

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

29 października 2021

## Niezbyt skuteczna próba EBC ograniczenia oczekiwań na podwyżki stóp. Rekordowa inflacja skłoni RPP do podwyżki stóp w przyszłym tygodniu.

- W mijającym tygodniu na globalnym rynku finansowym utrzymywała się zmienność notowań aktywów, choć przy niższej amplitudzie wahań. Kombinacja spadku cen surowców (ceny gazu, miedzi, ropy naftowej), nieco słabszych, ale wciąż solidnych danych ze sfery realnej gospodarki światowej oraz publikacji solidnych wyników spółek giełdowych w USA pozwoliły na wzrost cen aktywów o wyższym profilu ryzyka i wzrost indeksów akcji na rozwiniętych rynkach.
- W mijającym tygodniu [rada EBC utrzymała stopy procentowe](#) na niezmiennym poziomie (0,0% dla stopy repo i -0,5% dla stopy depozytowej). Podczas konferencji prasowej prezes Christine Lagarde powiedziała, że według analiz EBC inflacja w trakcie 2022 r. będzie obniżać się oraz że warunki do podwyżek stóp nie są obecnie spełnione i rada nie przewiduje ich spełnienia w najbliższej przyszłości. Retoryka EBC nie była jednak wystarczająco przekonująca dla rynków, co przy dodatkowo opublikowanej już po posiedzeniu EBC wyższej od oczekiwań październikowej inflacji w strefie euro (4,1% r/r wobec 3,4% r/r we wrześniu, powyżej prognoz rynkowych 3,7%), przełożyło się na dalszy lekki wzrost rentowności 10-letnich obligacji niemieckich (o ok. 3 pkt. baz. do 0,08%).
- Z kolei rentowności obligacji w USA na dłuższym końcu krzywej nieznacznie obniżyły się – do 1,60%. Przez większą część tygodnia w ograniczonym stopniu wahał się kurs euro wobec dolara utrzymując się generalnie powyżej 1,16 USD/EUR.
- Opublikowane dane ze sfery realnej gospodarki światowej potwierdziły dotychczasowy obraz sytuacji tj. wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu aktywności w III kw. po jego dynamicznym wzroście w II kw. (kiedy większość gospodarek otwierała się), jednocześnie przy wciąż solidnym tempie tego wzrostu. Kolejne dane potwierdzają także sygnały negatywnego wpływu ograniczeń podaży na wyniki aktywności, np. niższe tempo wzrostu PKB w III kw. w USA (wzrost o 2,0% kw/kw w ujęciu danych zanalizowanych wobec prognozowanych 2,6%). Obok wyraźnie niższej kontrybucji zapasów, w III kw. słabsze wyniki notowała także konsumpcja prywatna, co z kolei mogło być wynikiem ograniczenia popytu na część usług wraz z pogorszeniem się w trakcie III kw. sytuacji epidemicznej w USA. Te wnioski spójne są także z nieco słabszymi (niż w II kw.) wrześniowymi wydatkami oraz dochodami gospodarstw domowych oraz słabszymi wynikami zamówień na dobra trwałego użytku w USA. W strefie euro dynamika PKB wyniosła 2,2% kw/kw, tyle samo co w II kw. (2,1% r/r) w niektórych krajach wyniki zaskoczyły *in plus* (Francja, Włochy), w niektórych jednak *in minus* (Hiszpania, Niemcy). W szczególności gospodarce niemieckiej ciężką globalne problemy podaży w przemyśle.
- Choć w minionym tygodniu sytuacja epidemiczna w Europie wyraźnie pogorszyła się, to wciąż nie miała ona większego wpływu na sytuację rynkową biorąc pod uwagę wyraźnie niższe statystyki zachorowań i hospitalizacji w porównaniu do sytuacji notowanej przed rokiem. W Polsce kontynuowany był dynamiczny wzrost liczby nowych przypadków COVID (ponad 6,5 tys. w ujęciu

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

średniej 7-dniowej) oraz hospitalizacji (6,2 tys.), niemniej w dalszym ciągu można wskazywać na dużo stabilniejszą sytuację epidemiczną w porównaniu do tej sprzed roku.

