

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

19 kwietnia 2021

## Pomimo spadku globalnej awersji do ryzyka ograniczenie presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych.

Miniony tydzień przyniósł dalszą poprawę nastrojów na globalnym rynku finansowym w warunkach stabilizujących się perspektyw epidemicznych w krajach rozwiniętych oraz publikacji bardzo dobrych danych ze sfery realnej USA. Perspektywy solidnego ożywienia aktywności globalnej nie zmieniają także nieco słabsze od oczekiwań wyniki gospodarki chińskiej.

Pomimo lepszych nastrojów w kolejnym tygodniu obniżyły się rentowności obligacji skarbowych w USA, co może wskazywać na pierwsze sygnały korekty wcześniejszych trendów rynkowych stymulowanych przez oczekiwania na reflację.

Opublikowany w minionym tygodniu wskaźnik CPI w USA okazał się minimalnie wyższy od oczekiwań, niemniej struktura danych wskazuje na dominujący efekt niskiej bazy odniesienia, a nie szeroki wzrost cen w gospodarce.

Marcowe dane dot. krajowej inflacji wskazują na wyższy poziom inflacji bazowej i indeksu CPI, wobec dotychczasowych prognoz, niemniej nie zmieniają naszej prognozy wyraźniejszego spadku inflacji poniżej 3,0% r/r w II połowie roku.

Na bieżący tydzień zaplanowane jest posiedzenie rady EBC, niemniej zakładając utrzymanie stabilnych parametrów polityki pieniężnej oraz retorykę rady nie sądzimy, aby miało ono silniejszy wpływ na sytuację rynkową. Z pewnością ważniejsze będą publikacje kwietniowych wskaźników koniunktury gospodarczej PMI ze strefy euro.

Na bieżący tydzień zaplanowana jest seria publikacji marcowych danych ze sfery realnej polskiej gospodarki. Przy bardzo niskich bazach odniesienia oczekujemy silnej poprawy wszystkich wskaźników, najsilniejszej produkcji przemysłowej.

Publikacje danych, zarówno ze sfery realnej, jak i inflacyjnych, pozostaną kluczowe dla sytuacji rynkowej globalnie zakładając stabilizowanie się sytuacji epidemicznej.

## Stabilna sytuacja epidemiczna w USA i Europie, wciąż wzrost zakażeń na wielu rynkach wschodzących

- W skali globalnej dzienna liczba nowych przypadków COVID-19 wzrosła w minionym tygodniu do najwyższego poziomu od początku pandemii, niemniej w decydującej mierze te statystyki w głównej mierze dotyczą rynków wschodzących – gł. Ameryki Południowej i Indii, przy wciąż zdecydowanie niskich liczbach nowych przypadków w USA oraz niższych wobec jesieni przypadków dla Europy. W samej Europie sytuacja wyraźnie poprawiała się w Europie Środkowej – której kulminacja 3 fali przypadła na II poł. marca, jednocześnie pogorszyła się nieco np. we Francji i w Niemczech, gdzie w ostatnich tygodniach sytuacja epidemiczna była dużo spokojniejsza.
- Najprawdopodobniej ograniczona reakcja rynkowa na brak wyraźnej poprawy sytuacji epidemicznej w Europie oraz pogorszenie w wielu regionach wynika z wyraźnego przyspieszenia tempa szczepień w krajach rozwiniętych, głównie USA. Choć liczba wykonanych szczepień w krajach UE wciąż pozostaje wyraźnie niższa

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

niż w USA czy Wielkiej Brytanii, to jednak dynamika szczepień wyraźnie przyspieszyła, co wzmacnia nadzieje na luzowanie w trakcie II kw. restrykcji gospodarczych. Zgodnie z tym kierunkiem w minionym tygodniu ponownie raczej przeważały informacje co do pewnego poluzowania restrykcji.

- W minionym tygodniu można mówić już o zmianie trendu w sytuacji epidemicznej, w Polsce przy ponownych spadkach liczby dodatnich wyników testów na COVID-19, bardzo silnym spadku (w ujęciu zmian tyg/tyg) liczby wykonywanych testów (co oznacza mniejszą liczbę osób z objawami COVID lub/i z kontaktu) oraz testów zleconych przez lekarzy POZ. Z dotychczasowego maksymalnego poziomu silnie obniżona została liczba osób hospitalizowanych, niemniej w dalszym ciągu ta liczba utrzymuje się powyżej 30 tys., wzrosła także liczba wykorzystanych respiratorów. Pod koniec tygodnia minister zdrowia Adam Niedzielski powiedział, że współczynnik R (transmisji zakażeń) obniżył się poniżej 1, co oznacza ograniczanie epidemii.

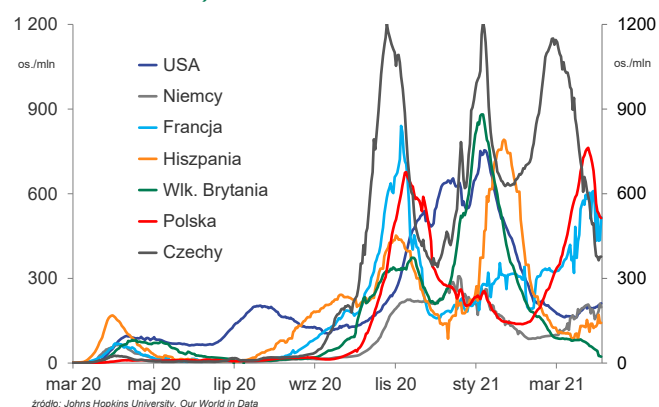
- Jednak wciąż wysoka skala hospitalizacji i obciążenia służby zdrowia skutkowałą decyzją o wydłużeniu o 1 tydzień dotychczasowych restrykcji gospodarczych w kraju, poza otwarciem od 19.04 przedszkoli i żłobków oraz umożliwieniem uprawiania sportu na świeżym powietrzu. Jednocześnie jednak na dłużej wydłużono restrykcje dla hoteli i pensjonatów, wskazując, że pozostaną one zamknięte do 3.05. Te informacje przekładają się na wzrost ryzyka dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r. (+3,6% r/r), gdyż zakładaliśmy częściowe odmrażanie aktywności od połowy kwietnia. Z dokładniejszymi szacunkami wstrzymujemy się jeszcze do czasu publikacji marcowych danych z gospodarki krajowej oraz informacji z bieżącego tygodnia dot. decyzji administracyjnych.

- W minionym tygodniu wykonano w Polsce 1,2 mln szczepień, w rezultacie wg danych na 18.04 liczba zaszczepionych przynajmniej jedną dawką osób wzrosła do 6,6 mln (17,3% populacji), z kolei dwiema dawkami 2,3 mln (6,0% populacji).

