

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

15 listopada 2021

## Ponownie wzmagają się obawy przed wysoką globalną inflacją. W Polsce solidny PKB w III kw.

- W minionym tygodniu w centrum uwagi rynkowej były globalne tendencje inflacyjne. Kolejna niespodzianka dotycząca wskaźnika CPI w USA ponownie podsyłała wątpliwości rynkowe na ile bieżący wzrost inflacji ma charakter przejściowy, jak to przedstawiały ostatnio Fed czy EBC. Opublikowany w minionym tygodniu październikowy wskaźnik CPI wzrósł w USA do 6,2% r/r (najwyższego poziomu od trzech dekad), a w przypadku wskaźnika inflacji bazowej do 4,6% r/r, w obu przypadkach wyraźnie przekraczając oczekiwania rynkowe. Także ubiegłotygodniowe publikacje innych miar inflacji (PPI w Chinach, CPI na Węgrzech czy w Meksyku) zaskoczyły „od góry” i wskazały na trwający wzrostowy trend inflacji.
- Nasilenie obaw rynkowych przed wyższą i trwalszą inflacją przyniosło wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. W skali tygodnia rentowności papierów 10-letnich w USA wzrosły o ponad 10 pkt. baz. do 1,56%, zaś w Niemczech o 3 pkt. baz. do -0,26%. Jeszcze silniejszy wzrost obserwowany była na krótszym końcu krzywej dochodowości, odzwierciedlając rosnące powątpiewanie rynków, czy główne banki centralne, a w szczególności Fed, „wytzymają” wzrost inflacji w dotychczasowej skali, bez przyspieszenia podwyżek stóp procentowych wobec dotychczasowych deklaracji. Ten efekt wzmocnił dolara wobec euro – do 1,145 USD/EUR (o 1 centa w skali tygodnia).
- Z kolei ubiegłotygodniowe publikacje danych nt. sfery realnej gospodarki światowej (wskaźniki nastrojów konsumentów w USA czy produkcja przemysłowa w strefie euro) zaskoczyły *in minus*. Wyższa inflacja i słabsza aktywność gospodarcza to niesprzyjająca kombinacja dla rynków akcji. Dlatego w warunkach podwyższonej niepewności co do dalszego scenariusza rozwoju gospodarczego większość indeksów giełdowych wyhamowała ostatnie wzrosty lub poddała się korekcie spadkowej. Indeks MSCI dla światowego rynku nie zmienił się w skali tygodnia, w USA lekko spadł, w strefie euro lekko zyskał. Pozytywnie na tle rozwiniętych rynków odróżniły się niektóre rynki wschodzące (Chiny, Indie, Brazylia) z ponad 1% wzrostami, niemniej rynki te odrabiały straty po bardzo słabych poprzednich kilku tygodniach, kiedy silnie traciły (często z powodów o charakterze lokalnym).
- Podobnie jak w poprzednich tygodniach pogarszająca się sytuacja epidemiczna w Europie (i w mniejszym stopniu w USA) pozostała bez większego wpływu na sytuację rynkową. Choć liczba zachorowań (np. w Niemczech) rośnie dynamicznie, to wysoki odsetek zaszczepionych i niższy niż przed rokiem poziom hospitalizacji pozwala oczekiwać uniknięcia powtórki ubiegłorocznych lockdownów. W Polsce kontynuowany jest dynamiczny wzrost liczby nowych przypadków COVID (ponad 14 tys. w ujęciu średniej 7-dniowej) oraz hospitalizacji (powyżej 13 tys.). Jednocześnie także przedstawiciele polskiego rządu podtrzymują deklaracje braku planów wprowadzenia w Polsce ogólnokrajowego lockdownu.
- Słabsze nastroje na globalnym rynku w połączeniu z płytkim rynkiem w związku z długim świątecznymi weekendem w Polsce nie posłużyły krajowym aktywom. W ślad za rynkami bazowymi podążyły w minionym tygodniu rentowności złotych