- Podobnie jak w tygodniach minionych sytuacja globalna miała w mijającym tygodniu ograniczony wpływ na krajowy rynek finansowy. Generalnie pozytywne nastroje pomagały krajowej giełdzie, niemniej to przede wszystkim nasilenie oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp przez RPP po publikacji październikowej inflacji CPI wsparty WIG przez dynamiczny wzrost cen akcji banków.
- Dane dot. inflacji wspierające oczekiwania na podwyżki stóp podbijały także rentowności krajowych obligacji skarbowych. Rentowności obligacji 2-letnich – o ok. 20 pkt. baz. powyżej 1,90%, z kolei rentowności 10-letnich papierów – o 10 pkt. baz. do 2,85%. Na tych efektach w ograniczonym stopniu korzystał natomiast złoty, kurs krajowej waluty utrzymywał się pod koniec tygodnia powyżej poziomu 4,60 PLN/EUR. Na słabe notowania krajowej waluty wpływało utrzymujące się napięcie w relacjach Polska – UE. Choć podtrzymujemy oczekiwania, że mniejsza skala podwyżki stóp w bieżącym cyklu wobec prognoz rynkowych będzie ograniczona w średnim okresie presję na wzrost rentowności krajowych obligacji, to podwyżki stóp w krótkim okresie będą podtrzymywać bieżące nastroje rynkowe w najbliższych tygodniach.
- Według szacunku *flash* [inflacja CPI w październiku wzrosła do 6,8% r/r](#) z 5,9% r/r notując rzadko spotykany skokowy wzrost, wyraźnie prognozy rynkowe (6,5% r/r). W decydującym stopniu ten wzrost jest pochodną wzrostów składowych inflacji, na kształtowanie się których polityka pieniężna ma ograniczony wpływ (podwyżka cen gazu oraz energii cieplnej podbijająca indeks cen nośników energii, kolejny miesiąc wzrostu cen paliw, silniejszy wzrost cen żywności). Trudno natomiast będzie zignorować Radzie szacowany wzrost inflacji bazowej powyżej 4,5% r/r, jak również psychologiczny efekt przebiccia przez wskaźnik CPI kolejnych poziomów (wysokie prawdopodobieństwo wzrostu inflacji powyżej 7,0% r/r na przełomie roku). Wobec tych danych skorygowaliśmy prognozowane tempo wzrostu stóp procentowych, tj. oczekujemy przyspieszenia tempa podwyżek stóp i oczekujemy, że na posiedzeniu w przyszłym tygodniu RPP podwyższy stopę referencyjną o 25 pkt. baz. po czym w styczniu o kolejne 25 pkt. (wobec dotychczasowej prognozy wzrostu stóp w styczniu o 50 pkt. baz.).
- Inwestorzy na rynku globalnym w tygodniu przyszłym będą zapewne najbardziej skupieni na posiedzeniu FOMC. Oczekujemy, że podczas posiedzenia FOMC utrzyma bez zmian stopy procentowe (przedział 0,00% – 0,25% dla stopy funduszy federalnych), oczekujemy natomiast, że podczas posiedzenia FOMC zdecyduje się ogłosić rozpoczęcie procesu ograniczania skali skupu aktywów (*tapering*). Jednocześnie nie sądzimy, aby celem komitetu było wspieranie oczekiwań rynkowych w zakresie szybszych podwyżek stóp procentowych. Zakładamy, że podczas konferencji prasowej prezes Fed Jerome Powell będzie nadal wskazywał na przewidywane stopniowe tempo zmian w polityce pieniężnej.
- W przyszłym tygodniu kluczowe będą także miesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy, jak również wskaźniki koniunktury za październik dla gospodarki Chin (PMI) oraz USA (ISM). Oczywiście jednak dane pozostaną w tle informacji dot. kształtowania się cen surowców, kluczowych z punktu widzenia krótkookresowych prognoz inflacyjnych i średniookresowych prognoz wzrostu gospodarczego.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

### • Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3 listopada)

**Oczekujemy, że Rada podwyższy stopy NBP, w tym stopę referencyjną o 25 pkt. baz. do 0,75%.**

Przekroczenie z nawiązką przez październikową inflację psychologicznej granicy 6% i perspektywa przekroczenia 7% na przełomie roku oznaczają w naszej ocenie istotny wzrost prawdopodobieństwa ponownego zaostrzenia polityki monetarnej na listopadowym posiedzeniu RPP.

