

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

4 października 2021

## Wzrost cen surowców impulsem dla wyprzedzaży na rynku globalnym. Wysoka wrześnieowa inflacja pobudza spekulacje co do wyniku posiedzenia RPP.

- Miniony tydzień przyniósł wyraźny wzrost globalnej awersji do ryzyka, czego powodem nie były ani dane ze sfery realnej ani pogorszenie sytuacji epidemicznej, a rosnące obawy o negatywny dla globalnej koniunktury gospodarczej wpływ wzrostu cen surowców na światową gospodarkę. W minionym tygodniu ceny gazu na rynku hurtowym kontynuowały silny wzrost, ceny ropy naftowej wzrosły nieznacznie (do 79 USD/baryłkę). Informacje o niskim poziomie zapasów gazu w Europie obok informacji o wstrzymywaniu dostaw prądu do fabryk w Chinach wzmożyły obawy co dożywienia gospodarki globalnej w kontekście niebezpiecznie rosnących kosztów.
- W efekcie globalny indeks akcji MSCI obniżył się o 2,5%, w podobnej skali obniżając się w USA i strefie euro. Wyraźnie mniej stracił indeks rynków wschodzących, na co mogły wpłynąć wzrosty chińskich indeksów akcji. Choć utrzymują się silne obawy dot. perspektyw wzrostowych gospodarki chińskiej, to publikacje indeksów koniunktury PMI w Chinach okazały się *per saldo* nieco lepsze od oczekiwań, w szczególności ograniczenie ryzyka sytuacji epidemicznej podbiło indeks dla usług.
- publikacje nt. gospodarki globalnej nie zaskoczyły znacząco, dane dot. wydatków i dochodów gospodarstw domowych w USA wskazały na stabilny, umiarkowany wzrost, pogorszenie sytuacji epidemicznej hamuje silniejsze wzrosty wydatków ciężąc nastrojom konsumentów. Pomimo globalnych wyzwań, we wrześniu wzrósł indeks koniunktury gospodarczej ISM w USA. Zgodnie z oczekiwaniami w sierpniu ustabilizował się wskaźnik inflacji PCE w USA, w strefie euro wzrost z kolei wskaźnik HICP za wrzesień (opóźnione efekty bazy). Choć wiele czynników wskazuje na oznaki wygasania dotychczasowego wzrostu inflacji, to nieprzewidywalna sytuacja na rynku gazu oraz utrzymujące się wyzwania w globalnym transporcie nie pozwalają jednoznacznie „zamknąć” tego tematu.
- W minionym tygodniu prezydent Joe Biden podpisał prowizorium budżetowe zapewniające finansowanie działalności państwa do 3 grudnia, co odsuwa ponownie w czasie ryzyko paraliżu funkcjonowania administracji federalnej.
- Pomimo dominujących obaw związanych ze wzrostem kosztów, rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych na dłuższym końcu praktycznie nie zmieniły się, biorąc pod uwagę założenie, że banki centralne nie będą na tę sytuację reagować w kontekście polityki pieniężnej, a ryzyka dla wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie ograniczają wzrost długoterminowych stóp procentowych. Wzrost globalnej awersji do ryzyka oraz utrzymujące się różnice dot. perspektyw polityki pieniężnej Fed i EBC poskutkowały w minionym tygodniu aprecjacją dolara i spadkiem kursu euro wobec dolara w kierunku 1,16 USD/EUR.
- W ujęciu globalnym sytuację epidemiczną w minionym tygodniu można określać jako stabilną, przy wciąż podwyższonym wskaźniku nowych przypadków COVID-19 w USA, ale jednocześnie obniżających się liczbach tych przypadków. W części państwa europejskich (w tym w Wielkiej Brytanii) liczba zachorowań ponownie rośnie, nie

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

przekraczając jednak maksimum z III kw. br. W Polsce liczba zachorowań przekroczyła poziom 1 tys. utrzymując solidny wzrost (ok. 40% t/t), solidnie rosnęły także hospitalizacje, których poziom (poniżej 2,0 tys.) pozostaje daleko poniżej niebezpiecznych wskaźników. Na koniec tygodnia liczba osób zaszczepionych przynajmniej jedną dawką wyniosła 19,85 mln (ponad 52% populacji), w tym w pełni zaszczepionych 19,5 mln.