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

obligacji skarbowych, osiągając na koniec tygodnia 2,90% (o 10 pkt. baz więcej niż tydzień wcześniej). Wzrost ten podsycił także rosnące oczekiwania na dalszą dynamiczną kontynuację podwyżek stóp NBP. Na koniec minionego tygodnia rynek FRA wycenił wzrost stopy referencyjnej NBP w perspektywie 3 miesięcy do 3,0% (nie podzielały tak agresywnych oczekiwań dot. skali zacieśnienia polityki monetarnej NBP). Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków RPP generalnie wspierały oczekiwania na grudniową podwyżkę stóp. Choć trudno jednoznacznie wnioskować na podstawie tych wypowiedzi o skali grudniowej podwyżki, nie wyczytaliśmy z nich kolejnej podwyżki o 75 pkt. baz, raczej mniejszej – w przedziale 25-50 pkt. baz. Opublikowany dzisiaj ostateczny październikowy [wskaznik CPI](#) na poziomie 6,8%, wskazujący na wyraźny wzrost inflacji bazowej w okolicy 4,6% łącznie z perspektywą osiągnięcia lub przekroczenia przez CPI w listopadzie poziomu 7%, wspierają oczekiwania na ponowne zacieśnienie polityki monetarnej w grudniu. Sądzymy, że o jej ostatecznej skali zadecyduje przede wszystkim wstępny odczyt listopadowej inflacji, który zostanie opublikowany z początkiem grudnia.

- Pomimo rosnących oczekiwań rynkowych na zacieśnienie polityki monetarnej kurs złotego ostał się w minionym tygodniu. W relacji do koszyka walut złoty stracił ponad 1% w skali tygodnia i na koniec tygodnia ukształtował się w okolicach 4,64 PLN/EUR, 4,40 PLN/CHF oraz 4,06 PLN/USD, z czego niemal całość osłabienia nastąpiła przy niskiej aktywności inwestorów pod koniec tygodnia. W tle słabości złotego pozostawały zapewne wątki polityczne (relacje Polska-UE). Silnie na tle innych rynków straciła też warszawska giełda ze spadkiem WIG o 3% w skali tygodnia.
- Bez wpływu na ceny krajowych aktywów pozostała piątkowa publikacja [szacunku flash PKB](#) w III kw. Wzrost PKB obniżył się do 5,1% r/r z 11,2% r/r w II kw., przekraczając oczekiwania w okolicach 4,6-4,7%. W ujęciu kwartalnym PKB oczyszczony z wpływu wahań sezonowych wzrósł o 2,1% kw/kw wobec 1,8% w II kw. (blisko naszej prognozy 2,0% kw/kw), co świadczy o solidnej aktywności polskiej gospodarki. Z kolei skokowe obniżenie dynamiki PKB w III kw. w ujęciu r/r to skutek wygaśnięcia efektu bardzo niskiej bazy odniesienia, który podbił wzrost PKB w II kw. do dwucyfrowego poziomu.
- W bieżącym tygodniu zaplanowane są liczne wystąpienia publiczne, w tym prezes EBC i przedstawiciele Fed. W te wystąpienia rynki zapewne będą się uważnie wsluchiwały, biorąc pod uwagę ostatnie tendencje inflacyjne. W tym tygodniu oczekiwane będą też posiedzenia banków centralnych Węgier (oczekiwana podwyżka stóp o 0,3 pkt. proc. do 2,1%) i Turcji (oczekiwana obniżka o 1 pkt. proc. do 15%), a z początkiem przyszłego tygodnia banku Chin (stopy bez zmian).
- W tym tygodniu kalendarz publikacji istotnych danych makroekonomicznych z gospodarki światowej jest raczej ubogi. Najważniejsze dane dotyczą gospodarki USA – będą to październikowa produkcja przemysłu i sprzedaż detaliczna.
- Z kolei w Polsce w najbliższy piątek rozpocznie się comiesięczna seria publikacji nt. sfery realnej gospodarki – w tym tygodniu dane z rynku pracy, a z początkiem kolejnego – produkcja przemysłowa.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw w październiku (19 listopada)**

**Prognozujemy, że w październiku roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 0,4% r/r z 0,6% r/r we wrześniu.** W skali miesiąca (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) oczekujemy niewielkiego wzrostu zatrudnienia, w warunkach generalnie korzystnej koniunktury gospodarczej i wysokiego popytu na pracę ze strony przedsiębiorstw. Jednocześnie jednak czynnikiem hamującym silniejszy wzrost dynamiki zatrudnienia jest utrzymujące się ograniczenie wymiaru etatu pracowników w przedsiębiorstwach ograniczających skalę produkcji z uwagi na ograniczenia podażowe (gł. motoryzacja). Jednocześnie przy rosnącej bazie odniesienia te efekty osłabiają roczną dynamikę przeciętnego zatrudniania przy stabilizacji rocznej dynamiki liczby pracujących.