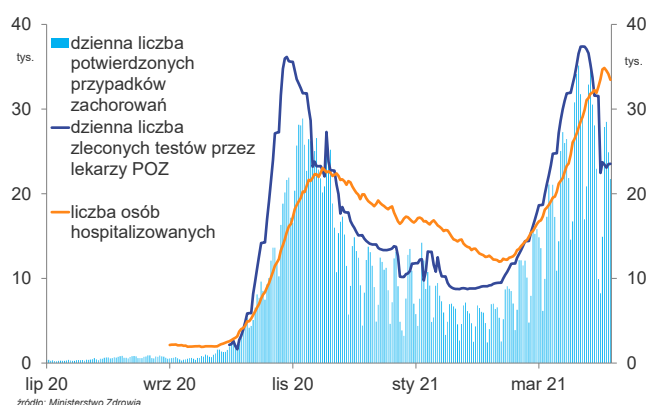
### Bardzo dobre dane gospodarcze z USA, lekkie rozczarowanie danymi z Chin, ograniczony wzrost marcowej inflacji w USA

- Publikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne z gospodarki globalnej potwierdziły ocenę bardzo korzystnej koniunktury gospodarczej w USA i póki co brak silnego wzrostu presji popytowej. Z drugiej strony dane z chińskiej gospodarki zaskoczyły nieco *in minus*, wobec optymistycznych oczekiwań formułowanych w tygodniach minionych.

Stabilna sytuacja epidemiczna w USA i Europie (średnia 7-dn. na 1 mln mieszkańców)

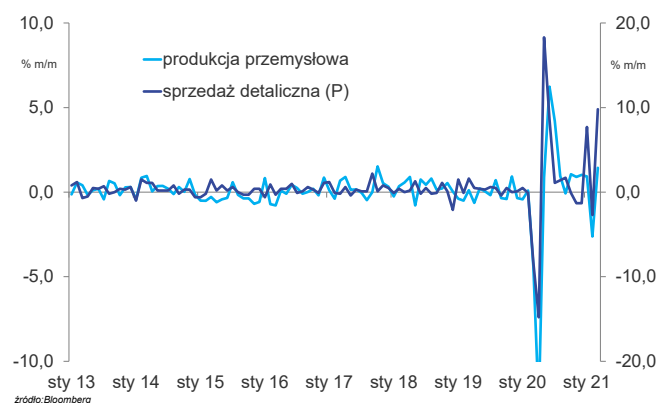


W minionym tygodniu silniejsza poprawa sytuacji epidemicznej, choć poziom hospitalizacji wciąż niebezpiecznie wysoki

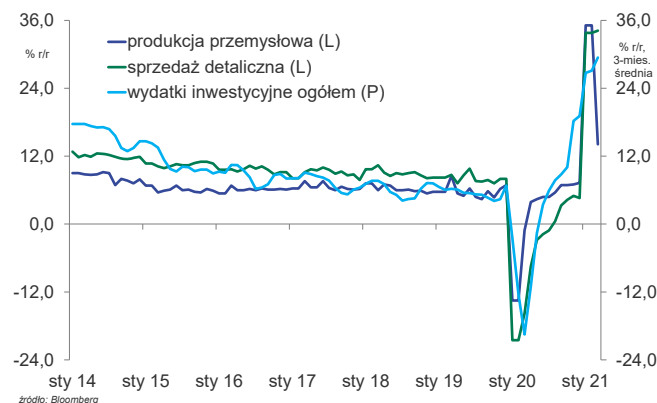


- Sprzedaż detaliczna w USA w marcu wzrosła aż o 9,8% m/m, solidnie przewyższając oczekiwania rynkowe. Oczywiście, w decydującym stopniu te wzrosty były efektem uruchomienia już w marcu wypłat transferów dla gospodarstw domowych w ramach pakietu fiskalnego administracji Bidena (skala wsparcia blisko dwukrotnie wyższa wobec pakietu fiskalnego z przełomu roku). Jednocześnie jednak czynnikiem silnie wspierającym wyniki sprzedaży było także ożywienie mobilności gospodarstw domowych w warunkach wyraźnej poprawy sytuacji epidemicznej, być może dodatkowo te wydatki wspierało odciążenie w części regionów bardzo trudnych warunków atmosferycznych (wpływających na aktywność i mobilność) w lutym. Na pozytywny efekt odmrażania gospodarki wskazują także bardzo dobre tygodniowe dane z rynku pracy. Liczba nowych bezrobotnych w USA w połowie kwietnia obniżyła się do ponad 500 tys., do najniższego od marca 2020 r. poziomu. Po kilku tygodniach braku spadków tego indeksu w marcu, bieżące dane wskazują na prawdopodobny efekt opóźnień (także związanych z warunkami atmosferycznymi) lub są reakcją na solidny wzrost popytu konsumpcyjnego w gospodarce amerykańskiej.
- W marcu odnotowano w USA skokowy wzrost inflacji CPI do 2,6% r/r oraz inflacji bazowej do 1,6% r/r (minimalnie powyżej oczekiwań). Jednocześnie jednak struktura danych (także inflacji bazowej) wskazuje na dominujący dla tego wzrostu efekt bazy odniesienia (zróznicowanie w poszczególnych kategoriach indeksu inflacji), nie zaś na szeroki efekt wzrostu presji cenowej w warunkach odradzającego się wzrostu gospodarczego.
- W marcu negatywnie zaskoczyły natomiast dane dot. produkcji przemysłowej w USA. Choć odnotowano wzrost aktywności, to w zdecydowanie mniejszej skali wobec spadków lutowych. Struktura danych jak również zaskakująco słabe wyniki w kontekście świetnych odczytów wskaźników koniunktury w przemyśle amerykańskim, może wskazywać jednak na utrzymujący się jeszcze w marcu negatywny wpływ problemów atmosferycznych w części USA (paraliżujących dostawy prądu i aktywność sektora przemysłowego), nie natomiast oznaki pogorszenia koniunktury. Do weryfikacji tej tezy kluczowe będą jednak dane kwietniowe zarówno dot. wskaźników koniunktury jak i samej produkcji.
- Mniej jednorazowych efektów można wskazać natomiast w przypadku lekko negatywnej niespodzianki w zakresie danych z chińskiej gospodarki.