- Pomimo wyraźnego pogorszenia sytuacji na rynkach globalnych, w minionym tygodniu WIG wzrósł o 0,9%, a z początkiem IV kw. silnie na wartości – jak na warunki globalne – zyskał złoty (0,3% w ujęciu kursu efektywnego). W relacji do euro złoty na sam koniec tygodnia wzmocnił się 4,57 PLN/EUR, wobec nawet 4,63 PLN/EUR notowanych pod koniec września.
- Gwałtownie wzrosły w minionym tygodniu rentowności krajowych SPW (wzrost o ponad 25 pkt. papierów dwuletnich do ponad 0,80%, oraz o ponad 15 pkt. baz papierów 10-letnich do 2,20%). Spadek cen obligacji napędzany był wzrostem oczekiwań na zaostrzenie krajowej polityki pieniężnej, po publikacji wyraźnie wyższego odczytu *flash* wrześniowej inflacji (wzrost CPI do 5,8% r/r z 5,5% w sierpniu – więcej informacji w [komentarzu bieżącym](#)). Taki efekt mogło także pogłębiać ograniczenie skali skupu papierów przez NBP i oczekiwanie utrzymania niższej wartości skupu w przyszłości, a także większa od oczekiwań podwyżka stóp procentowych w Czechach (+0,75% do 1,50%).
- Posiedzenie RPP w tygodniu bieżącym będzie kluczowym wydarzeniem dla krajowego rynku finansowego. Pomimo wzrostu inflacji, uważamy, że na śródowym posiedzeniu stopy procentowe NBP niemal na pewno pozostaną na bieżącym poziomie (0,1% dla stopy referencyjnej). Kluczową kwestią będzie treść komunikatu po posiedzeniu Rady, a przede wszystkim konferencja prezesa NBP Adama Glapińskiego (która najprawdopodobniej odbędzie się w czwartek). Istotne będzie bowiem jak w kontekście dynamicznego wzrostu inflacji (w tym inflacji utrzymującej się wokół poziomu 6,0% na przełomie roku) RPP odniesie się do perspektyw podwyżek stóp. W szczególności w odniesieniu do listopadowego posiedzenia, na którym w kontekście publikacji projekcji inflacyjnej NBP część członków wskazywała jako ważny moment analizy perspektyw polityki pieniężnej.
- Bieżący tydzień będzie także na rynku globalnym obfitował w ważne wydarzenia i publikacje danych, w tym przede wszystkim: wrześniowe dane z amerykańskiego rynku pracy, indeksy koniunktury dla sektora usług oraz dane dot. sytuacji w niemieckim przemyśle. Ponadto odbędzie się spotkanie krajów z grupy OPEC+. Głównym tematem rozmów będą rosnące ceny ropy naftowej na świecie i rosnące problemy w łańcuchach dostaw. Uczestnicy spotkania będą się zastanawiać, czy należy w tych okolicznościach zwiększyć wydobycie surowca.
- W kolejnych tygodniach uwaga rynkowa pozostanie skupiona wokół publikacji danych makroekonomicznych oraz sytuacji na rynku surowców, gdyż ten czynnik staje się ważniejszy wobec sytuacji epidemicznej dla oceny perspektyw globalnej gospodarki. W efekcie ryzyko wyższej zmienności notowań będzie ponownie silniej dotyczyło także rynku stopy procentowej jako bilansu ryzyka inflacyjnego oraz wzrostowego.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (6 października)**

**Oczekujemy, że Rada nie zmieni parametrów polityki monetarnej, utrzymując stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie (0,1% dla stopy referencyjnej NBP).**

Choć wrześniowy wskaźnik inflacji ponownie zaskoczył *in plus* (wzrost do 5,8% r/r, w tym wzrost inflacji bazowej w kierunku 4,0% –4,1% r/r), to w naszej ocenie niemal na pewno stopy procentowe NBP pozostaną w tygodniu bieżącym niezmienną. Nagła zmiana retoryki mogłaby bowiem – w ocenie Rady – uruchomić silniejszy wzrost oczekiwań rynkowych na zacieśnienie polityki pieniężnej i tym samym skutkować dalszym nasileniem presji na wzrost rentowności obligacji skarbowych.

