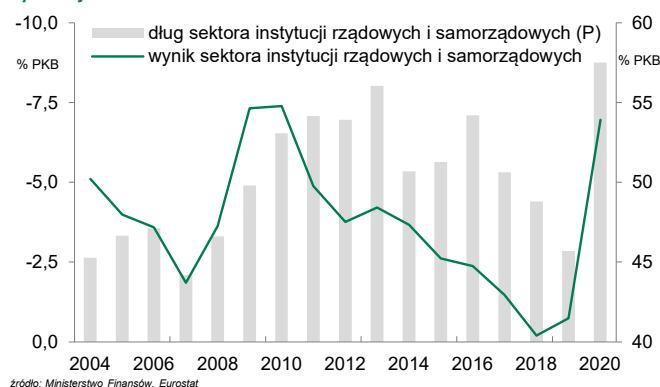
Rynek pracy



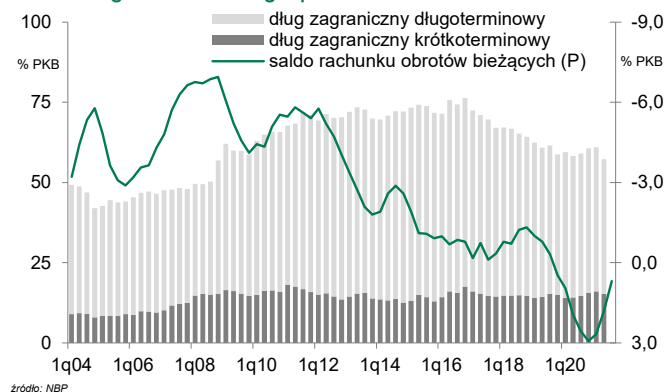
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2021	07.01.2022	14.01.2022	28.02.2022	31.03.2022	30.06.2022
Stopa lombardowa NBP	%	2,25	2,75	2,75	3,75	3,75	3,75
Stopa referencyjna NBP	%	1,75	2,25	2,25	2,75	2,75	2,75
Stopa depozytowa NBP	%	1,25	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
WIBOR 3M	%	2,54	2,63	2,77	2,95	2,90	2,90
Obligacje skarbowe 2L	%	3,33	3,59	3,08	3,20	3,10	3,10
Obligacje skarbowe 5L	%	3,93	4,07	3,84	3,75	3,65	3,50
Obligacje skarbowe 10L	%	3,62	3,95	3,98	3,85	3,75	3,55
PLN/EUR	PLN	4,60	4,56	4,54	4,55	4,55	4,53
PLN/USD	PLN	4,06	4,03	3,96	4,01	4,00	3,97
PLN/CHF	PLN	4,45	4,37	4,35	4,35	4,35	4,33
USD/EUR	USD	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,40	0,60	0,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55
SARON	%	-	-	-	-0,72	-0,72	-0,72
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,51	1,76	1,78	1,70	1,70	1,70
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,19	-0,05	-0,05	-0,10	-0,15	-0,20

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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.