**Luzowanie fiskalne oraz poprawa sytuacji epidemicznej podbiły marcowe wyniki sprzedaży detalicznej w USA**



**Dane z Chin pod dominującym wpływem efektów bazy, skala poprawy nieco mniejsza od oczekiwań**

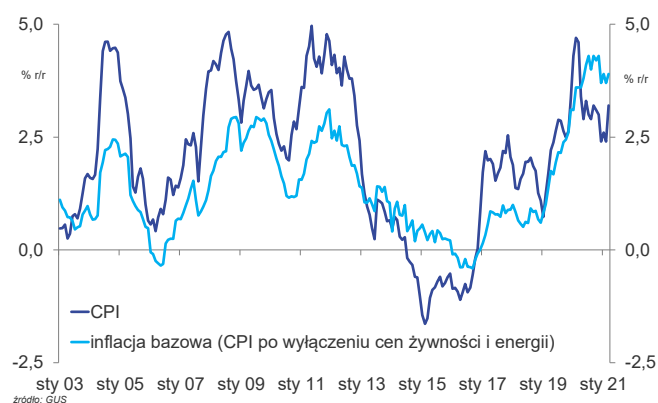


- Wzrost PKB w I kw. br. wyniósł 18,3% r/r, wobec 6,5% r/r w IV kw. w warunkach gwałtownego spadku bazy odniesienia (kumulacja epidemii w Chinach z początkiem 2020 r.). Choć opublikowane dane okazały się zbliżone do oczekiwań, przy korekcie w górę wskaźników gospodarczych w II poł. roku – gł. w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości – implikują one wyhamowanie kwartalnego tempa wzrostu aktywności. W marcu dynamika produkcji przemysłowej także z tytułu efektów bazy ukształtowała się na wysokim poziomie 14,1% r/r, niemniej wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych, co łącznie z nieco słabszym marcowym eksportem oraz słabszymi nakładami inwestycyjnymi w przetwórstwie przemysłowym nieco zaskakuje w kontekście pozytywnych tendencji w globalnym sektorze przemysłowym. Lepsze (zgodnie z oczekiwaniami) wyniki notowano natomiast w zakresie sprzedaży detalicznej, wskaźników aktywności w usługach oraz imporcie, co wskazuje na póki co stabilną, poprawiającą się konsumpcję prywatną. Dla podtrzymania tych tendencji kluczowa będzie jednak dalsza poprawa na rynku pracy.

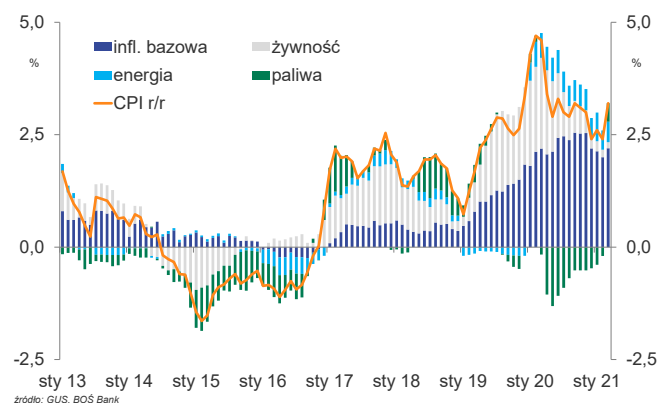
### Krajowe marcowe dane inflacyjne wskazują na wyższy wzrost cen w I poł. roku, nie zmieniają prognoz spadku inflacji w II połowie roku

- Według ostatecznego szacunku GUS w marcu wskaźnik inflacji CPI wzrósł do 3,2% r/r tj. tyle samo co we wstępnym szacunku flash oraz wobec 2,4% r/r w lutym.
- Zgodnie ze wstępnymi danymi w marcu wyraźny wzrost wskaźnika CPI był głównie efektem skokowego wzrostu cen paliw. Dodatkowym czynnikiem, który przyczynił się do wzrostu inflacji w marcu był wzrost inflacji bazowej do 3,9% r/r z 3,7% r/r w lutym.
- Analiza opublikowanych danych wskazuje, że marcowy wzrost inflacji bazowej wynika z kilku czynników, najważniejsze z nich to: - wyraźnie silniejszy od wzoru sezonowego wzrostu cen odzieży i obuwni (ponad 4% m/m); - wzrost cen usług związanych z łącznością (2,6% m/m); - wzrost opłat za telewizję (blisko 5% m/m). Choć w świetle tych danych trudno argumentować, że marcowy wzrost inflacji bazowej był efektem jednorazowego efektu, który zostanie odwrócony w kolejnych miesiącach, to także w naszej ocenie wyniki te nie wskazują na efekt silnego popytu „rozlewającego się” na szeroki wachlarz dóbr i usług. Choć wzrost cen łączności i opłat za TV wskazuje na „pandemiczny” kierunek wzrostu cen usług (silny popyt w warunkach pandemii), niemniej historyczne dane wskazują na wysoką zmienność cen tych kategorii z miesiąca na miesiąc.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Wpływ głównych kategorii cen na inflację

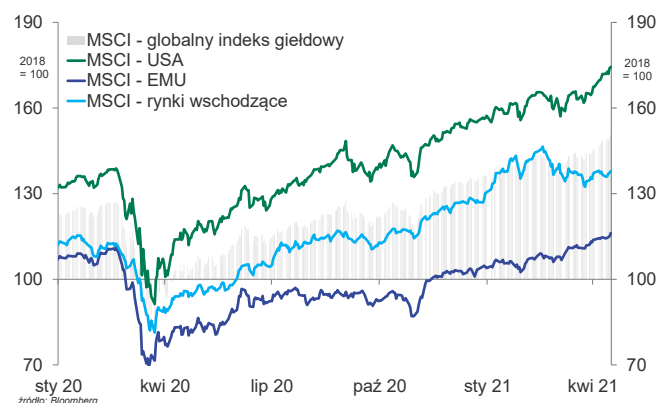


- Jednocześnie silny marcowy wzrost cen odzieży i obuwia w naszej ocenie jest efektem przesunięć zmian cen między miesiącami (oczekujemy, że w kwietniu skala wzrostu będzie wyraźnie niższa niż wzór sezonowy z poprzednich lat) niż początkiem trendu wzrostowego cen odzieży.
- Jednocześnie, należy zwrócić uwagę na kilka obszarów, gdzie wzrost cen z obszaru inflacji jest umiarkowany lub wyraźnie wyhamował: - pomimo marcowego osłabienia kursu złotego staniały dobra związane z szeroko rozumianym wyposażeniem mieszkania (RTV i AGD, elektronika), co łącznie ze stabilizacją cen mebli może wskazywać na silną konkurencję na rynkach tych dóbr, przy umiarkowanym popycie; - wyhamował wzrost cen w restauracjach i hotelach (gdzie w 2020 r. miały miejsce nieoczekiwane silne wzrosty cen), wolniej rośnie też dynamika cen w obszarze zdrowia.
- Podsumowując, jakkolwiek inflacja bazowa utrzymuje się na poziomach, które trudno uznać za komfortowe (okolice 4%), to wciąż marcowe dane nie dają naszym zdaniem jednoznacznych przesłanek do podważenia naszego bazowego założenia na 2021 r. o wyraźnym spadku inflacji bazowej w trakcie roku. Ten efekt oraz wyhamowanie dynamiki cen paliw (wzrost bazy odniesienia w trakcie roku) jest przesłanką dla naszej prognozy spadku inflacji CPI poniżej 3,0% r/r w II poł. br., przy możliwym jej wzroście w kolejnych miesiącach powyżej 3,5% r/r. Bardzo niskie bazy odniesienia dla dynamiki cen paliw oraz kolejne podwyżki opłat za odbiór nieczystości będą w II kw. jeszcze podbijać wskaźnik inflacji.

