

KOMENTARZ TYGODNIOWY

25 października 2021

Oczekiwania na dalsze zacieśnienie polityki RPP i wzrost CPI windują rentowności krajowych obligacji.

- Globalne wyzwania stagflacyjne pozostały w minionym tygodniu w centrum uwagi inwestorów, jednak z selektywnym wpływem na sytuację rynkową. Opublikowane wstępne październikowe wskaźniki PMI ze strefy euro wskazały na osłabienie aktywności w przemyśle, przy normalizującej się sytuacji w usługach, jednocześnie subindeksy potwierdziły utrzymujące się problemy z wydłużonym okresem dostaw komponentów do produkcji. W przypadku USA spadek wrześniowej produkcji przemysłowej wskazał na osłabienie aktywności spowodowanej ograniczeniem dostaw półprzewodników oraz zakłóceniami pogodowymi (huragan).
- Na rynku stopy procentowej, eksponowany był wątek możliwego wcześniejszego zacieśnienia polityki monetarnej (inspirowany m.in. jastrzębimi wypowiedziami przedstawicieli Banku Anglii) w kontekście wysokiej bieżącej inflacji, co poskutkowało dalszym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na bazowych rynkach – o 6 pkt. baz dla 10-letnich papierów niemieckich i amerykańskich (kolejno do -0,11% i 1,63% na koniec tygodnia).
- Z kolei rynki akcji z kolejnym tygodniu z rzędu zignorowały ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej, skupiając się na serii publikacji wyników finansowych spółek. Przewaga pozytywnych niespodzianek ponownie wsparła nastroje rynkowe, lecz ubiegłotygodniowe wzrosty indeksów nie były już wyraźnie słabsze od notowanych we wcześniejszym tygodniu. W skali tygodnia światowy indeks MSCI wzrósł o 1,2%, w ujęciu regionalnym najsilniejszym rynkiem były USA (+1,2%), przy mniejszych wzrostach na giełdach w strefie euro (+0,5%) i na rynkach wschodzących (+0,7%). Na rynku walutowym dolar w kolejnym tygodniu z rzędu „oddał” część wcześniejszego umocnienia, osłabiając się o 0,4% w relacji do koszyka walut. W relacji do euro dolar osłabił się na koniec tygodnia do 1,165 USD/EUR (poziomu ostatnio notowanego pod koniec września).
- Na krajowym rynku ubiegły tydzień minął pod znakiem kontynuacji wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Stymulowały go przede wszystkim nasilające się spekulacje co do możliwości ponownego zacieśnienia polityki monetarnej przez RPP już podczas najbliższego listopadowego posiedzenia Rady, wobec oczekiwanego dalszego wzrostu inflacji, a także kolejnych podwyżek stóp w regionie (w minionym tygodniu podwyżka stóp na Węgrzech do 1,8%). Na płytkim rynku rentowności obligacji wzrosły na całej krzywej dochodowości, w tym o blisko 20 pkt baz. w przypadku papierów 10-letnich, do 2,75% - najwyższego poziomu od maja 2019 r.
- Rodzimy rynek akcji nie skorzystał ze wzrostowego trendu na rozwiniętych giełdach. Po dwóch tygodniach wzrostów silniejszych niż w przypadku indeksu światowego i indeksu rynków wschodzących, miniony tydzień przyniósł korekcyjny spadek WIG o 1,5% w skali tygodnia.
- Także złoty nie zaliczy minionego tygodnia do udanych, z osłabieniem wobec koszyka walut o 0,3% – ponownie powyżej 4,60 w relacji do euro, 3,95 w relacji do dolara i 4,30 w relacji do franka szwajcarskiego. Prawdopodobnie za tym

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

ostabieniem stoi ryzyko polityczne związane z relacjami Polska – UE (kolejne wypowiedzi przedstawicieli agencji ratingowych wskazujące na ryzyko dla oceny kraju w przypadku dalszego odsunięcia w czasie napływu środków UE), którego efekt po części jest mitygowany wzrostem oczekiwań rynkowych na zacieśnienie polityki monetarnej RPP.