Wydaje się co prawda, że intencją niektórych członków Rady było, by październikowa, zaskakująca dla rynku finansowego pod względem skali i terminu decyzja RPP, skonsumowała oczekiwane na ten rok podwyżki stóp NBP. Jednak presja bardzo wysokiej bieżącej inflacji nie pozwoli Radzie wstrzymać się z podwyżką w listopadzie. Dodatkowo użytecznym dla członków RPP przy uzasadnieniu decyzji o dalszym zacieśnieniu polityki monetarnej będzie publikacja listopadowej projekcji makroekonomicznej NBP, gdyż projekcja niemal na pewno wskaże na istotnie wyższą ścieżkę prognozowanej inflacji, przynajmniej w perspektywie 2022 r. Tym samym pomimo w naszej ocenie dominującego efektu bieżącej inflacji przy oczekiwanej listopadowej decyzji o podwyżce stóp, osadzenie jej w kontekście perspektyw przyszłej inflacji będzie dla dotychczas „gołębic” członków Rady bardzo wygodne.

Skokowy wzrost inflacji w październiku mógłby przemawiać za większą od oczekiwanej przez nas skalą podwyższenia stóp procentowych NBP (o 50 pkt. baz), czego oczekuje konsensus analityków wg Parkietu. Jednak naszym zdaniem za ostrożnością Rady przemawiać będą: - ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej w kontekście obecnych szoków podaźowych w globalnej gospodarce, - prawdopodobne obniżenie prognozy wzrostu PKB (przynajmniej na 2022 r.) w najnowszej projekcji NBP, - bieżące pogorszenie sytuacji epidemicznej w kraju, stanowiące ryzyko dla rozwoju aktywności gospodarczej.

### • Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (3 listopada)

**Oczekujemy, że podczas listopadowego posiedzenia FOMC utrzyma bez zmian stopy procentowe (na poziomie 0,00% - 0,25% dla stopy funduszy federalnych), zakładamy natomiast, że podczas posiedzenia FOMC zdecyduje się na ogłoszenie rozpoczęcia ograniczania skali skupu aktywów (*tapering*).**

Zestawiając napływające w ostatnich tygodniach informacje: - utrzymujące się ryzyka inflacyjne w warunkach dynamicznego wzrostu cen surowców, - spowalniające tempo wzrostu aktywności, - choć wolniejsze, wciąż solidne tempo tego wzrostu, zakładamy, że FOMC zdecyduje się na ogłoszenie kolejnych kroków normalizacji polityki pieniężnej zgodnie z intencjami prezentowanymi w minionych tygodniach.

Napływające w minionych tygodniach dane, w szczególności z rynku pracy, były w naszej ocenie wystarczające dla FOMC aby ogłosić rozpoczęcie zmian w programie skupu, jednocześnie nie sądzimy, aby celem komitetu było wspieranie oczekiwań rynkowych w zakresie szybszych podwyżek stóp procentowych. Zakładamy, że podczas konferencji prasowej prezes Fed

Jerome Powell będzie nadal wskazywał na jedynie stopniowe tempo zmian w polityce pieniężnej, biorąc pod uwagę charakter wzrostu inflacji i wciąż szanse na jej wyraźny spadek w 2022 r..