Z tego względu ważniejsze dla inwestorów będzie treść komunikatu rady po posiedzeniu, a przede wszystkim – wypowiedzi prezesa NBP Adama Głapińskiego. Zakładamy, że konferencja prasowa prezesa NBP odbędzie się w czwartek 7 października. Biorąc pod uwagę dotychczasowe zastrzeżenia członków Rady, jak również bieżący wzrost inflacji można oczekiwać silniejszego podkreślenia wagi listopadowej projekcji inflacyjnej, niemniej nie sądzimy, aby Rada (biorąc pod uwagę dotychczasową niechęć do zacieśnienia polityki pieniężnej oraz fakt, że ryzyka inflacyjne silnie napędzane są m.in. przez efekty podażowe / globalne) jednoznacznie zadeklarowała gotowość podwyżki stóp na posiedzeniu w listopadzie, co prawdopodobnie będzie przekładać się na utrzymanie krótkookresowej niepewności dot. perspektyw stóp procentowych.

Choć bieżące odczyty inflacji oraz solidne dane ze sfery realnej będą utrudniały Radzie odkładanie decyzji o podwyżce, wciąż przy niechęci wielu członków do podwyżek stóp uważamy, że wstrzymanie się z decyzją o podwyżce do początku 2022 r. jest nadal bardziej prawdopodobne niż podwyżka przed końcem tego roku.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 4 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Zamówienia w przemyśle, sierpień	0,4% m/m	1,0% m/m	-
wtorek 5 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, wrzesień (ost.)	56,0 pkt. (wst.)	56,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, wrzesień (ost.)	56,3 pkt. (wst.)	56,3 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi, wrzesień	61,7 pkt.	59,8 pkt.	-
środa 6 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle, sierpień	3,4% m/m	-2,2% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna, sierpień	-2,3% m/m	1,0% m/m	-
14:15	US	Zmiana zatrudnienia w ADP, wrzesień	374 tys.	430 tys.	-
-	PL	<b>Ogłoszenie decyzji RPP ws. poziomu stóp procentowych NBP</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>
czwartek 7 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa, sierpień	1,0% m/m	-0,5% m/m	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 2.10	362 tys.	350 tys.	-
piątek 8 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi, wrzesień	46,7 pkt.	49,2 pkt.	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia, wrzesień	235 tys.	500 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia, wrzesień	5,2%	5,1%	-
14:30	US	Zmiana godzinowych wynagrodzeń, wrzesień	4,3% r/r	4,6% r/r	-

\* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

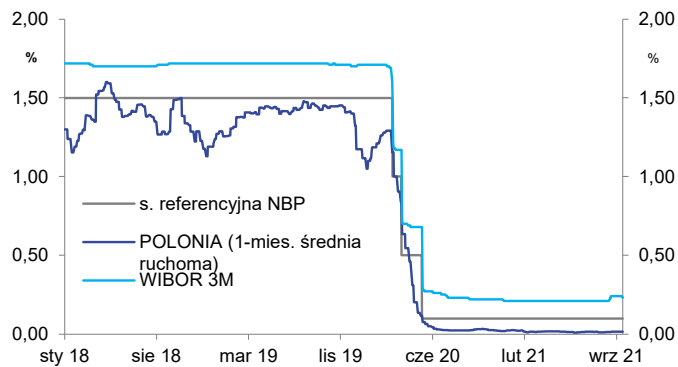
## Kalendarz publikacji danych – październik

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	wrzesień	1.10	56,0 pkt.	53,4 pkt.	
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	wrzesień	1.10	5,5% r/r	5,8% r/r	
Posiedzenie RPP	PL	Październik	6.10	0,1%		0,1%
Saldo w obrotach bieżących	PL	sierpień	14.10	-1 827 mln EUR		-262 mln EUR
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	wrzesień	15.10	5,8% r/r (wst.)		5,8% r/r
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	wrzesień	18.10	3,9% r/r		4,0% – 4,1% r/r
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	wrzesień	19.10	9,5% r/r		8,3% 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		8,2% r/r
Wskaźnik PPI	PL	wrzesień	20.10	9,5% r/r		10% r/r
Produkcja budowlano-montażowa	PL	wrzesień	21.10	10,2% r/r		8,0% r/r
Sprzedż detaliczna (ceny stałe)	PL	wrzesień	21.10	5,4% r/r		5,0% r/r
Stopa bezrobocia	PL	wrzesień	25.10	5,8%		5,7%