- Bez wpływu na sytuację na krajowym rynku finansowym pozostała opublikowana w ostatnich dniach seria wrześniowych danych nt. sfery realnej gospodarki polskiej. Wzrost [produkcji](#) (o 8,8% r/r) oraz [sprzedaży detalicznej](#) (+5,1% r/r) okazały się bliska oczekiwaniom. Z kolei [produkcja budowlana](#) (+4,3% r/r) zaskoczyła negatywnie. W skali całego III kw. produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna odnotowały wyraźnie niższą dynamikę wzrostu, co jest głównie efektem wzrostu bazy odniesienia sprzed roku, kiedy to w III kw. skokowo wzrosła aktywność po zniesieniu większości obostrzeń covidowych z początku pandemii. Jednocześnie dane skorygowane o sezonowość wskazują na hamowanie tempa wzrostu, co zarówno w przypadku przemysłu i handlu jest min. efektem przekierowania popytu w III kw. z dóbr trwałego użytku na usługi, które skorzystały w III kw. na tegorocznym zniesieniu obostrzeń. Z kolei aktywność w budownictwie w III kw. okazała się wyraźnie słabsza (spadek w ujęciu kw/kw), po silnym odbiciu w II kw. Łącznie dane za III kw. dają przesłanki do oczekiwania wzrostu PKB w III kw. w przedziale 4,5%-5,0% r/r wobec stymulowanego efektami odrabiania zaległości covidowych dwucyfrowego wyniku PKB za II kw. (11,1% r/r).
- Bez większego wpływu na sytuację na globalnym rynku pozostała generalnie stabilna światowa sytuacja epidemiczna. W Polsce w minionym tygodniu liczba nowych przypadków zakażeń dynamicznie rośnie, przekroczywszy pod koniec tygodnia 6 tys. dziennie, co oznacza wzrost o blisko 100% w skali tygodnia. Poziom hospitalizacji wzrósł do 4,7 tys. (wzrost o 50% w skali tygodnia). Pozostaje on daleki od destabilizacji systemu ochrony zdrowia, niemniej dynamiczny wzrost hospitalizacji zmienił nieco retorykę przedstawicieli rządu. Nadal deklarowany jest brak planów wprowadzenia ogólnokrajowego lockdownu, niemniej silniej akcentowane są wątki możliwych lokalnych restrykcji lub egzekwowania obowiązujących obostrzeń (np. noszenie maseczek w miejscach publicznych).
- Bieżący tydzień będzie obfitował w publikacje danych makroekonomicznych. Najważniejsze z nich to wstępne odczyty PKB za III kw. w USA i EMU oraz wskaźniki inflacji PCE w USA i HICP w strefie euro.
- W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie rady EBC. Oczekujemy utrzymania stabilnych parametrów polityki monetarnej sądzimy też, że prezes Lagarde przedstawi raczej „gołębie” stanowisko oraz ostrożność co do zacieśniania polityki pieniężnej. Jeśli oczekiwanie łagodnej retoryki EBC potwierdzi się, wzrost rentowności obligacji na europejskim rynku może osłabnąć.
- W Polsce najistotniejszym wydarzeniem będzie piątkowa publikacja wstępnego szacunku październikowej inflacji CPI. Oczekujemy wzrostu inflacji do 6,4%, w efekcie wzrostu cen energii (paliwa płynne i gaz ziemny), oraz w mniejszym stopniu, dalszego wzrostu inflacji bazowej. Przetłumienie kolejnego psychologicznego poziomu inflacji może podsycać wzrost krajowych rentowności obligacji. Przy wysokiej niepewności co do dalszych działań Rady (kłopoty RPP z komunikacją) w bazowym scenariuszu oczekujemy kolejnej podwyżki stóp o 50 pkt. baz. w styczniu 2022 r.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (28 października)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma niezmienione parametry polityki pieniężnej w tym stopy procentowe (0,0% dla stopy repo oraz -0,5% dla stopy depozytowej) oraz warunki programu skupu aktywów.