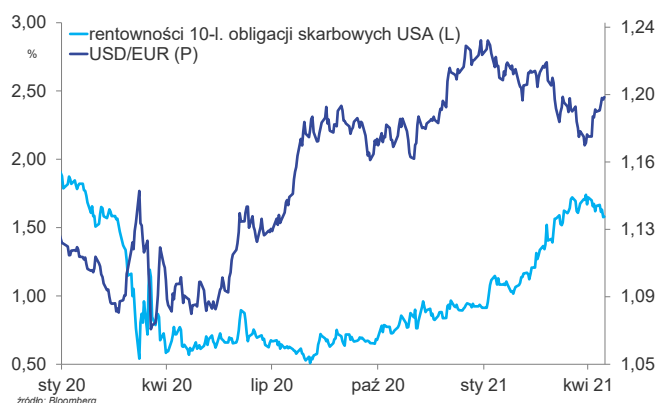
### Spadek globalnej awersji do ryzyka, kolejny tydzień spadku rentowności obligacji skarbowych

- Publikacje korzystnych danych makroekonomicznych oraz nadzieje na silniejsze ożywienie gospodarcze wraz z dalszymi postępami procesu szczepień cały czas wspierały w minionym tygodniu nastroje rynkowe. Globalny indeks giełdowy MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 1,2%, rosnąc w zbliżonym tempie w USA (1,4%), w strefie euro (1,2%) oraz na rynkach wschodzących (1,0% dla syntetycznego indeksu MSCI EM).
- Pomimo tych tendencji, jak również ponownego wzrostu w minionym tygodniu cen ropy naftowej (w kierunku 66 USD/baryłkę dla ropy BRENT) w minionym tygodniu ponownie obniżyły się rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności 10-letnich papierów w USA obniżyły się o 8 pkt. baz. do 1,58%, silniej oddalając się od dotychczasowego lokalnego maksimum ponad 1,70%.

#### Na globalnym rynku akcji kontynuacja wzrostów...



#### ...przy dalszym spadku rentowności obligacji skarbowych w USA oraz osłabieniu dolara

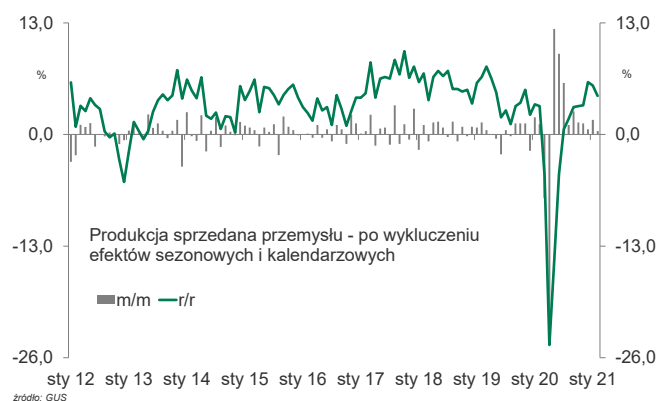


- W mniejszym stopniu o 2 pkt. baz. obniżyły się rentowności obligacji w Niemczech, które jednak wcześniej notowały mniejsze wzrosty, w rezultacie od kilku tygodni rentowności 10-letnich niemieckich papierów wahają się w okolicach -0,30%.
- Przy generalnym spadku globalnej awersji do ryzyka wydaje się, że bieżące spadki rentowności są wynikiem korekty oczekiwań rynkowych dot. polityki pieniężnej banków centralnych głównie Fed. Być może oczekiwana solidna poprawa sytuacji gospodarczej oraz wzrost inflacji w kolejnych miesiącach „jest już w cenach”, a trwalsze i silniejsze wzrosty rentowności wymagają większego przekonania dot. siły / trwałości tych tendencji i ich przełożenia na politykę pieniężną, na co w naszej ocenie jest jeszcze zbyt wcześnie.
- Spadek globalnej awersji do ryzyka znalazł także odzwierciedlenie na globalnym rynku walutowym, gdzie ponownie dolar tracił na wartości (-0,6% w ujęciu kursu efektywnego), co przy nieznacznej aprecjacji euro (0,1%) przełożyło się na ponowny wzrost kursu euro wobec dolara w kierunku 1,20 USD/EUR. Ponadto notowaniom dolara ciężać mogły spadki rentowności obligacji skarbowych, zakładając, że te spadki są pochodną korekty oczekiwań rynkowych dot. polityki pieniężnej w USA.
- Krajowy rynek finansowy w minionym tygodniu podążał za tendencjami rynku globalnego. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych obniżyły się o ok. 10 pkt. baz. do 1,46%, przy minimalnych zmianach rentowności na krótkim końcu krzywej. Indeks WIG wzrósł w skali tygodnia o 1,3%. Po silnej aprecjacji złotego z początku kwietnia, w minionym tygodniu krajowa waluta nieznacznie straciła na wartości 0,2% (w ujęciu kursu efektywnego), przy zmianach kursu wobec głównych walut o ok. 1-3 gr., w tym minimalnego wzrostu złotego do euro do 4,55 PLN/EUR na koniec tygodnia.

### W bieżącym tygodniu kluczowe kwietniowe indeksy koniunktury ze strefy euro oraz marcowe dane ze sfery realnej polskiej gospodarki...

- Tak jak wskazywaliśmy przed tygodniem, o ile sytuacja epidemiczna nie zaskoczy negatywnie, to publikacje danych makroekonomicznych będą głównym czynnikiem wpływającym na tendencje na globalnym rynku finansowym. W bieżącym tygodniu kluczowe z gospodarki globalnej będą dane dot. kwietniowych wskaźników koniunktury w strefie euro (indeksy PMI, indeks Ifo na początku tygodnia kolejnego) oraz dane z amerykańskiego rynku nieruchomości.
- Na bieżący tydzień przypada także kumulacja marcowych danych ze sfery realnej gospodarki polskiej.