**Prognozujemy, że w październiku wzrost płac wyniósł 8,5% r/r nie zmieniając się istotnie wobec 8,7% r/r we wrześniu.** Negatywne efekty kalendarzowe (liczba dni roboczych) będą ograniczać skalę wzrostu wynagrodzeń w części sektorów (np. przemysł, budownictwo), jednocześnie niższa baza odniesienia w części sektorów (jesienne restrykcje epidemiczne w handlu i usługach w 2020 r.) będą równoważyć te efekty wyższą roczną dynamiką wzrostu wynagrodzeń.

- **Produkcja sprzedana przemysłu w październiku (22 listopada)**

**Szacujemy, że w październiku dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 5,2% r/r z 8,8% r/r we wrześniu.** W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy stabilizacji wartości produkcji, po jej korekcyjnym wrześniowym wzroście. Utrzymanie trudnej sytuacji w części branż z tytułu ograniczeń podażowych (motoryzacja) oraz globalny efekt spowolnienia aktywności w przemyśle będzie hamował wzrost produkcji. Wyhamowanie miesięcznych wzrostów produkcji przy jednocześnie solidnych bazach odniesienia sprzed roku przekłada się obecnie na spadki rocznej dynamiki produkcji, dodatkowo w październiku ograniczanej przez efekty kalendarzowe (pogorszenie relacji liczby dni roboczych)

- **Wskaźnik PPI w październiku (22 listopada)**

**Prognozujemy, że w październiku wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 11,5% r/r z 10,2% r/r we wrześniu.** Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły o 1,6% w warunkach: - silnego wzrostu hurtowych cen paliw, - deprecjacji notowań złotego w ujęciu średniomiesięcznym (wzrost wartości złotej eksportowanych towarów), - wzrostu w górnictwie rud metali, utrzymującej się wysokiej presji kosztowej z tytułu wzrostu cen surowców.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 16 listopada       |     |  | poprzednie dane   | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ     |
|---------------------------|-----|--|-------------------|-------------------|------------------|
| 11:00                     | EMU | PKB, III kw. (2-gi szacunek)   | 2,2% kw/kw (wst.) | 2,2% kw/kw        | -                |
| 14:00                     | HU  | Decyzja banku centralnego Węgier ws. poziomu stopy referencyjnej               | 1,80%             | 2,10%             | -                |
| 14:00                     | PL  | <b>Inflacja bazowa (CPI z wyłączeniem cen żywności i energii), październik</b> | <b>4,2% r/r</b>   | -                 | <b>4,6% r/r</b>  |
| 14:30                     | US  | Sprzedaż detaliczna, październik   | 0,7% m/m          | 1,1% m/m          | -                |
| 15:15                     | US  | Produkcja przemysłowa, październik   | -1,3% m/m         | 0,7% m/m          | -                |
| 17:10                     | EMU | Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagarde   | -                 | -                 | -                |
| środa 17 listopada        |     |  | poprzednie dane   | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ     |
| 11:00                     | EMU | Inflacja HICP, październik (ost.)  | 4,1% r/r (wst.)   | 4,1% r/r          | -                |
| 11:00                     | EMU | Inflacja HICP – wskaźnik bazowy, październik (ost.)                            | 2,1% r/r (wst.)   | 2,1% r/r          | -                |
| 19:30                     | EMU | Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagarde   | -                 | -                 | -                |
| czwartek 18 listopada     |     |  | poprzednie dane   | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ     |
| 14:30                     | US  | Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 15.11                      | 267 tys.          | 260 tys.          | -                |
| 14:30                     | US  | Indeks koniunktury w regionie Filadelfii, listopad                             | 23,8 pkt.         | 24,0 pkt.         | -                |
| piątek 19 listopada       |     |  | poprzednie dane   | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ     |
| 10:00                     | PL  | <b>Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, październik</b>                   | <b>8,7% r/r</b>   | <b>8,9% r/r</b>   | <b>8,5% r/r</b>  |
| 10:00                     | PL  | <b>Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, październik</b>                    | <b>0,6% r/r</b>   | <b>0,5% r/r</b>   | <b>0,5% r/r</b>  |
| 19:00                     | EMU | Wystąpienie prezes EBC Ch. Lagarde   | -                 | -                 | -                |
| poniedziałek 22 listopada |     |  | poprzednie dane   | prognoza rynkowa* | prognoza BOŚ     |
| 02:30                     | CHN | Decyzja banku centralnego Chin ws. poziomu stopy pożyczkowej                   | 3,85%             | 3,85%             | -                |
| 10:00                     | PL  | <b>Produkcja przemysłowa, październik</b>                                      | <b>8,8% r/r</b>   | <b>5,4% r/r</b>   | <b>5,2% r/r</b>  |
| 10:00                     | PL  | <b>Wskaźnik cen w przemyśle PPI, październik</b>                               | <b>10,2% r/r</b>  | <b>10,8% r/r</b>  | <b>11,5% r/r</b> |
| 16:00                     | US  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym, październik                                   | 6,29 mln          | -                 | 6,15 mln         |