Choć z punktu widzenia decyzji rady październikowe posiedzenie wydaje się mało istotne, to z pewnością dużym zainteresowaniem inwestorów będzie cieszyć się konferencja prasowa po posiedzeniu, na której zapewne dominować będzie temat reakcji EBC na dłuższy okres podwyższonego poziomu inflacji. Zakładamy, że podczas konferencji prezes Lagarde będzie przedstawiała raczej „gołębie” stanowisko oraz ostrożność co do zacieśniania polityki pieniężnej w warunkach dominującego efektu zmian podaźowych wzrostu inflacji. Biorąc pod uwagę negatywne doświadczenia EBC co do zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej (2008 r., 2011 r.) sądzimy, że w warunkach utrzymującego się ryzyka dot. perspektyw wzrostu gospodarczego oraz stabilnych długookresowych oczekiwań i prognoz inflacyjnych bank centralny będzie bardzo ostrożny w zakresie zaostrzania retoryki / polityki pieniężnej.

Zapewne sporo uwagi podczas konferencji prasowej będzie także poświęcone zakończeniu na początku 2022 r. programu PEPP, niemniej zapewne dokładniejsze decyzje i oceny w tej kwestii będą dopiero przedstawiane na posiedzeniu grudniowym

- **Wskaźnik inflacji CPI w październiku – szacunek wstępny (29 października)**

Szacujemy, że w październiku wskaźnik inflacji CPI kontynuował wzrost do 6,4% r/r wobec 5,9% r/r we wrześniu. Według naszych szacunków do dalszego wzrostu inflacji w październiku przyczynił się przede wszystkim wzrost cen energii – w tym paliw (wkład we wzrost CPI ponad 0,3 pkt. proc.) oraz gazu ziemnego (ponad 0,1 pkt. proc.) – efekt podwyższenia taryfy na gaz dla odbiorów detalicznych. Dodatkowo, choć w mniejszym stopniu (mniej niż 0,1 pkt. proc.), w kierunku wzrostu październikowego CPI oddziaływał wzrost inflacji bazowej (do 4,3% wobec 4,2% we wrześniu) oraz żywności (dalszy wzrost dynamiki cen żywności przetworzonej, głównie nabiału i tłuszczów, przy kontynuacji spadku cen mięsa).

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 26 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Sprzedż domów na rynku pierwotnym, wrzesień	740 tys. anual.	758 tys. anual	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów instytutu Conference Board, październik (ost.)	109,3 pkt. (wst.)	108,0 pkt.	-
środa 27 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, wrzesień	1,8% m/m	-1,0% m/m	-
czwartek 28 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych, październik	117,8 pkt.	116,8 pkt.	-
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 23.10	290 tys.	294 tys.	-
14:30	US	Wzrost PKB, III kw. (wst.)	6,7% kw/kw (anual)	2,4% kw/kw (anual)	-
piątek 29 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wskaźnik inflacji CPI, październik (wst.)	5,9% r/r	6,4% r/r	6,4% r/r
10:00	DE	Wzrost PKB, III kw. (wst.)	1,6% kw/kw	2,2% kw/kw	-
11:00	EMU	Wzrost PKB, III kw. (wst.)	2,2% kw/kw	2,1% kw/kw	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP (wst.), październik	2,9% r/r	3,2% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.), październik	1,9% r/r	1,9% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, wrzesień	0,2% m/m	-0,1% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, wrzesień	0,8% m/m	0,5% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, wrzesień	4,3% r/r	4,4% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, wrzesień	3,6% r/r	3,7% r/r	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Uniwersytetu Michigan, październik (ost.)	71,4 pkt. (wst.)	71,4 pkt.	-
niedziela 31 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, październik	49,6 pkt.	49,7 pkt.	-
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi, październik	53,2 pkt.	-	-
poniedziałek 1 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł, październik	50,0 pkt.	-	-
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, październik (ost.)	58,2 pkt. (wst.)	58,2 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, październik (ost.)	58,5 pkt. (wst.)	58,5 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, październik	61,1 pkt.	60,5 pkt.	-

* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

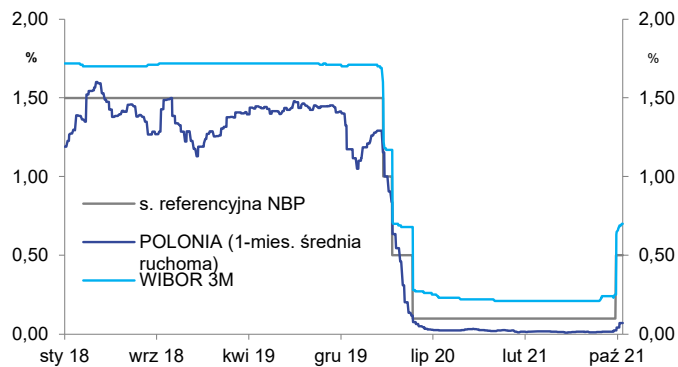
Kalendarz publikacji danych – październik

