

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

10 stycznia 2022

## Słabsze nastroje na świecie w obawie o silniejsze zaostrenie polityki pieniężnej Fed. RPP podwyższyła stopy o 50 pkt. baz.

- Miniony tydzień przyniósł spadek cen aktywów o wyższym profilu ryzyka na globalnym rynku finansowym. Biorąc jednak pod uwagę układ geograficzny oraz tendencje w innych segmentach rynku wydaje się, że w większym stopniu te spadki wynikają ze wzrostu oczekiwań na zaostrenie polityki pieniężnej Fed niż ze względu na wzrost niepewności sytuacji gospodarczej związanej z sytuacją epidemiczną.
- W pierwszym tygodniu nowego roku globalny indeks giełdowy MSCI spadł się o 1,6%, przyczynił się do tego spadek o 2,3% w USA, nie zmieniła się wartość indeksu MSCI dla strefy euro oraz lekko o 0,3% osłabił się indeks MSCI dla rynków wschodzących.
- Choć w minionym tygodniu wzrost liczby nowych przypadków COVID-19 z powodu rozprzestrzeniania się wariantu Omikron był gigantyczny (kilkukrotnie powyżej dotychczasowych maksimum), to nastroje rynkowe uspokajały równoczesne potwierdzanie się tezy o mniejszej zjadliwości wirusa, oraz informacje o osiągnięciu punktu zwrotnego liczby nowych zachorowań w RPA (pierwsze ognisko mutacji Omikron). W dalszym ciągu mniej uwagi rynkowej przyciągał fakt, że przy tak silnym wzroście zachorowań, nawet mniejszy odsetek chorych potrzebujących hospitalizacji wciąż oznacza ryzyko kumulacji liczby chorych potrzebujących pomocy medycznej.
- Biorąc jednak pod uwagę równoczesny spory wzrost rentowności amerykańskich obligacji oraz mniej niekorzystne nastroje rynkowe w Europie, wydaje się, że ten czynnik nadal nie ma istotnego znaczenia dla inwestorów. W pierwszych dniach stycznia w USA 10-letnie rentowności SPW wzrosły aż o 25 pkt. baz., na co wpłynęła publikacja stenogramów z grudniowego posiedzenia FOMC (bardziej „jastrzębi” wydzwięk dot. potencjalnego rozpoczęcia programu ograniczania wartości bilansu Fed, nie tylko bieżącego zamykania programu jego zwiększania). Dodatkowo, choć liczba nowych etatów w USA w grudniu okazała się niższa wobec oczekiwań rynkowych (blisko 200 tys. wobec oczekiwane 400 tys.), to korekta w górę danych nt. zatrudnienia za poprzednie miesiące, wzrost liczby pracujących (wg ankiety wśród gospodarstw domowych) skutkujący spadkiem stopy bezrobocia do 3,9% r/r oraz silniejsze tempo wzrostu wynagrodzeń dodatkowo wzmocniły oczekiwania rynkowe dalszego zaostrenia polityki pieniężnej w USA.
- W mniejszym stopniu w minionym tygodniu wzrosły rentowności obligacji skarbowych w Niemczech (o 14 pkt. baz.) rosnąc jednak powyżej dotychczasowego maksimum z 2021 r. W mniejszej skali na te zmiany reagował rynek walutowy, na którym podobna skala aprecjacji dolara i euro (ponad 0,2% w ujęciu kursów względem koszyków walut) poskutkowało niewielkimi wahaniami kursu euro wobec dolara powyżej poziomu 1,135 USD/EUR.

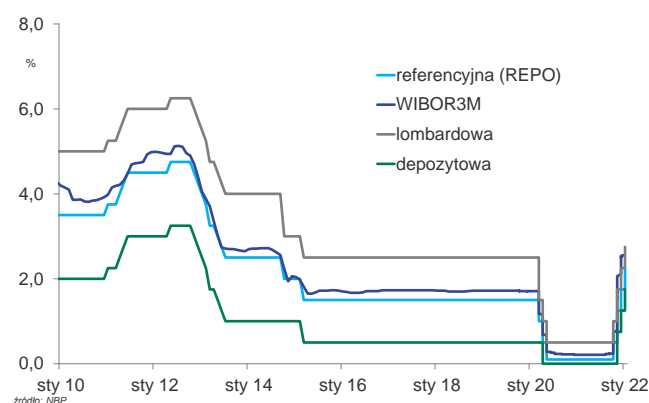
Departament Rynków  
Finansowych i Analiz  
bosbank.analizy@bosbank.pl