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

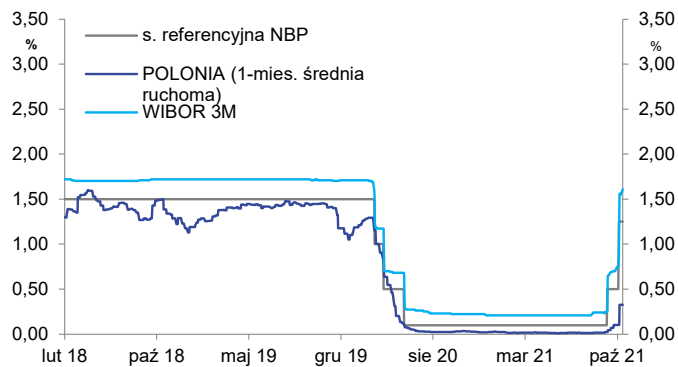
## Miesięczny kalendarz publikacji danych

| wskaźnik / wydarzenie                            |    | za okres    | data  | poprzednie dane | realizacja     | prognoza BOŚ |
|--|----|-------------|-------|-----------------|----------------|--------------|
| 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.       | 53,8 pkt.      |              |
| Posiedzenie RPP                                  | PL | listopad    | 3.11  | 0,5%            | 1,25%          |              |
| Wskaźnik inflacji CPI (ost.)                     | PL | październik | 15.11 | 5,8% r/r (wst.) | 5,8% r/r       |              |
| Saldo w obrotach bieżących                       | PL | wrzesień    | 15.11 | -1 441 mln EUR  | -1 339 mln EUR |              |
| Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii | PL | październik | 16.11 | 4,2% r/r        |                | 4,6% r/r     |
| Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach               | PL | październik | 19.11 | 8,7% r/r        |                | 8,5% r/r     |
| Zatrudnienie w przedsiębiorstwach                | PL | październik | 19.11 | 0,6% r/r        |                | 0,5% r/r     |
| Produkcja przemysłowa                            | PL | październik | 22.11 | 8,8% r/r        |                | 5,2% r/r     |
| Wskaźnik PPI                                     | PL | październik | 22.11 | 10,2% r/r       |                | 11,5% r/r    |
| Produkcja budowlano-montażowa                    | PL | październik | 23.11 | 4,3% r/r        |                | 1,0% r/r     |
| Sprzedż detaliczna (ceny stałe)                  | PL | październik | 23.11 | 5,1% r/r        |                | 6,5% r/r     |
| Stopa bezrobocia                                 | PL | październik | 25.11 | 5,6%            |                | 5,6%         |