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Posiedzenie RPP	PL	październik	6.10	0,1%	0,5%	
Saldo w obrotach bieżących	PL	sierpień	14.10	-1 551 mln EUR	-1 686 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	wrzesień	15.10	5,8% r/r (wst.)	5,9% r/r	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	wrzesień	18.10	3,9% r/r	4,2% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	wrzesień	19.10	9,5% r/r	8,7% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	wrzesień	19.10	0,9% r/r	0,6% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	wrzesień	20.10	13,2% r/r	8,8% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	wrzesień	20.10	9,5% r/r	10,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	wrzesień	21.10	10,2% r/r	4,3% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	wrzesień	21.10	5,4% r/r	5,1% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	wrzesień	25.10	5,8%	5,6%	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	październik	29.10	5,9% r/r		6,4% r/r

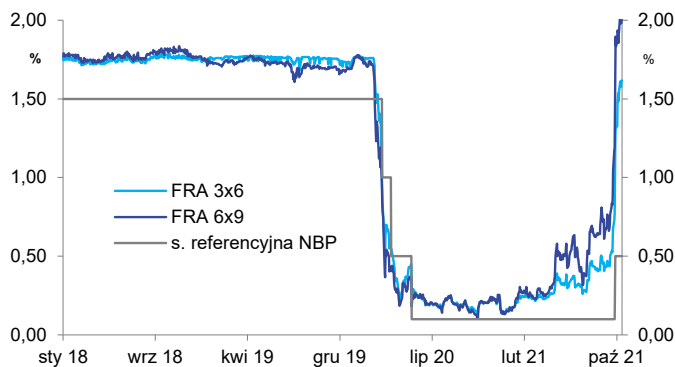
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	wrzesień	1.10	49,2 pkt.	50,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	wrzesień	1.10	59,9 pkt.	61,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	wrzesień	5.10	61,7 pkt.	61,9 pkt.	
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	wrzesień	8.10	46,7 pkt.	53,4 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	wrzesień	8.10	235 tys.	194 tys.	
Stopa bezrobocia	US	wrzesień	8.10	5,2%	4,8%	
Wzrost PKB	CHN	III kw.	18.10	7,9% r/r	4,9% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	22.10	55,6 pkt.	53,2 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	22.10	56,3 pkt.	54,7 pkt.	
Wzrost PKB	US	III kw.	28.10	6,7% kw/kw (anual)		2,2% kw/kw (anual)
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	wrzesień	29.10	3,6% r/r		3,7% r/r
Wzrost PKB	EMU	III kw.	29.10	2,2% kw/kw		2,1% kw/kw
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	październik	29.10	1,9% r/r		1,9% r/r
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	październik	31.10	49,6 pkt.		49,7 pkt.
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	październik	31.10	53,2 pkt.		-