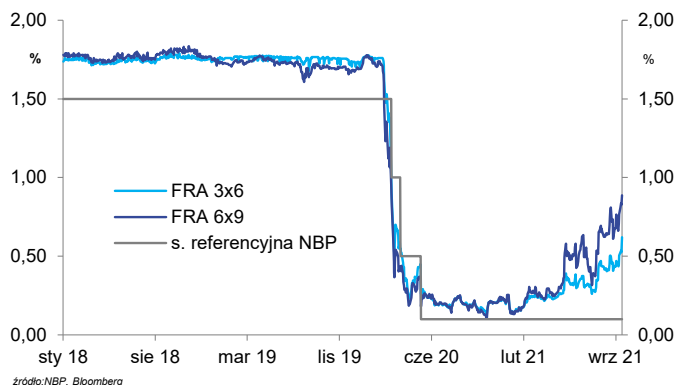
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	wrzesień	1.10	49,2 pkt.	50,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	wrzesień	1.10	59,9 pkt.	61,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	wrzesień	5.10	61,7 pkt.		59,8 pkt.
Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi	CHN	wrzesień	8.10	46,7 pkt.		49,2 pkt.
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	wrzesień	8.10	235 tys.		500 tys.
Stopa bezrobocia	US	wrzesień	8.10	5,2%		5,1%
Wzrost PKB	CHN	III kw.	18.10	7,9% r/r		-
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	22.10	58,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	22.10	56,3 pkt.		-
Wzrost PKB	US	III kw.	28.10	6,7% kw/kw (anuał)		-
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	Wrzesień	29.10	3,6% r/r		-
Wzrost PKB	EMU	III kw.	29.10	2,2% kw/kw		-
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	październik	29.10	1,9% r/r		-
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	październik	30.09	49,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	październik	30.09	53,2 pkt.		-

## Rynki finansowe

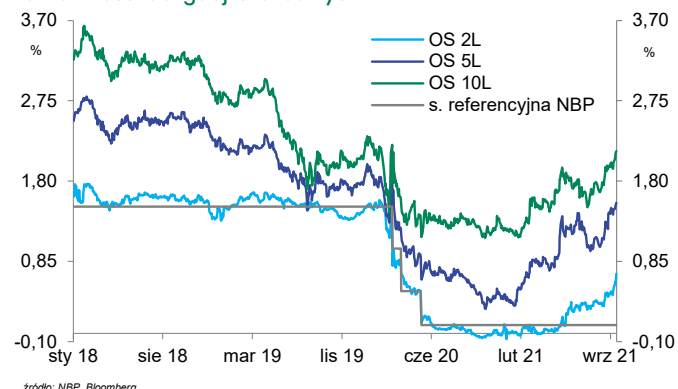
### Krajowe stopy procentowe



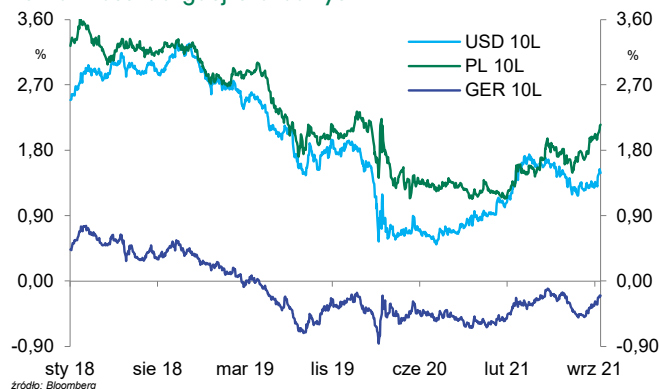
### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