**Dobra koniunktura w przemyśle, przy skrajnie niskiej bazie odniesienia szansą na silne odreagowanie marcowych danych**



**Odbiciu sprzedaży detalicznej sprzyja baza odniesienia, ograniczając bieżące restrykcje**



- Na publikowane dane bardzo silny wpływ będą miały efekty bazy, tj. rozpoczynający się w II poł. marca wiosenny lockdown, który powinien podbijać wszystkie (poza produkcją budowlano-montażową) wskaźniki gospodarczej, w tym najsilniej produkcję przemysłową.
- W naszej ocenie mniej istotne – z punktu widzenia sytuacji rynkowej – będzie zaplanowane na bieżący tydzień posiedzenie rady EBC. Oczekujemy utrzymania stabilnych parametrów polityki pieniężnej, jednocześnie po zapowiedzi nasilenia skali skupu aktywów, sytuacja rynkowa, epidemiczna oraz publikacje danych uzasadniają utrzymanie przez radę EBC polityki *wait-and-see*.

### **...publikacje danych ważne dla rynków także w średnim okresie pod warunkiem utrzymania stabilnej sytuacji epidemicznej w krajach rozwiniętych**

- W dłuższym horyzoncie oczekujemy utrzymania pozytywnego wpływu na rynki poprawiających się danych gospodarczych, choć cały czas pozostajemy ostrożni co do skali tego ożywienia (w szczególności w Europie), co będzie hamować skalę wzrostów aktywów o wyższym profilu ryzyka. Dane z Chin potwierdzają ostrożność co do średnioterminowych założeń. Jakkolwiek bezprecedensowa skala pomocy publicznej pozwoliła ograniczyć skalę kryzysu gospodarczego, trudno zakładać, aby tak długi okres ograniczania aktywności pozostał w średnim okresie bez wpływu na tempo wzrostu gospodarczego.
- Jednocześnie, choć bieżące zmiany na rynkach obligacji skarbowych są spójne z naszymi założeniami, uważamy, że zmienność danych ze sfery realnej, dane inflacyjne, sytuacja na rynkach surowcowych oraz ograniczenia podażowe mogą jeszcze okresowo wpływać na wzrost niepewności dot. tendencji inflacyjnych. Taka kombinacja niepewności dot. tempa wzrostu gospodarczego oraz tendencji inflacyjnych utrudnia wskazanie jednoznacznego trendu rynkowe na II kw., wydaje się, że dopiero w II poł. roku można oczekiwać trwalszego ograniczenia presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych przy umiarkowanych wzrostach cen aktywów o wyższym profilu ryzyka.
- Taki scenariusz wraz z oczekiwanym ożywieniem aktywności polskiej gospodarki oraz utrzymania luźnej polityki NBP powinien także sprzyjać cenom krajowych aktywów. Czynnikiem ryzyka dla kursu złotego pozostaje natomiast niepewność dot. rozwiązania kwestii kredytów frankowych.
- Ponadto, choć szanse na ograniczenie wpływu sytuacji epidemicznej na gospodarkę i rynki rosną, to wciąż rozprzestrzenianie się w Ameryce Łacińskiej tzw. brazylijskiej mutacji wirusa, niepewność dot. trwałości odporności bieżących szczepień oraz ich skuteczności na potencjalne nowe mutacje nie pozwala całkowicie ignorować ryzyka epidemicznego dla gospodarki światowej.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w marcu (21 kwietnia)**

**Prognozujemy, że w marcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w skali roku o 1,2%, wobec -1,7% r/r w lutym.** W skali miesiąca (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) wyniki zatrudnienia mogą pogorszyć się w warunkach wdrażanych w II poł. miesiąca restrykcji gospodarczych (ograniczanie wymiaru etatu, zasiłki opiekuńcze). Jednocześnie jednak skala tych rozwiązań w marcu ub.r. była zdecydowanie silniejsza (szerszy w ujęciu sektorowym charakter lockdownu), co przy dużo niższej bazie odniesienia przekłada się na skokową poprawę rocznej dynamiki zatrudnienia, pomimo całej czas trudniejszej sytuacji na krajowym rynku pracy.

**Powyższe efekt niskiej bazy odniesienia powinny przełożyć się także na marcowy wzrost dynamiki wynagrodzeń. Oczekujemy, że w marcu dynamika płac wyniesie 5,4% r/r rosnąc z 4,5% r/r w lutym.** Jednocześnie wdrażane w marcu br. restrykcje epidemiologiczne będą ograniczały skalę tego ożywienia.

- **Produkcja sprzedana przemysłu w marcu (21 kwietnia)**

**Oczekujemy, że w marcu dynamika produkcji sprzedanej przemysłu silnie wzrosła do +15,8% r/r z +2,7% r/r w lutym.** Tak silna poprawa wyniku produkcji jest pochodną gwałtownego spadku bazy odniesienia. *Lockdown* gospodarki z marca ub.r. dotknął silnie także sektor przemysłowy, co przy bieżącej bardzo dobrej koniunkturze w przemyśle przekłada się na skokowy wzrost dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu. W skali miesiąca (po oczyszczeniu z wahań sezonowych) oczekujemy utrzymania wzrostu produkcji przemysłowej, w warunkach utrzymujących się korzystnych nastrojów koniunktury w sektorze, choć zakładamy, że tempo tego wzrostu będzie niższe niż na przełomie roku

- **Wskaźnik PPI w marcu (21 kwietnia)**

**Prognozujemy, że w marcu wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 3,6% r/r, wobec 2,0% r/r w lutym.** Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły o 1,2% w warunkach: - wzrostu hurtowych cen paliw, - silnych wzrostów cen w górnictwie rud metali, jednocześnie – silnej deprecjacji notowań złotego w ujęciu średniomiesięcznym (wzrost wartości złotowej eksportowanych towarów).

- **Sprzedaż detaliczna w marcu (22 kwietnia)**

**Szacujemy, że w marcu sprzedaż detaliczna silnie wzrosła o 12,5% r/r, po spadku o 3,1% r/r w lutym.** Choć zamknięcie galerii handlowych oraz sklepów meblowych i budowlanych w marcu będzie wpływało negatywnie na wyniki sprzedaży detalicznej, to wciąż dużo głębszy spadek tej sprzedaży w marcu ub.r. przekłada się wg naszych prognoz na skokowy wzrost wartości sprzedaży. Na ten efekt składa się także większa niż przed rokiem mobilność ludności, co silnie ogranicza wcześniejsze spadki sprzedaży paliw, utrzymanie aktywności mniejszych jednostek handlowych, które przed rokiem pomimo braku nakazu także zostały zamknięte, czy też rozwój w trakcie pandemii



sprzedaży internetowej, która od jesieni ogranicza skalę spadków sprzedaży w okresach ograniczeń handlu stacjonarnego.