| wskaźnik / wydarzenie                    |     | za okres    | data  | poprzednie dane | realizacja | prognoza rynkowa |
|--|-----|-------------|-------|-----------------|------------|------------------|
| Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł | CHN | październik | 1.11  | 50,0 pkt.       | 50,6 pkt.  |                  |
| Indeks koniunktury ISM – przemysł        | US  | październik | 1.11  | 61,1 pkt.       | 60,8 pkt.  |                  |
| Indeks koniunktury ISM – usługi          | US  | październik | 3.11  | 61,9 pkt.       | 66,7 pkt.  |                  |
| Posiedzenie FOMC                         | US  | listopad    | 3.11  | 0-0,25%         | 0-0,25%    |                  |
| Zmiana zatrudnienia w gospodarce         | US  | październik | 5.11  | 312 tys.        | 531 tys.   |                  |
| Stopa bezrobocia                         | US  | październik | 5.11  | 4,8%            | 4,6%       |                  |
| Produkcja                                | CHN | październik | 16.11 | 4,4% r/r        | 3,5% r/r   |                  |
| Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.) | EMU | listopad    | 23.11 | 58,5 pkt.       |            | -                |
| Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)   | EMU | listopad    | 23.11 | 54,6 pkt.       |            | -                |
| Wskaźnik inflacji bazowej PCE            | US  | październik | 25.11 | 3,6% r/r        |            | -                |
| Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)    | EMU | listopad    | 25.11 | 1,9% r/r        |            | -                |
| Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł    | CHN | listopad    | 30.11 | 49,2 pkt.       |            | -                |
| Indeks koniunktury PMI NBS – usługi      | CHN | listopad    | 30.11 | 52,4 pkt.       |            | -                |

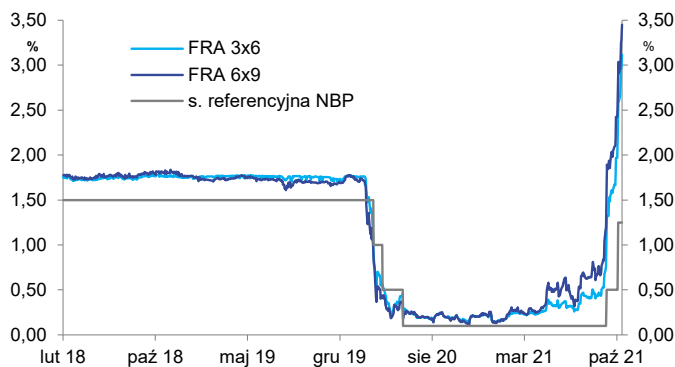
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



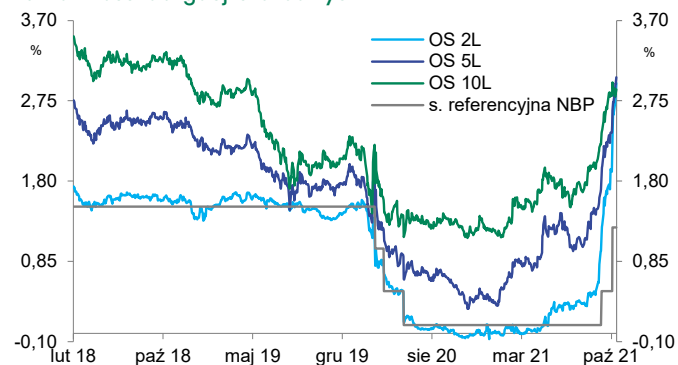
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



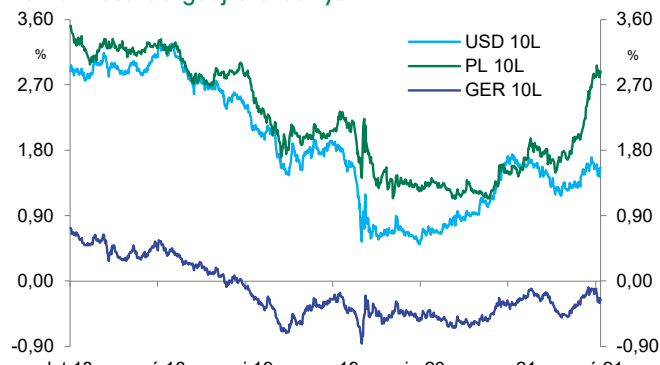
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych



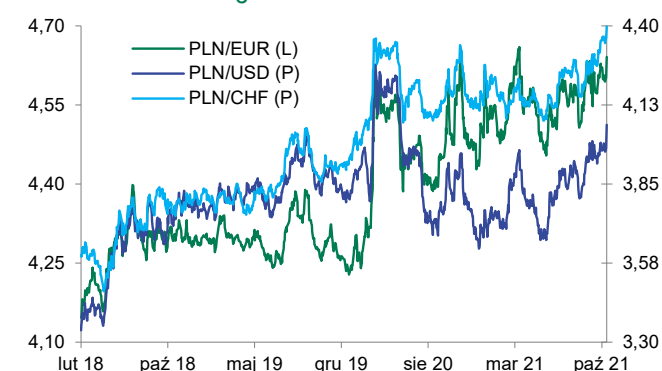
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych



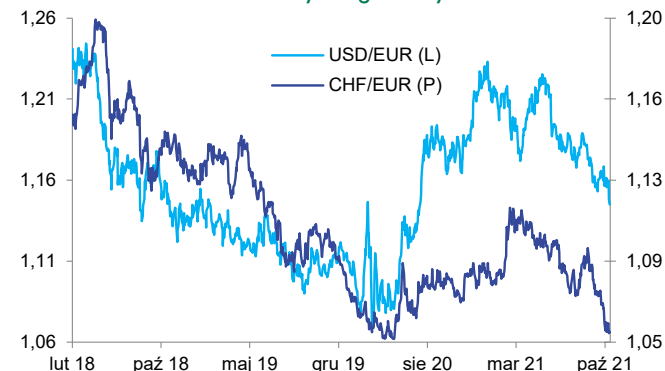
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



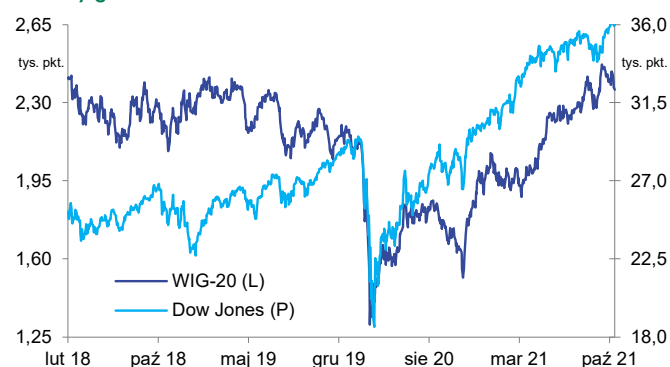
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



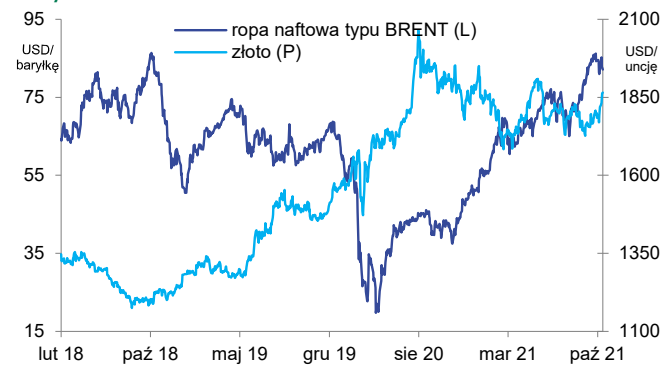
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