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

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

- Wydaje się, że w póki co w niewielkim stopniu pozytywnie na nastroje rynkowe na świecie wpłynęły informacje nie tylko nt. utrzymania solidnej koniunktury gospodarczej w USA (indeksy ISM) oraz wyhamowania spadku indeksów koniunktury w Chinach (PMI), ale także dane dot. już wyraźnego ograniczania w grudniu problemów podaźowych na świecie. W grudniu odnotowano skokowy spadek subindeksu kosztów produkcji w przemyśle w USA (dane ISM) oraz Chinach (dane PMI). Gdyby nie ryzyka związane z ponownymi ostrymi obostrzeniami w Chinach, tam gdzie wykrywana jest mutacja wirusa Omikron, można by wskazywać na materializowanie się scenariusza wygasania problemów podaźowych i kosztowych w światowym przemyśle.
- Lepsze nastroje rynkowe w Europie pomagały części krajowych aktywów, w tym odreagowaniu krajowej giełdy (wzrost indeksu WIG o 2,2%) oraz aprecjacji kursu złotego o 1,0% do koszyka walut, w tym głębiej poniżej 4,60 PLN/EUR.
- Z początkiem roku przy kumulacji efektów zewnętrznych (wzrost rentowności na rynkach bazowych) oraz krajowych (silne oczekiwania inwestorów co do znaczącej skali dalszych podwyżek stóp procentowych w Polsce) silnie obniżyły się natomiast ceny krajowych obligacji skarbowych. Rentowności obligacji na długim końcu wzrosły o 33 pkt. baz. blisko 4,0%, rentowności obligacji 2-letnich do blisko 3,60%.
- W minionym tygodniu, zgodnie z niemal powszechnymi oczekiwaniami, RPP podwyższyła stopy procentowe o 50 pkt. baz. w tym stopę referencyjną NBP do 2,25%, utrzymując praktycznie niezmienną treść komunikatu po posiedzeniu. Jednocześnie inwestorzy nie zareagowali na mniej „jastrzębią” niż przed miesiącem retorykę prezesa NBP Adama Głapińskiego. Jakkolwiek prezes powiedział, że będzie rekomendował radzie dalsze zaostrzenie stóp w dotychczasowej skali (tj. 50 pkt. baz.), to inaczej niż przed miesiącem pojawiły się wątki: - oceny prezesa dot. bezpiecznej skali podwyżek stóp do ok. 3,0%, - głosów wśród członków Rady o ryzyku zbyt raptownego zacieśniania polityki monetarnej, - silniej podkreślane wątki dot. stabilizowania wzrostu gospodarczego oraz utrzymania niskiego bezrobocia. Tym samym, choć ryzyka dla prognoz inflacyjnych oraz ścieżki stóp procentowych są bardzo wysokie, nie mamy podstaw do korekty naszej prognozy wzrostu stóp do 2,75% w 2022 r.

Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



Wskaźnik inflacji CPI i inflacja bazowa



- Jednocześnie publikacja wyższego wskaźnika [grudniowej inflacji CPI](#), który wzrósł do 8,6% r/r wobec oczekiwań wzrostu do 8,3% wpływa na korektę terminu najbliższej podwyżki stóp na najbliższe posiedzenie Rady w lutym.
- W grudniu do wzrostu wskaźnika CPI w ujęciu rok do roku przyczyniła się większość podstawowych kategorii cen dóbr i usług, z wyjątkiem paliw. W szczególności silnie oddziaływał wzrost cen żywności i inflacji bazowej, która według naszych szacunków wzrosła do 5,2% r/r.
- Oczekujemy, że na najbliższym posiedzeniu RPP podwyższy stopy o kolejne 50 pkt. baz. i zakładamy, że przy marcowej projekcji NBP spadku inflacji CPI pod koniec 2023 r. w kierunku 3,5% r/r będzie silniej zmieniać retorykę w kierunku postawy *wait-and-see*. Taką decyzję może także ułatwiać zapowiedziana przez rząd decyzja o obniżeniu od lutego podatku VAT na paliwa, dodatkowo obniżająca średnioroczny wskaźnik CPI w 2022 r. o 0,4 pkt. proc.
- Poza standardowo już opisywanym ryzykiem związanym z inflacją (skalą jej bieżącego wzrostu, a jednocześnie skalą działań rządu nakierowanych na jej obniżenie) należy także pamiętać o ryzykach związanych z sytuacją epidemiczną w kraju. Jakkolwiek bieżące statystyki (7-dniowa średnia zachorowań na poziomie ok. 12 tys., spadek liczby osób hospitalizowanych) mogłyby uspokajać w dotychczasowych warunkach, to jeżeli w kolejnych tygodniach mutacja Omikron zacznie dynamicznie rozprzestrzeniać się, może bardzo szybko zmienić retorykę dot. wydolności służby zdrowia, a przy wysokim punkcie startowym liczby osób hospitalizowanych nie można całkowicie wykluczać nagłych zmian decyzji co do potencjalnych restrykcji, co mogłoby z kolei odsunąć w czasie moment kolejnej podwyżki stóp w Polsce.
- Jakkolwiek w krótkim okresie kluczowe dla nastrojów rynkowych na świecie będą dane inflacyjne (w szczególności publikowane w bieżącym tygodniu dane dot. grudniowej inflacji CPI w USA), to w średnim okresie nie można całkowicie zamknąć wątku niepewności związanej z sytuacją epidemiczną. W USA w ostatnich dwóch tygodniach liczba hospitalizacji podwoiła się, co przy bardzo wysokich liczbach zachorowań w Europie i utrzymaniu dotychczasowej bardzo ostrej polityki Chin w zakresie przeciwdziałania pandemii przekłada się na wysoką niepewność co do wpływu sytuacji epidemicznej zarówno na popyt w światowej gospodarce jak i podaż surowców i komponentów produkcji.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wynik na rachunku obrotów bieżących (13 stycznia)**

Oczekujemy, że w listopadzie deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się do 1,038 mld EUR z 1,791 mld EUR w październiku. W listopadzie oczekujemy sezonowego spadku deficytu w handlu zagranicznym oraz dochodach pierwotnych (niższe rozchody z tytułu dywidend i reinwestowanych zysków). W listopadzie oczekujemy przyspieszenia dynamik składowych handlu zagranicznego (eksportu i importu) przy wyraźnym ożywieniu aktywności w przemyśle w listopadzie, w tym wzroście produkcji w motoryzacji. Przy założeniu listopadowej prognozy oczekujemy wzrostu 12-miesięcznego deficytu do 0,6% PKB z 0,2% po październiku.

- **Wskaźnik inflacji CPI w grudniu – szacunek ostateczny (14 stycznia)**

Prognozujemy, że w grudniu wskaźnik inflacji CPI ukształtował się na poziomie 8,6% r/r, tj. zgodnie z szacunkiem *flash* GUS. Według naszych szacunków w grudniu do wzrostu wskaźnika CPI w ujęciu rok do roku przyczyniła się większość podstawowych kategorii cen dóbr i usług, z wyjątkiem paliw. W grudniu wskaźnik roczny CPI wzrósł o 0,8 pkt. proc., z czego za 0,6 pkt. proc. odpowiadał wzrost cen żywności; za 0,3 pkt. proc. inflacja bazowa, a za ponad 0,1 pkt. proc. nośniki energii. Jednocześnie w związku z obniżeniem dynamiki rocznej cen paliw (efekt wyhamowania miesięcznego wzrostu cen w grudniu 2021 r., przy wysokim wzroście cen w grudniu 2020 r. – tj. wysokiej bazie odniesienia sprzed roku) paliwa obniżyły grudniowy wskaźnik CPI o 0,2 pkt. proc. ). Natomiast jeśli GUS uwzględni w ostatecznym szacunku niższe ceny paliw z III dekady grudnia, to wskaźnik inflacji powinien obniżyć się do 8,5%.

Na podstawie szacunkowych danych GUS szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej wzrósł w grudniu do 5,2% r/r zgodnie z naszą prognozą wobec 4,7% w listopadzie. Jest to najwyższy poziom inflacji bazowej od 2021 r. (publikacja 17.01).