#### • **Produkcja budowlano-montażowa w marcu (22 kwietnia)**

**Szacujemy, że w marcu dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła -9,7% r/r, wobec -16,9% r/r w lutym.** W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy solidnego odbicia produkcji o ok. 6% m/m, po jej gwałtownym spadku w lutym (blisko 7,0%). Zakładamy, że tak silny lutowy spadek produkcji miał charakter okresowy, wynikał m.in. z niekorzystnych warunków pogodowych. Dane z przełomu roku wskazywały bowiem na stabilizującą się sytuację w sektorze, a oczekiwane przyspieszenie inwestycji publicznych powinno wspierać wyniki budownictwa w nadchodzących miesiącach.

#### • **Posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (22 kwietnia)**

**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.**

Po marcowym złagodzeniu retoryki EBC i zapowiedzi zwiększenia bieżącej skali skupu aktywów, na najbliższym posiedzeniu nie oczekujemy żadnych zmian w komunikacji rady EBC, zakładamy utrzymanie postawy *wait-and-see*.

Wydłużanie restrykcji gospodarczych pod koniec marca i na początku kwietnia pogorszyło krótkoterminowe prognozy aktywności w strefie euro, jednocześnie jednak lepsze dane z gospodarki globalnej, poprawa wskaźników koniunktury gospodarczej w strefie euro oraz przyspieszenie procesu szczepień w Europie wspierają oczekiwania na przyspieszenie wzrostu aktywności w II poł. roku.

Biorąc pod uwagę wyhamowanie trendu wzrostowego rentowności obligacji skarbowych na dłuższym końcu krzywej w tygodniach nie oczekujemy już dalszych działań / zmian w retoryce EBC w warunkach ustabilizowania się warunków finansowania na rynkach strefy euro. Zakładamy, że podczas konferencji prasowej prezes EBC Ch. Lagarde podtrzyma dotychczasowe stanowisko banku centralnego utrzymania w najbliższych tygodniach większej skali skupu aktywów.

#### • **Stopa bezrobocia w marcu (23 kwietnia)**

**Oczekujemy, że w marcu stopa bezrobocia rejestrowanego lekko obniżyła się do 6,4% z 6,5% w lutym.** Zakładamy, że w marcu doszło do lekkiego spadku stopy bezrobocia z tytułu efektów cyklicznych, przy stabilizacji stopy bezrobocia w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości. Jednocześnie zakładamy, że w warunkach zaostrzenia restrykcji epidemicznych w marcu ten efekt wzrostu zatrudnienia w cieplejszej części roku będzie nieco słabszy w porównaniu do lat wcześniejszych. Według prognoz resortu pracy stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu wyniosła 6,4%.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

środa 21 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, marzec	4,5% r/r	5,4% r/r	5,4% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, marzec	-1,7% r/r	-1,2% r/r	-1,2% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, marzec	2,7% r/r	12,6% r/r	15,8% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI, marzec	2,0% r/r	3,3% r/r	3,6% r/r
czwartek 22 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, marzec	-3,1% r/r	9,7% r/r	12,5% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa, marzec	-16,9% r/r	-9,4% r/r	-9,7% 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 17.04	576 tys.	652 tys.	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, marzec	6,22 mln anual.	6,17 mln anual.	-
piątek 23 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, kwiecień (wst.)	66,6 pkt.	65,7 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, kwiecień (wst.)	51,5 pkt.	51,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, kwiecień (wst.)	62,5 pkt.	62,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, kwiecień (wst.)	49,6 pkt.	49,9 pkt.	-
14:00	PL	Podaż pieniądza M3, marzec	16,3% r/r	14,1% r/r	14,0% r/r
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, marzec	775 tys. anual.	868 tys. anual	-
poniedziałek 26 kwietnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia, marzec	6,5%	6,4%	6,4%
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, kwiecień	96,6 pkt.	-	-
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, marzec	-1,2% m/m	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

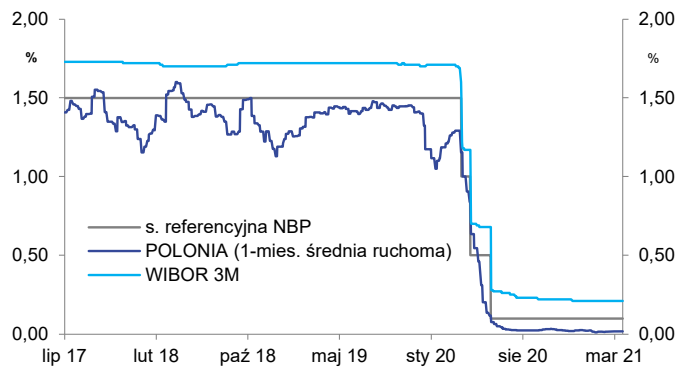
## Kalendarz publikacji danych – kwiecień

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	marzec	1.04	53,4 pkt.	54,3 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	kwiecień	7.04	0,1%	0,1%	
Saldo w obrotach bieżących	PL	luty	13.04	3341 mln EUR	1619 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	marzec	15.04	3,2% r/r (wst.)	3,2% r/r	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	marzec	16.04	3,7% r/r	3,9% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	marzec	21.04	4,5% r/r		5,4% r/r
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	marzec	21.04	-1,7% r/r		-1,2% r/r
Produkcja przemysłowa	PL	marzec	21.04	2,7% r/r		15,8% r/r
Wskaźnik PPI	PL	marzec	21.04	2,0% r/r		3,6% r/r
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	marzec	22.04	-3,1% r/r		12,5% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	marzec	22.04	-16,9% r/r		-9,7% r/r
Stopa bezrobocia	PL	marzec	26.04	6,5%		6,4%

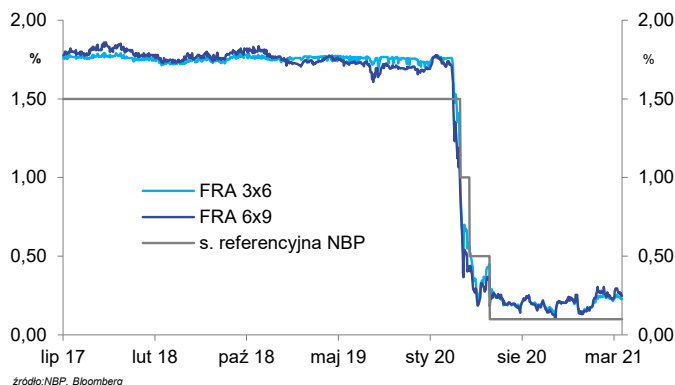
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	marzec	1.04	50,9 pkt.	50,6 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	marzec	1.04	60,8 pkt.	64,7 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	marzec	2.04	558 tys.	916 tys.	
Stopa bezrobocia	US	marzec	2.04	6,2%	6,0%	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	marzec	5.04	55,3 pkt.	63,7 pkt.	
PKB	CHN	I kw.	17.04	6,5% r/r	18,3% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	kwiecień	23.04	62,5 pkt.		62,2 pkt.
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	kwiecień	23.04	49,6 pkt.		49,9 pkt.
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	marzec	29.04	1,5% r/r		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	kwiecień	29.04	1,1% r/r		-