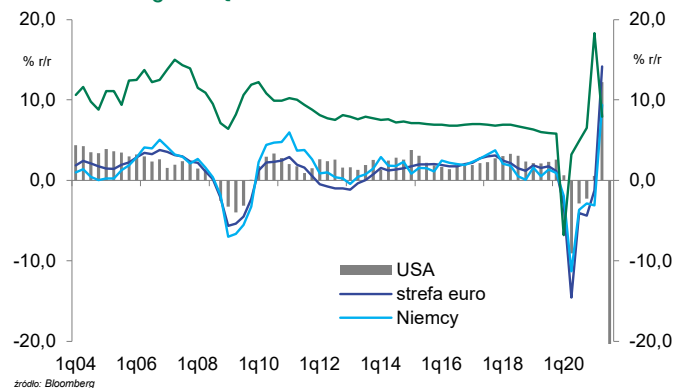
### Ceny surowców



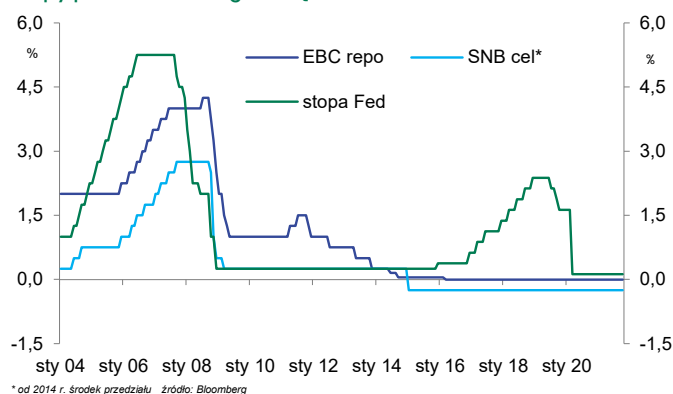
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

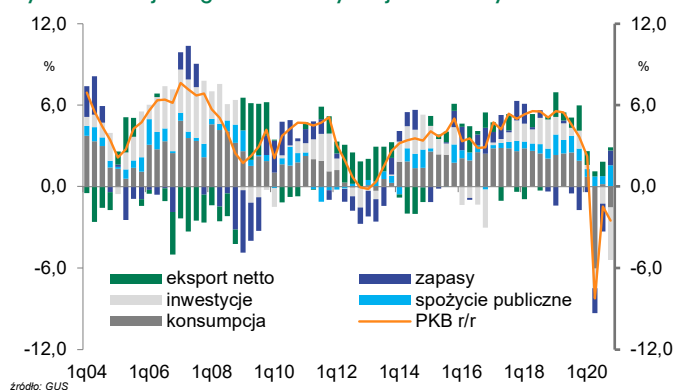
### Wzrost PKB za granicą



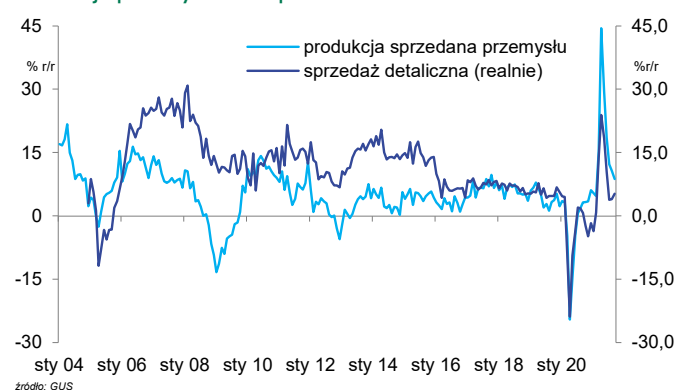
### Stopy procentowe za granicą



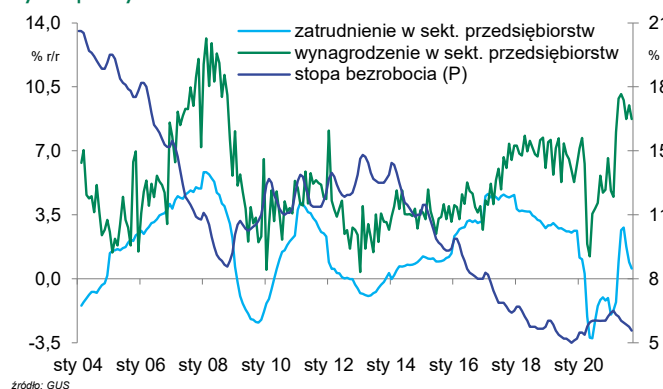
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