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 12 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:30	CHN	Inflacja CPI, grudzień	2,3% r/r	1,7% r/r	-
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa, listopad	1,1% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Inflacja CPI, grudzień	6,8% r/r	7,0% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy, grudzień	4,9% r/r	5,4% r/r	-
czwartek 13 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących, listopad	-1791 mln EUR	-1400 mln EUR	-1038 mln EUR
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 8.01	207 tys.	200 tys.	-
piątek 14 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	CHN	Eksport / import, grudzień	22,0% r/r / 31,7% r/r	20,0% r/r / 27,9% r/r	-
10:00	PL	Inflacja CPI, grudzień (ost.)	8,6% r/r (wst.)	-	8,6% r/r
14:30	US	Sprzedaż detaliczna, grudzień	0,3% m/m	0,2% m/m	-
15:15	US	Produkcja przemysłowa, grudzień	0,5% m/m	0,2% m/m	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, styczeń (wst.)	70,6 pkt.	70,0 pkt.	-
poniedziałek 17 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Wzrost PKB, IV kw.	4,9% r/r	3,6% r/r	-
03:00	CHN	Produkcja przemysłowa, grudzień	3,8% r/r	3,7% r/r	-
03:00	CHN	Sprzedaż detaliczna, grudzień	3,9% r/r	3,8% r/r	-
03:00	CHN	Nakłady inwestycyjne, styczeń – grudzień	5,2% r/r	4,8% r/r	-
14:00	PL	Wskaźnik inflacji bazowej CPI, grudzień	4,7% r/r	-	5,2% r/r

\* mediana ankiety Bloomberg'a dla danych nt. polskiej gospodarki

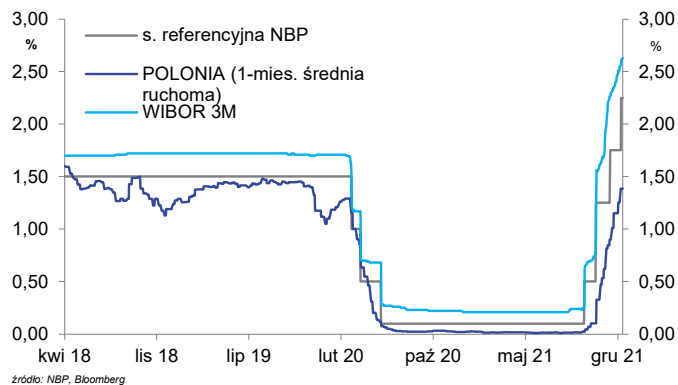
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

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	-1791 mln EUR		-1038 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	grudzień	14.01	8,6% r/r (wst.)		8,5% r/r
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	grudzień	17.01	4,7% r/r		5,2% 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%

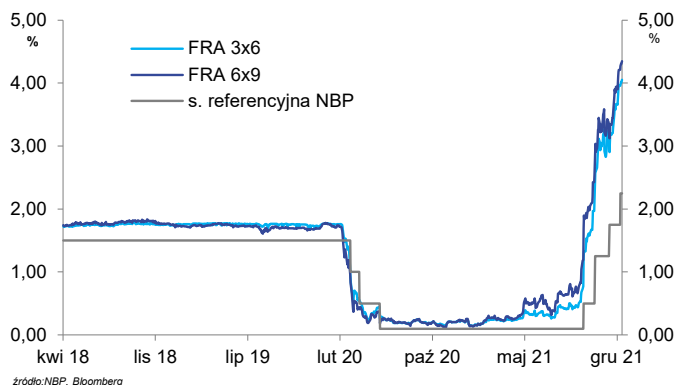
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	grudzień	3.01	49,9 pkt.	50,9 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	grudzień	3.01	61,1 pkt.	58,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	grudzień	6.01	52,1 pkt.	53,1 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		3,6% 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