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

niedziela 31 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł / usługi, październik	49,6 pkt. / 53,2 pkt.	49,7 pkt. / -	-
poniedziałek 1 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł, październik	50,0 pkt.	50,0 pkt.	-
09:00	DE	Sprzedaż detaliczna, wrzesień	1,1% m/m	0,6% m/m	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, październik	61,1 pkt.	61,4 pkt.	-
wtorek 2 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:00	PL	<b>Indeks koniunktury PMI, październik</b>	<b>53,4 pkt.</b>	<b>53,0 pkt.</b>	<b>53,0 pkt.</b>
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.	-
środa 3 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, październik (ost.)	52,4 pkt. (wst.)	52,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, październik (ost.)	54,7 pkt. (wst.)	54,7 pkt.	-
-	PL	<b>Ogłoszenie decyzji RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP</b>	<b>0,50%</b>	<b>1,00%</b>	<b>0,75%</b>
13:15	US	Zmiana zatrudnienia w ADP, październik	568 tys.	400 tys.	-
16:00	PL	<b>Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP</b>	-	-	-
15:00	US	Zamówienia w przemyśle, wrzesień	1,2% m/m	-0,2% m/m	-
15:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, październik	61,9 pkt.	61,8 pkt.	-
19:00	US	Ogłoszenie decyzji FOMC ws. poziomu stóp procentowych Fed	0-0,25%	0-0,25%	0-0,25%
19:30	US	Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC	-	-	-
czwartek 4 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, sierpień	-7,7% m/m	1,9% m/m	-
13:00	UK	Ogłoszenie decyzji Banku Anglii ws. poziomu stóp procentowych	0,1%	0,1%	-
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 30.10	281 tys.	278 tys.	-
piątek 5 listopada			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, wrzesień	-4,0% m/m	1,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, wrzesień	0,3% m/m	0,3% m/m	-
13:30	US	Zmiana zatrudnienia, październik	194 tys.	400 tys.	-
13:30	US	Stopa bezrobocia, październik	4,8%	4,7%	-
13:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, październik	4,6% r/r	4,9% r/r	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

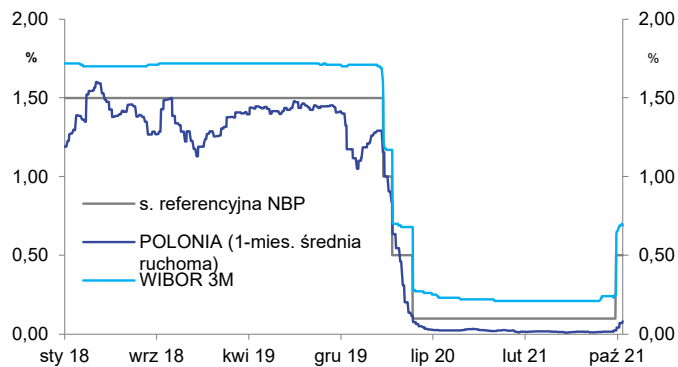
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
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	
Sprzedż 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	6,8% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	październik	2.11	53,4 pkt.		53,0 pkt.
Posiedzenie RPP	PL	listopad	3.11	0,5%		0,75%

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
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	2,1% 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	50,0 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	październik	1.11	50,0 pkt.		50,0 pkt.
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	październik	1.11	61,1 pkt.		61,4 pkt.
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	październik	3.11	61,9 pkt.		61,8 pkt.
Posiedzenie FOMC	US	listopad	3.11	0-0,25%		0-0,25%
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	październik	5.11	194 tys.		400 tys.
Stopa bezrobocia	US	październik	5.11	4,8%		4,7%

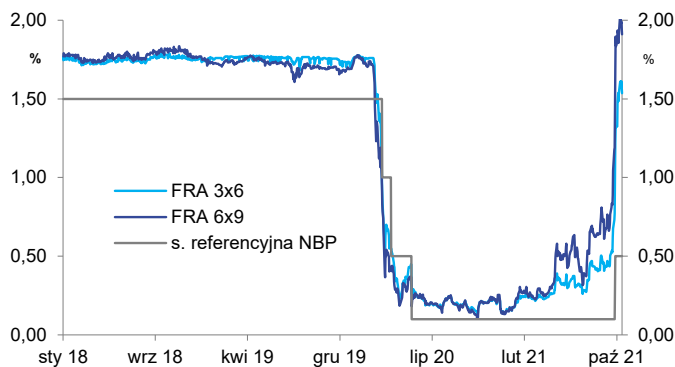
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



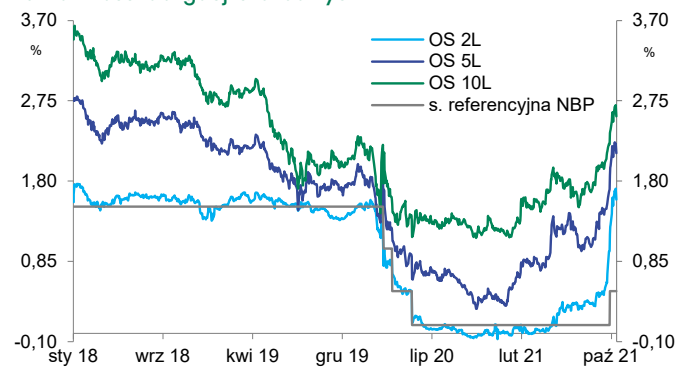
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