## Rynki finansowe

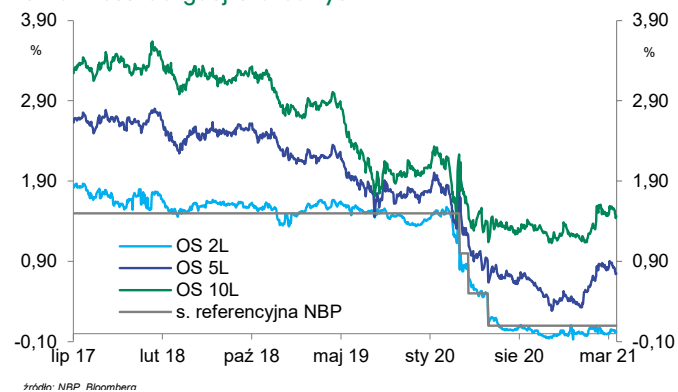
### Krajowe stopy procentowe



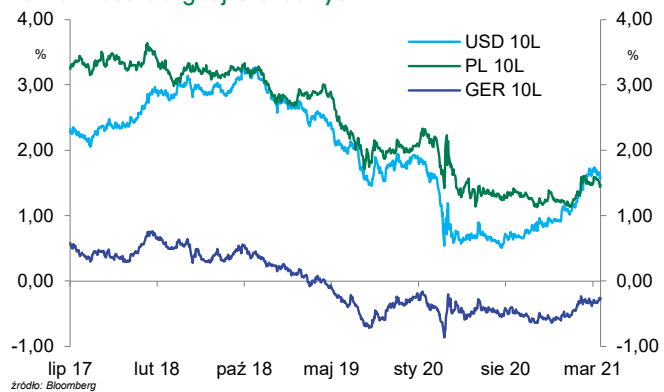
### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



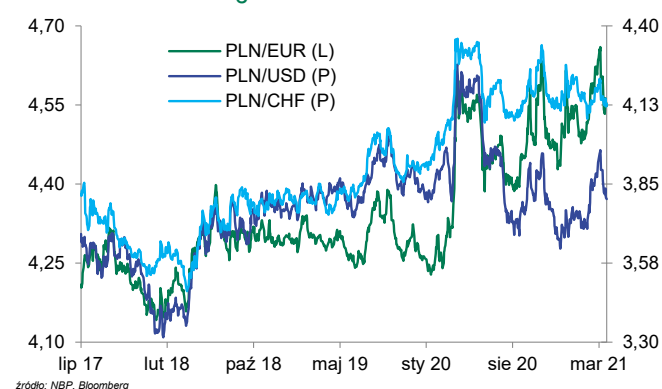
### Rentowności obligacji skarbowych



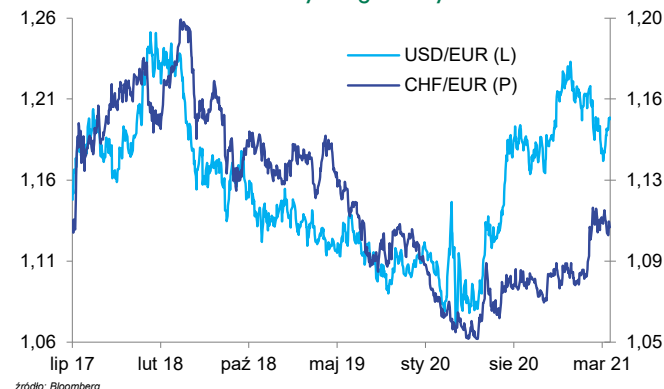
### Rentowności obligacji skarbowych



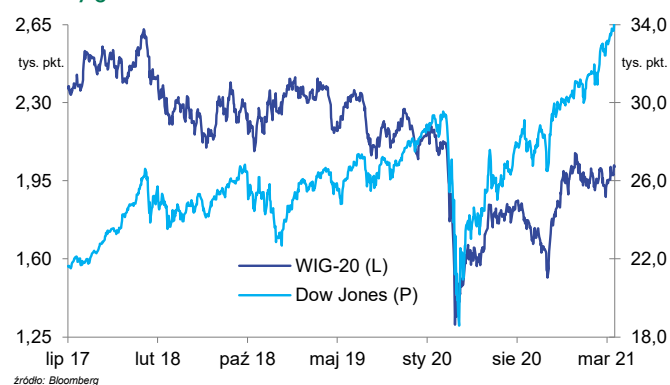
### Notowania kursu złotego



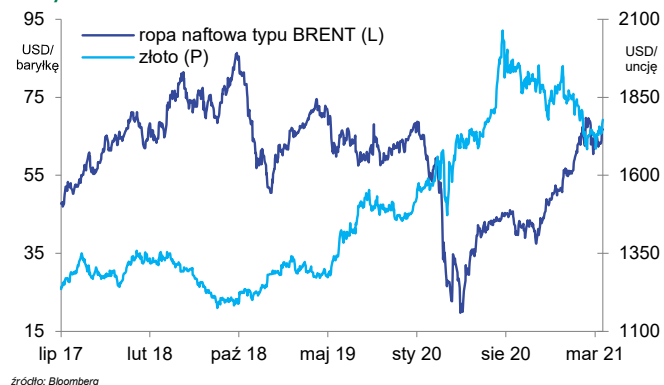
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