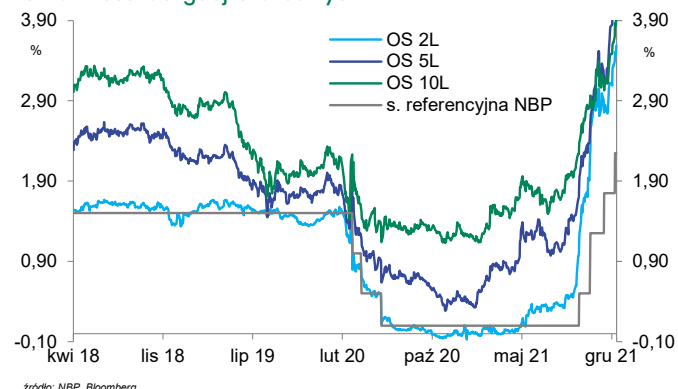
### Krajowe stopy procentowe



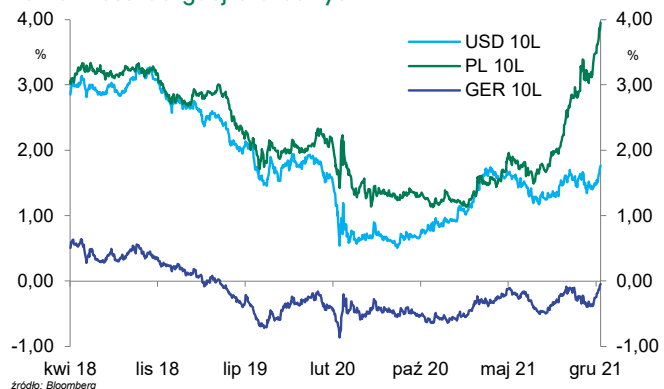
### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



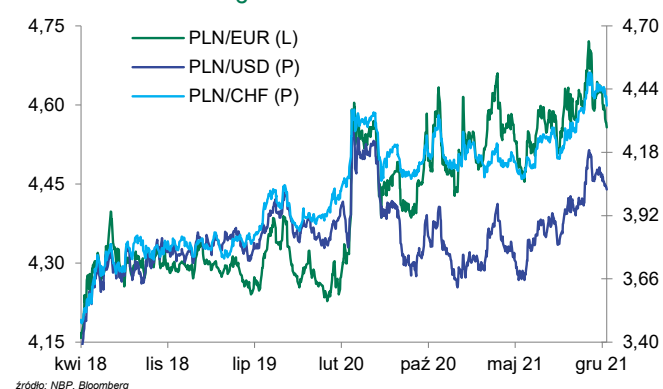
### Rentowności obligacji skarbowych



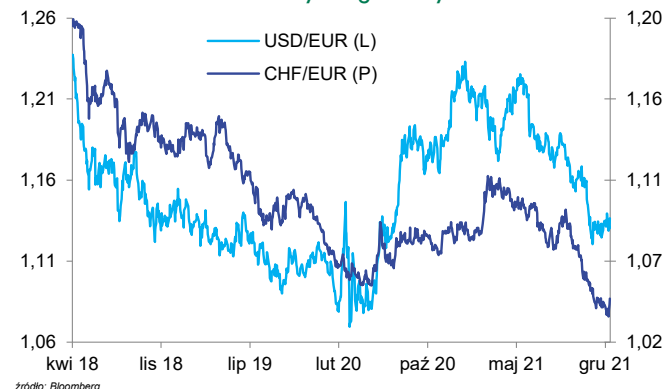
### Rentowności obligacji skarbowych



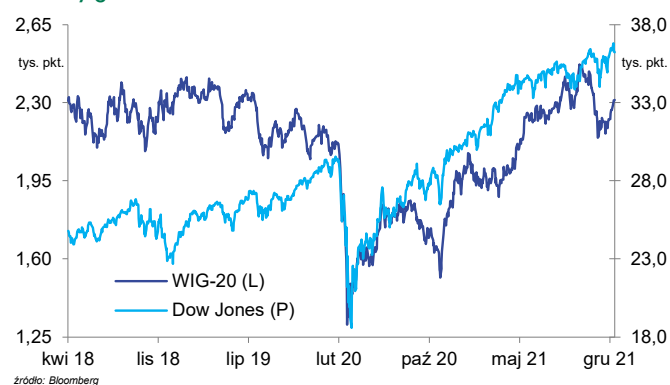
### Notowania kursu złotego



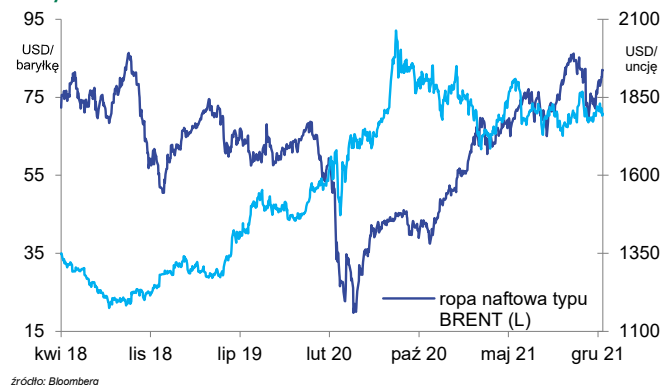
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