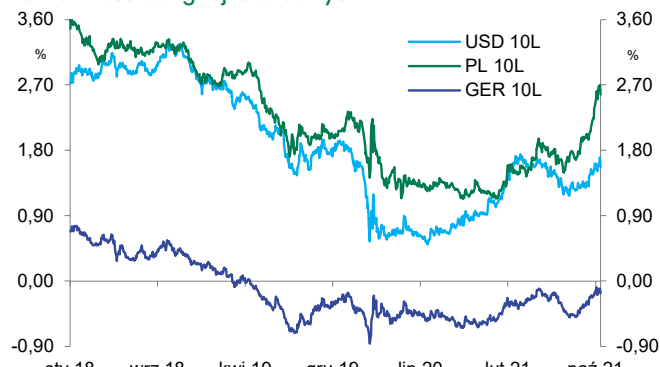
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych



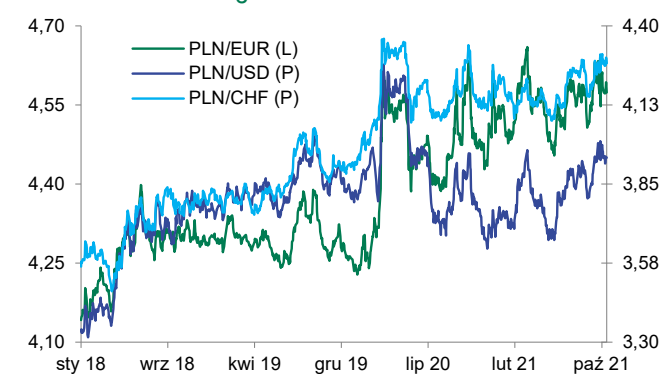
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych



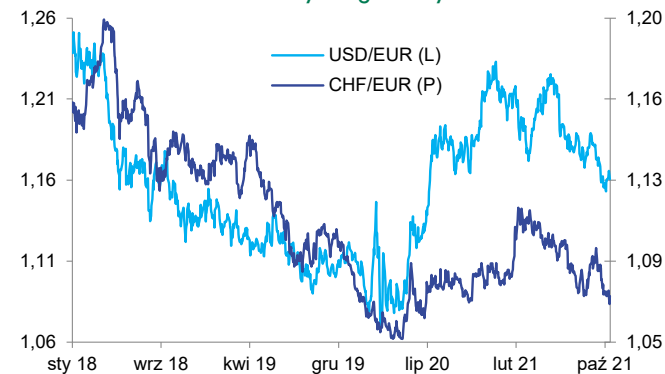
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



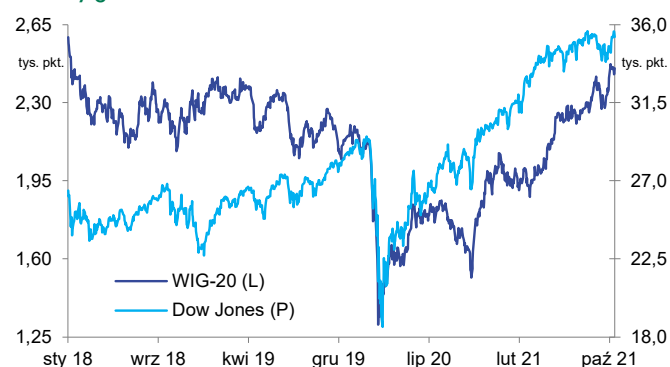
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



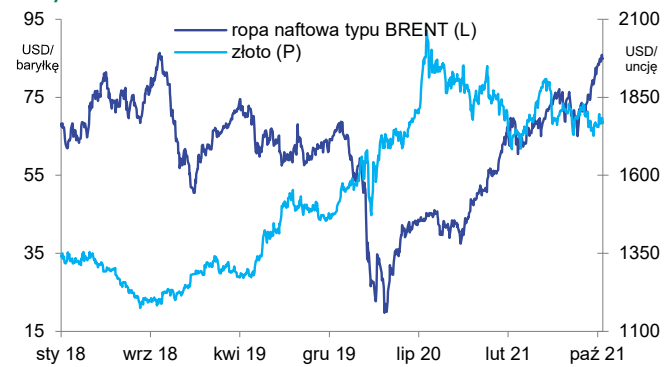
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