Rynki finansowe

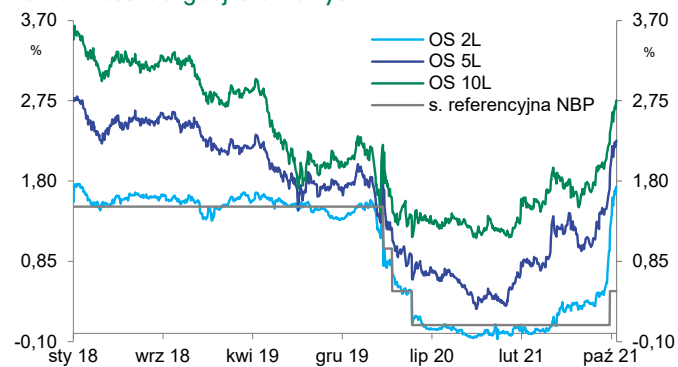
Krajowe stopy procentowe



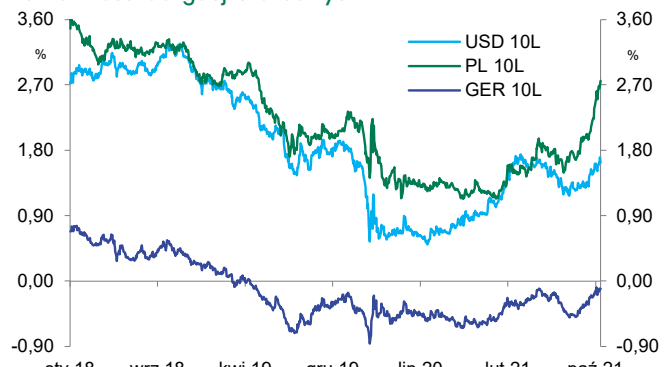
Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



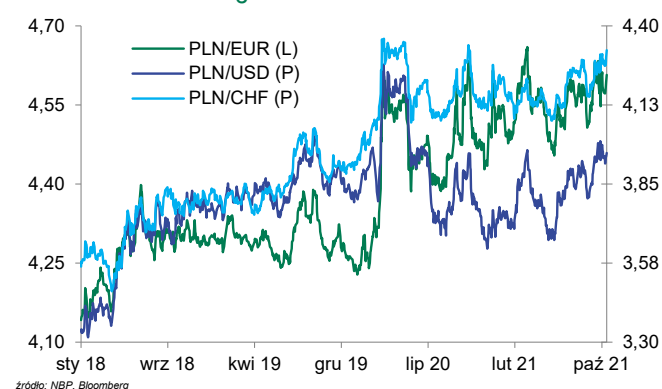
Rentowności obligacji skarbowych



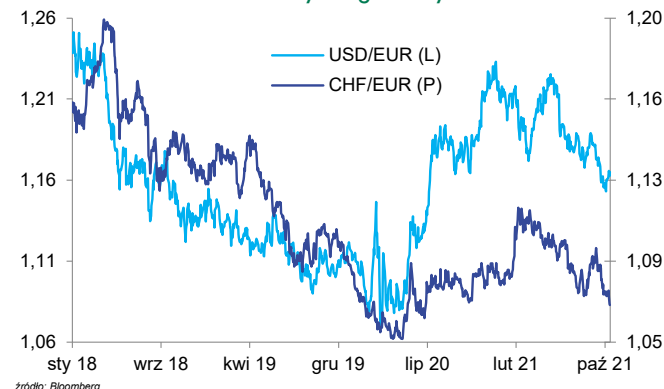
Rentowności obligacji skarbowych



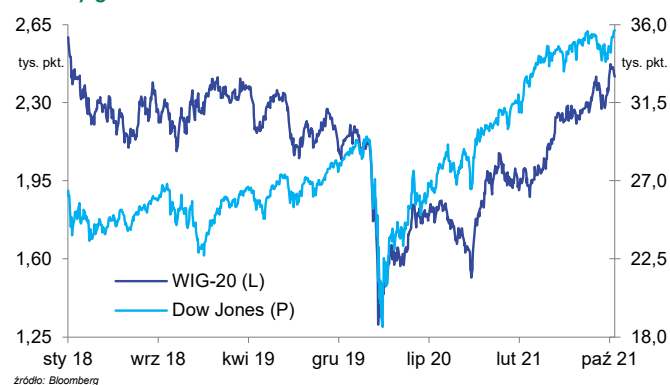
Notowania kursu złotego



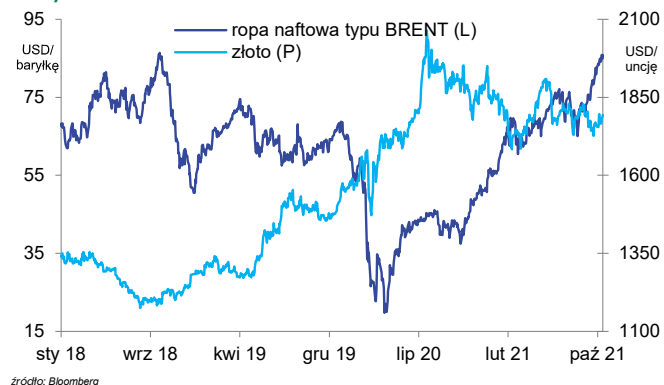
Notowania kursów walut na rynku globalnym