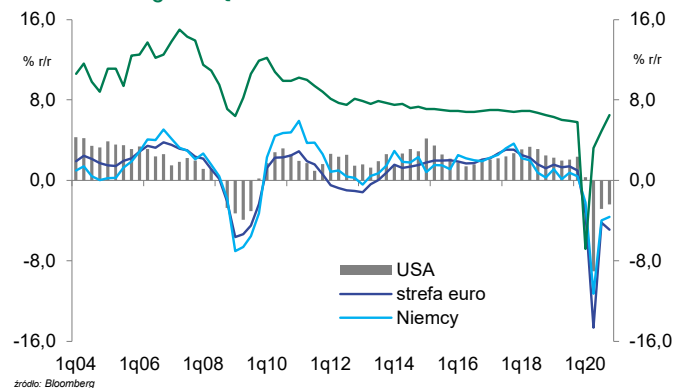


### Ceny surowców

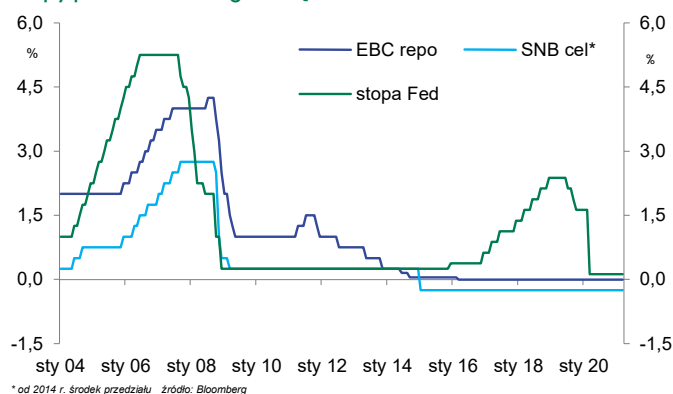


## Sfera realna

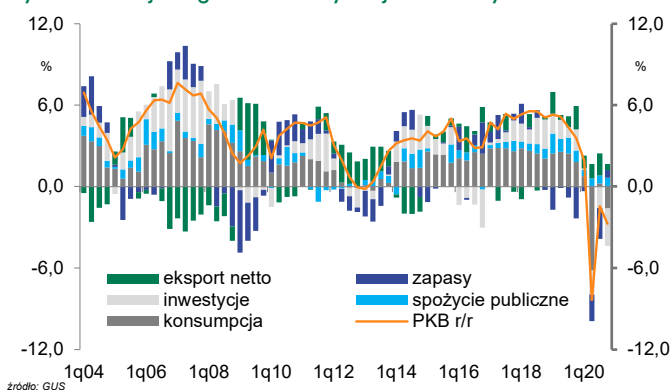
### Wzrost PKB za granicą



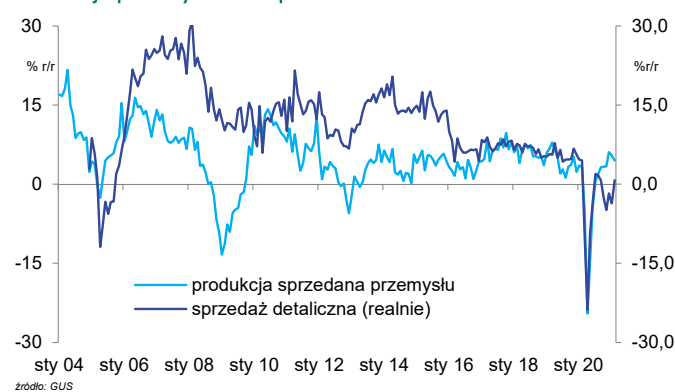
### Stopy procentowe za granicą



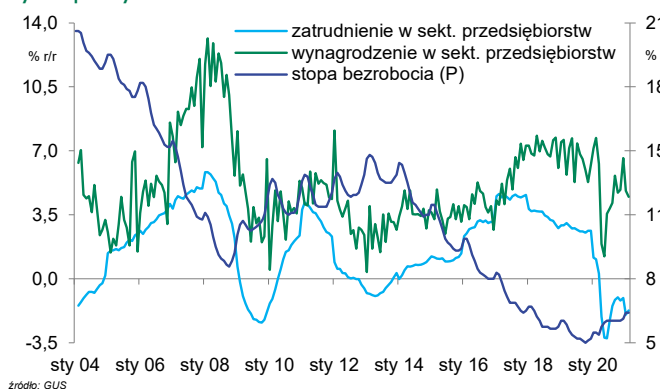
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



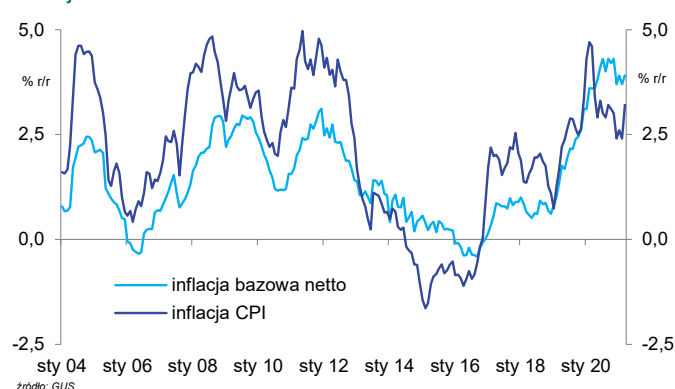
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



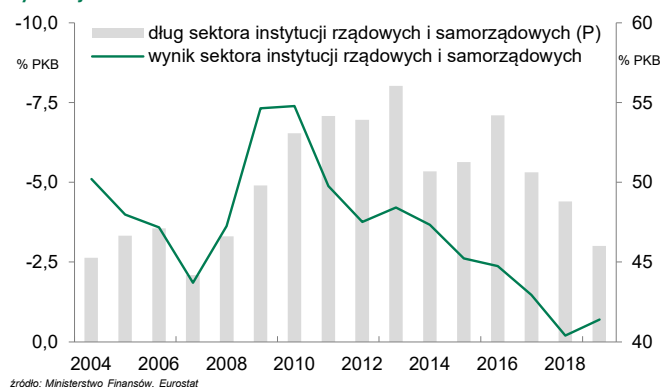
### Rynek pracy



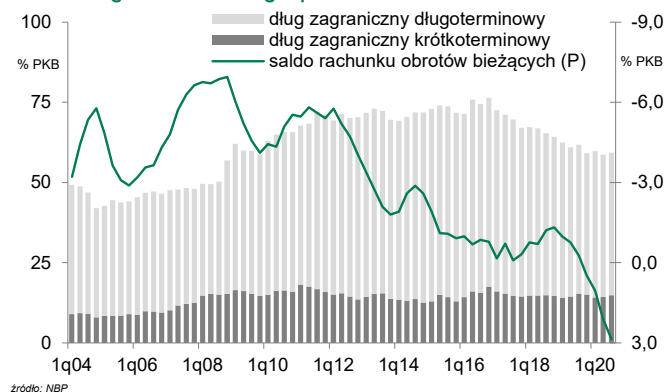
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.03.2021	09.04.2021	16.04.2021	31.05.2021	30.06.2021	30.09.2021
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	0,04	0,03	0,05	0,05	0,08
Obligacje skarbowe 5L	%	0,88	0,83	0,75	0,80	0,75	0,75
Obligacje skarbowe 10L	%	1,56	1,56	1,46	1,45	1,45	1,45
PLN/EUR	PLN	4,66	4,54	4,55	4,54	4,52	4,44
PLN/USD	PLN	3,97	3,82	3,80	3,83	3,81	3,76
PLN/CHF	PLN	4,21	4,13	4,13	4,14	4,13	4,08
USD/EUR	USD	1,17	1,19	1,20	1,19	1,19	1,18
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	%	-	-	-	-0,53	-0,50	-0,50
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,74	1,66	1,58	1,65	1,60	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,29	-0,31	-0,27	-0,35	-0,35	-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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.