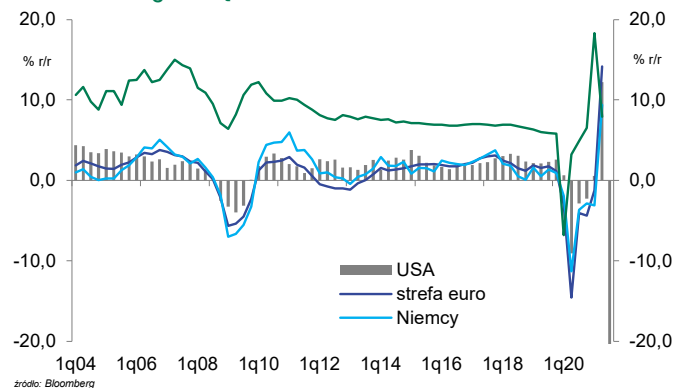
### Ceny surowców



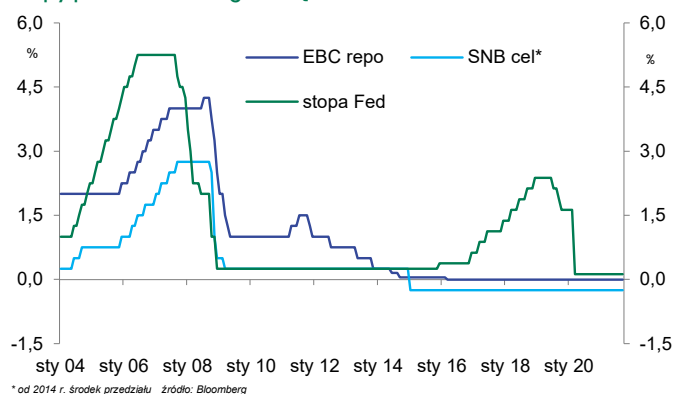
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

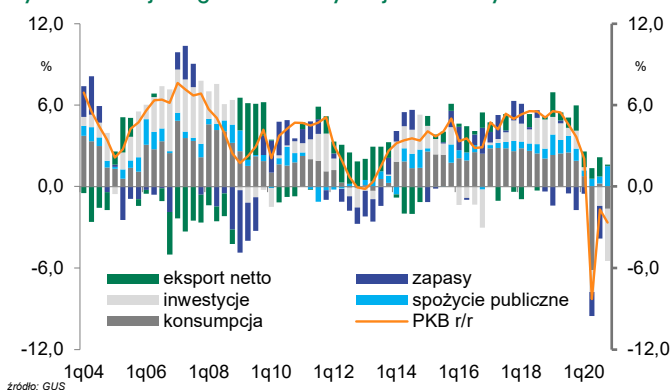
### Wzrost PKB za granicą



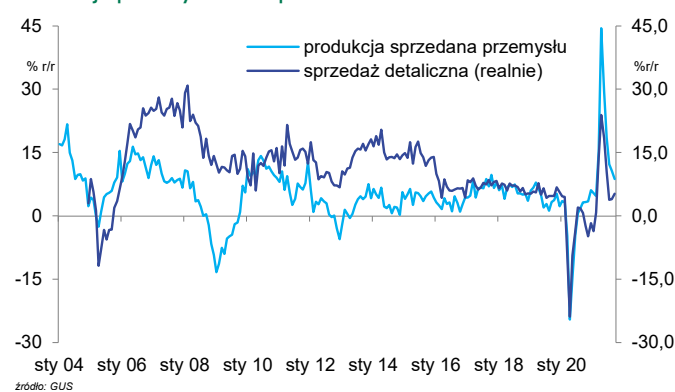
### Stopy procentowe za granicą



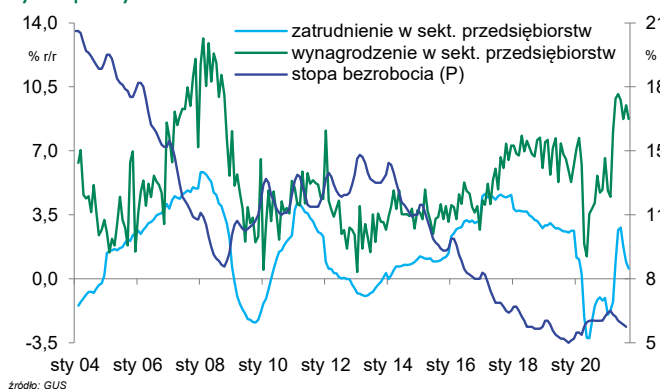
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