Indeksy giełdowe

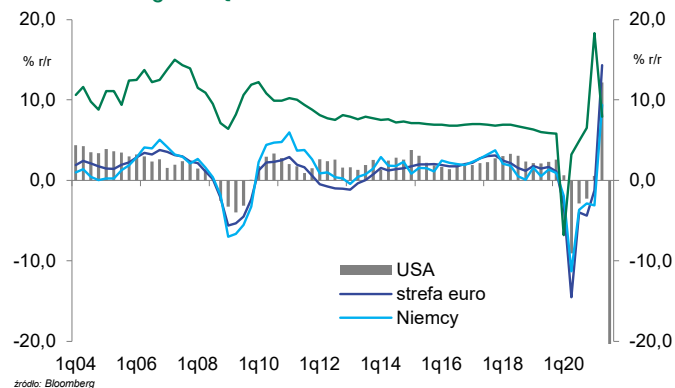


Ceny surowców

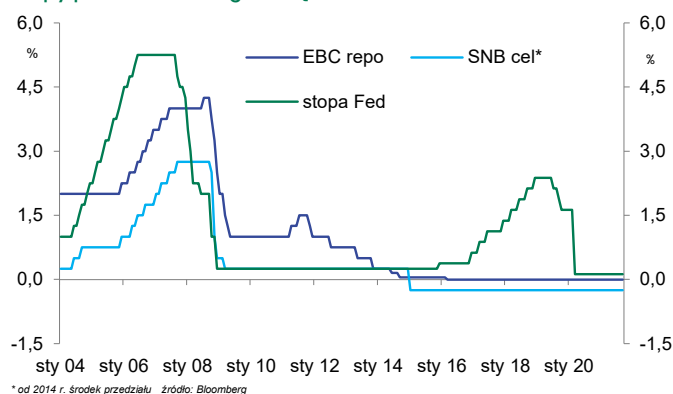


Sfera realna

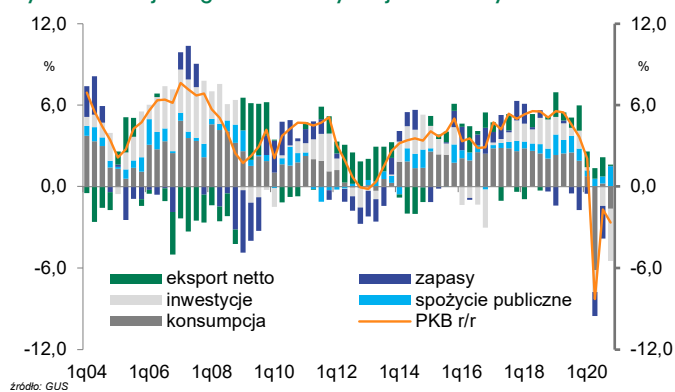
Wzrost PKB za granicą



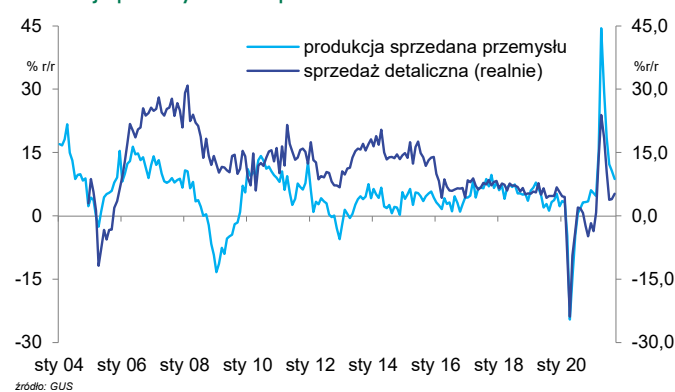
Stopy procentowe za granicą



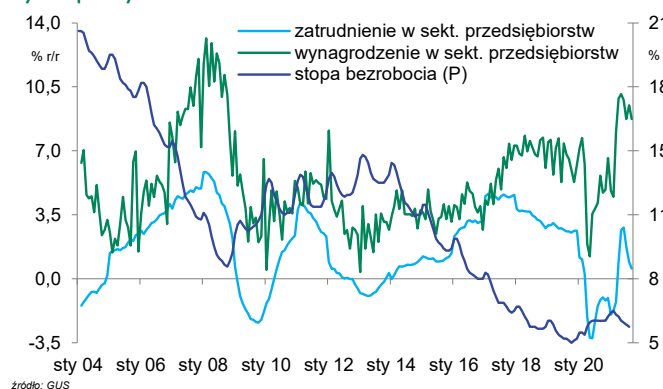
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