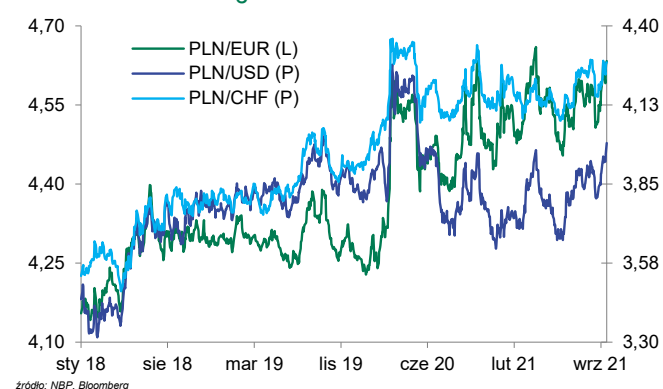
### Rentowności obligacji skarbowych



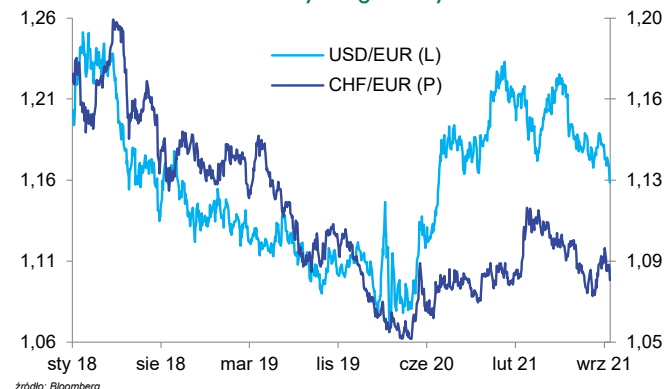
### Rentowności obligacji skarbowych



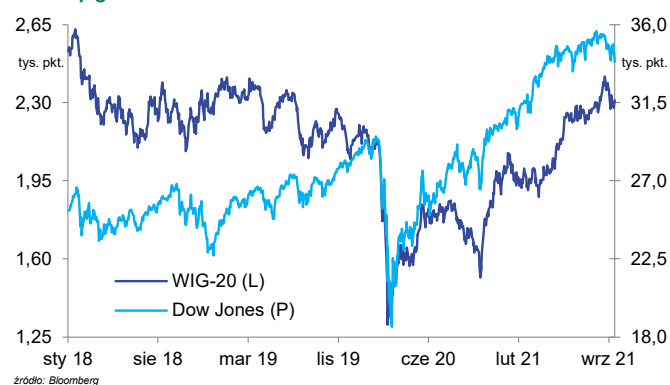
### Notowania kursu złotego



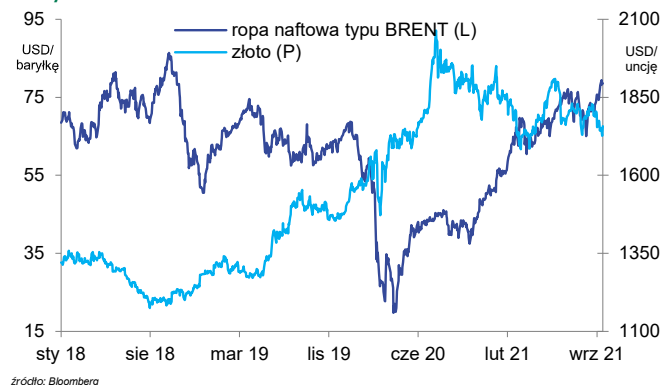
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełtowe