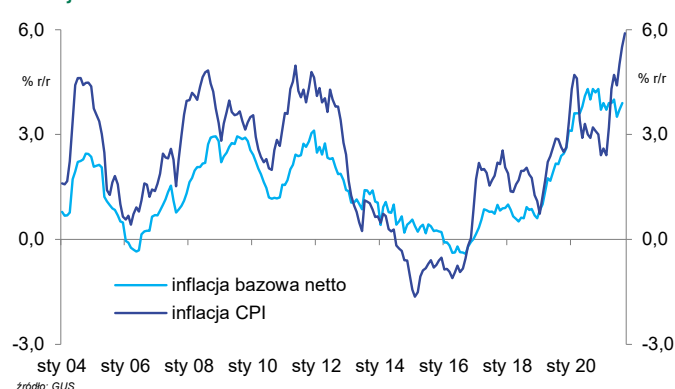
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



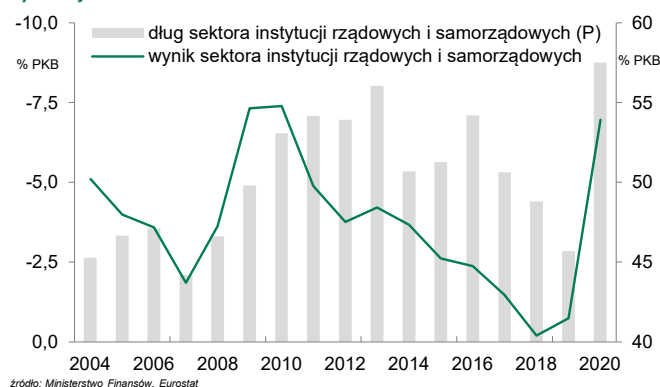
### Rynek pracy



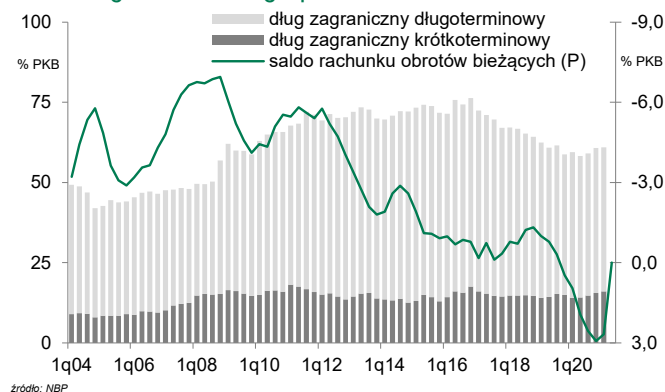
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2021	22.10.2021	29.10.2021	30.11.2021	31.12.2021	31.03.2022
Stopa lombardowa NBP	%	0,50	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50
Stopa referencyjna NBP	%	0,10	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,50
WIBOR 3M	%	0,23	0,69	0,70	0,90	0,95	1,15
Obligacje skarbowe 2L	%	0,70	1,58	1,93	1,75	1,70	1,55
Obligacje skarbowe 5L	%	1,54	2,13	2,40	2,30	2,25	2,20
Obligacje skarbowe 10L	%	2,15	2,56	2,85	2,75	2,70	2,65
PLN/EUR	PLN	4,63	4,57	4,62	4,58	4,60	4,55
PLN/USD	PLN	3,99	3,94	3,98	3,95	3,97	3,94
PLN/CHF	PLN	4,27	4,27	4,36	4,26	4,28	4,23
USD/EUR	USD	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
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	-
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,49	1,57	1,60	1,50	1,50	1,50
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,20	-0,17	-0,08	-0,25	-0,30	-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 wpacony w całości.