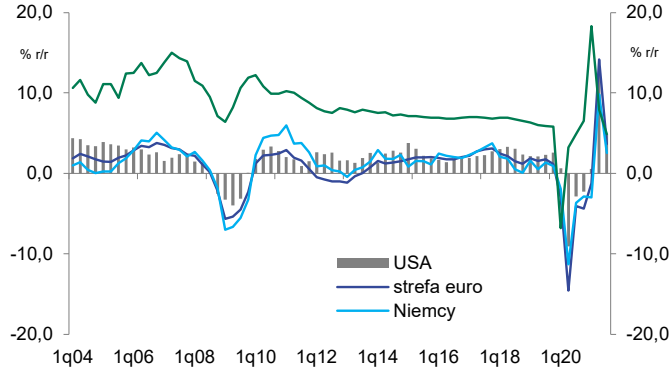


### Ceny surowców

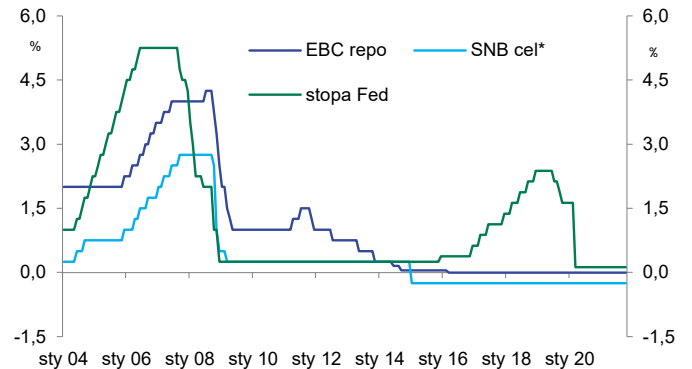


## Sfera realna

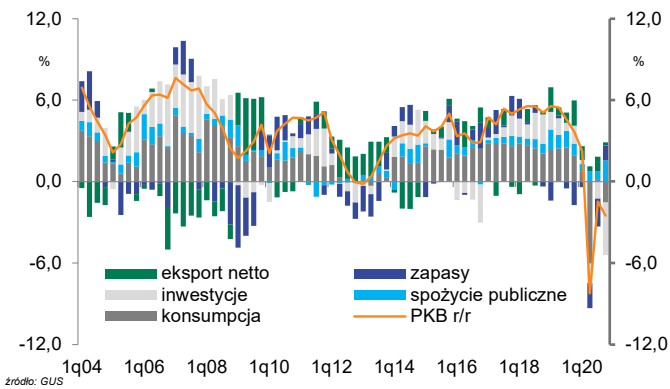
### Wzrost PKB za granicą



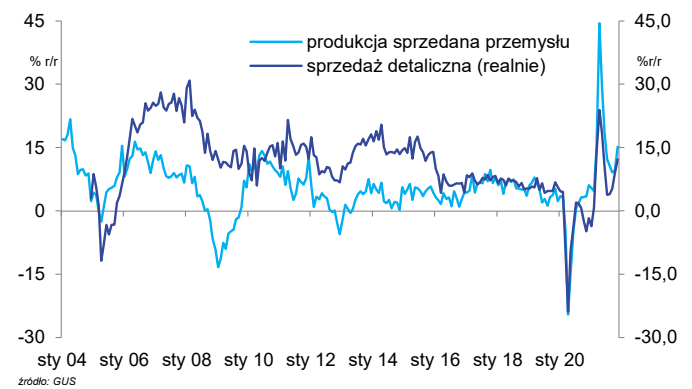
### Stopy procentowe za granicą



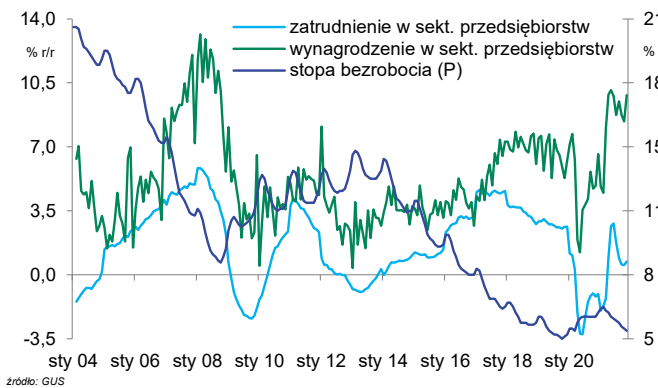
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