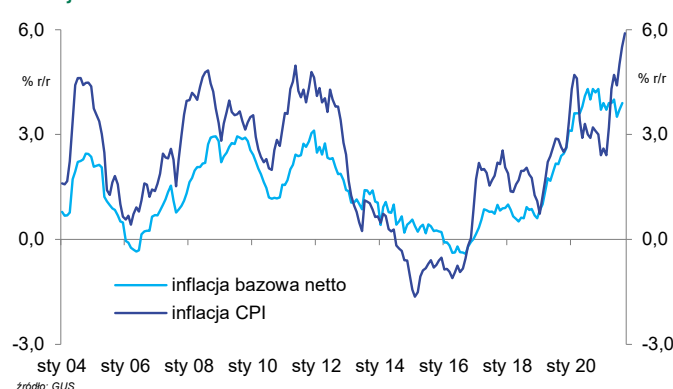
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



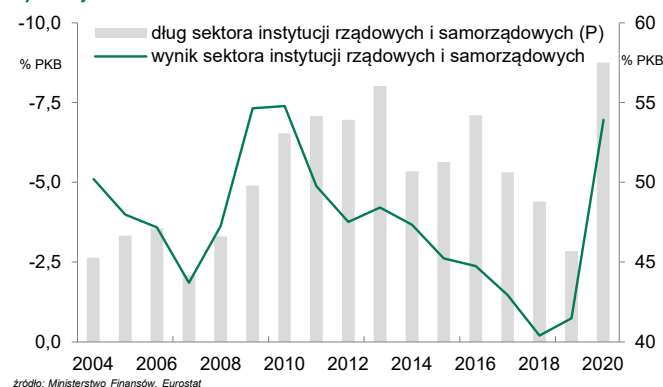
Rynek pracy



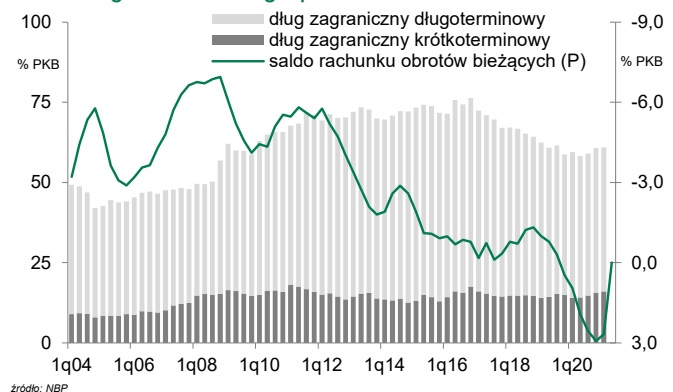
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2021	15.10.2021	22.10.2021	30.11.2021	31.12.2021	31.03.2022
Stopa lombardowa NBP	%	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50
Stopa referencyjna NBP	%	0,10	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
WIBOR 3M	%	0,23	0,69	0,70	0,70	0,75	1,15
Obligacje skarbowe 2L	%	0,70	1,58	1,73	1,25	1,15	1,35
Obligacje skarbowe 5L	%	1,54	2,13	2,28	1,90	1,85	2,05
Obligacje skarbowe 10L	%	2,15	2,56	2,75	2,40	2,40	2,55
PLN/EUR	PLN	4,52	4,57	4,61	4,48	4,48	4,48
PLN/USD	PLN	3,85	3,94	3,96	3,83	3,83	3,82
PLN/CHF	PLN	4,19	4,27	4,32	4,13	4,13	4,12
USD/EUR	USD	1,18	1,16	1,16	1,17	1,17	1,17
Stopa Fed	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	0,15	0,15	0,15
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,55	-0,55	-0,55
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,30	1,57	1,63	1,35	1,40	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,40	-0,17	-0,11	-0,35	-0,35	-0,30

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.