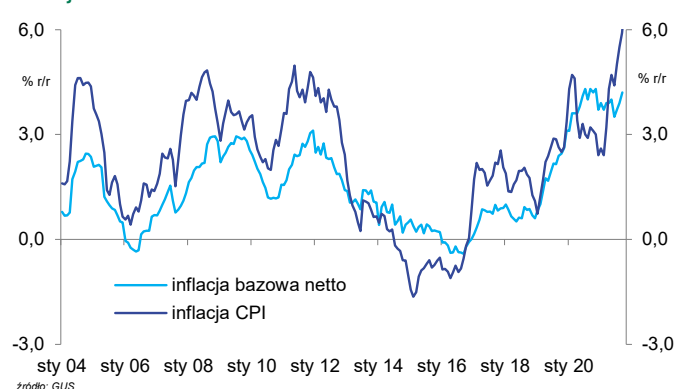
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



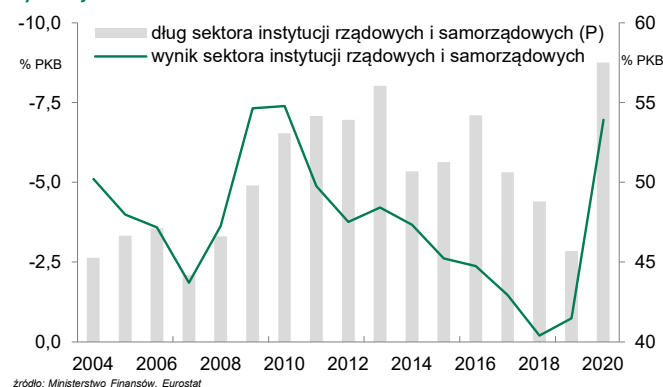
### Rynek pracy



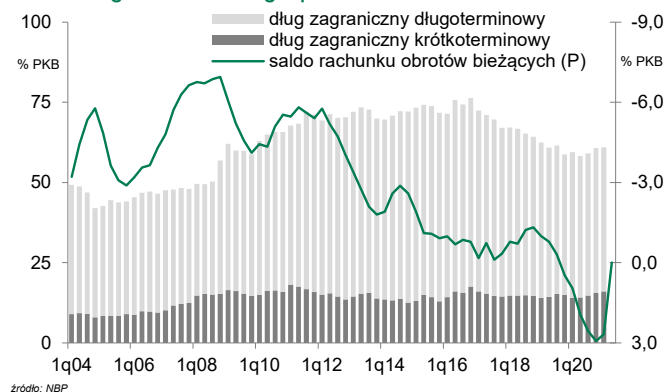
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 31.10.2021 | 08.11.2021 | 15.11.2021 | 31.12.2021 | 31.01.2022 | 31.03.2022 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP       | %   | 1,00       | 1,75       | 1,75       | 2,50       | 3,00       | 3,25       |
| Stopa referencyjna NBP     | %   | 0,50       | 1,25       | 1,25       | 1,75       | 2,00       | 2,25       |
| Stopa depozytowa NBP       | %   | 0,00       | 0,75       | 0,75       | 1,00       | 1,00       | 1,25       |
| WIBOR 3M                   | %   | 0,74       | 1,55       | 0,70       | 1,90       | 2,15       | 2,40       |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 1,94       | 2,69       | 1,93       | 2,70       | 2,65       | 2,60       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 2,37       | 2,85       | 2,40       | 2,85       | 2,75       | 2,70       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 2,81       | 2,90       | 2,85       | 2,95       | 2,90       | 2,85       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,62       | 4,60       | 4,62       | 4,60       | 4,55       | 4,55       |
| PLN/USD                    | PLN | 3,97       | 3,97       | 3,98       | 4,00       | 3,96       | 3,95       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,35       | 4,34       | 4,36       | 4,32       | 4,27       | 4,27       |
| USD/EUR                    | USD | 1,16       | 1,16       | 1,16       | 1,15       | 1,15       | 1,15       |
| 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 | %   | 1,55       | 1,49       | 1,60       | 1,50       | 1,50       | 1,50       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | -0,11      | -0,25      | -0,08      | -0,25      | -0,25      | -0,25      |

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.