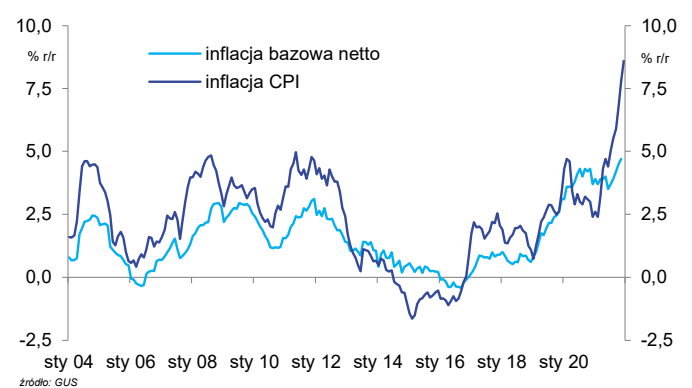
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



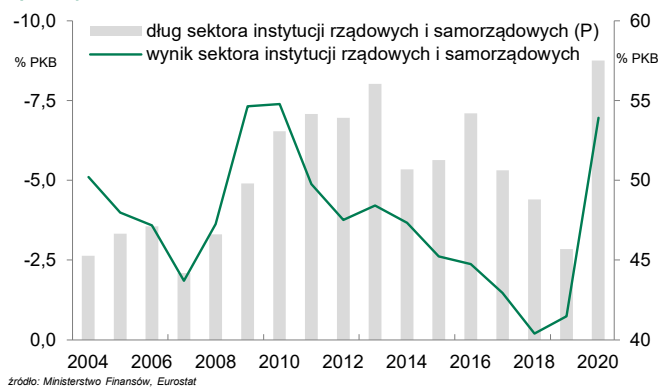
### Rynek pracy



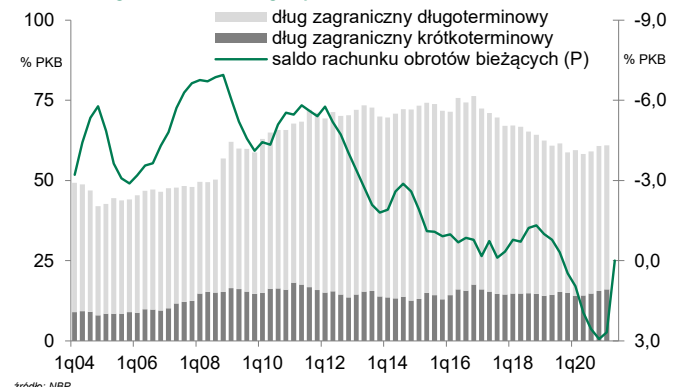
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.12.2021	31.12.2021	07.01.2022	31.01.2022	28.02.2022	31.03.2022
Stopa lombardowa NBP	%	2,25	2,25	2,75	2,75	3,75	3,75
Stopa referencyjna NBP	%	1,75	1,75	2,25	2,25	2,75	2,75
Stopa depozytowa NBP	%	1,25	1,25	1,75	1,50	1,75	1,75
WIBOR 3M	%	2,54	2,54	2,63	2,65	2,90	2,90
Obligacje skarbowe 2L	%	3,33	3,33	3,59	3,60	3,60	3,50
Obligacje skarbowe 5L	%	3,93	3,93	4,07	4,00	3,95	3,90
Obligacje skarbowe 10L	%	3,62	3,62	3,95	3,85	3,80	3,70
PLN/EUR	PLN	4,60	4,60	4,56	4,55	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	4,06	4,06	4,03	4,01	4,01	3,99
PLN/CHF	PLN	4,45	4,45	4,37	4,35	4,35	4,35
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	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,20	0,20	0,20
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	1,51	1,76	1,70	1,70	1,70
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,19	-0,19	-0,05	-0,10	-0,10	-0,15

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.