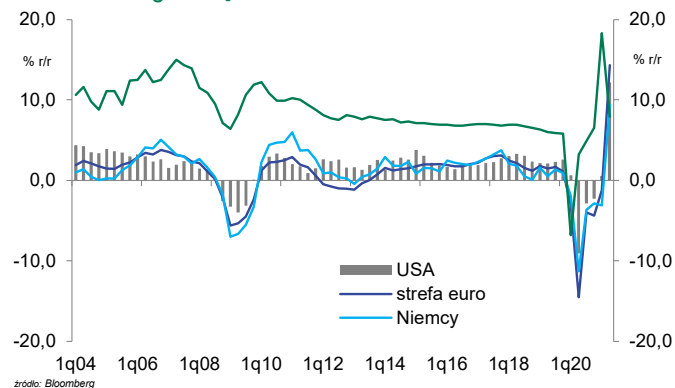


### Ceny surowców

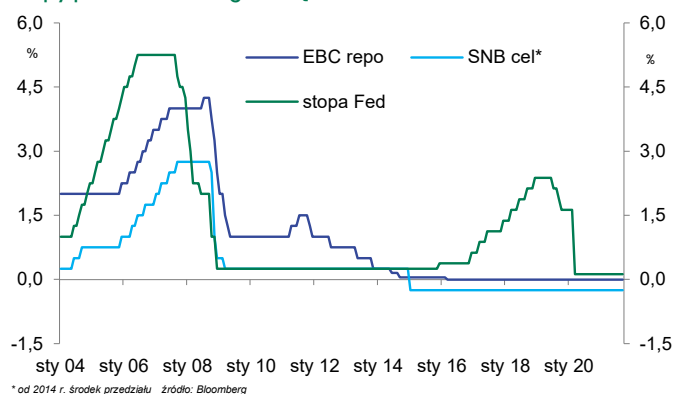


## Sfera realna

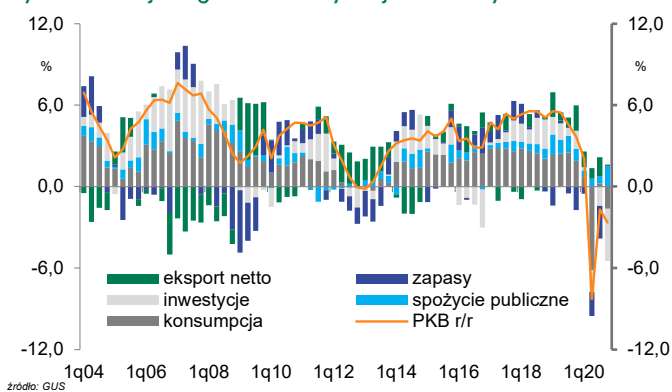
### Wzrost PKB za granicą



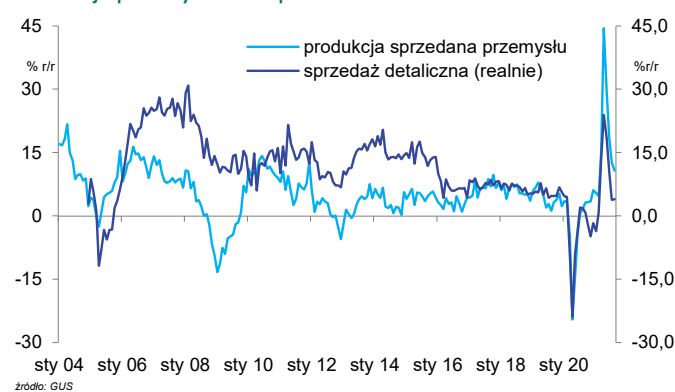
### Stopy procentowe za granicą



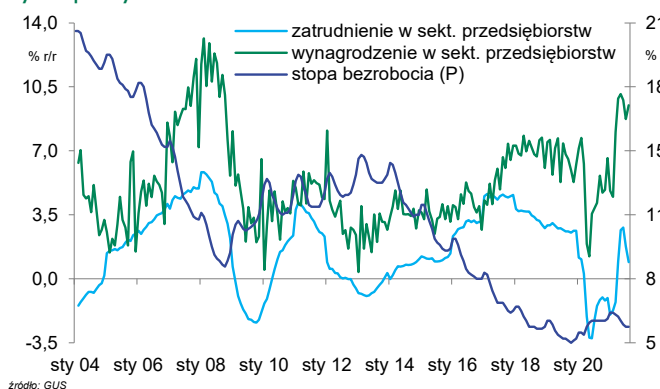
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



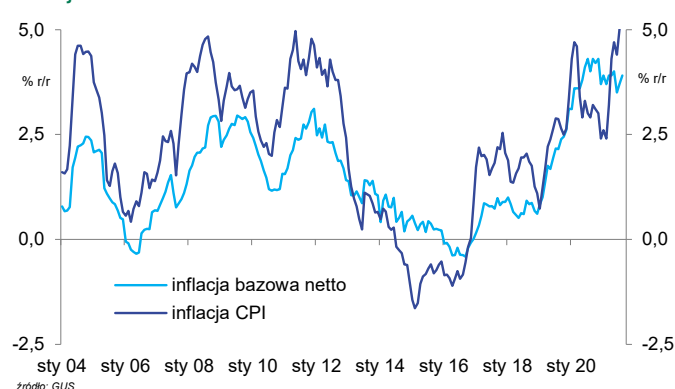
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



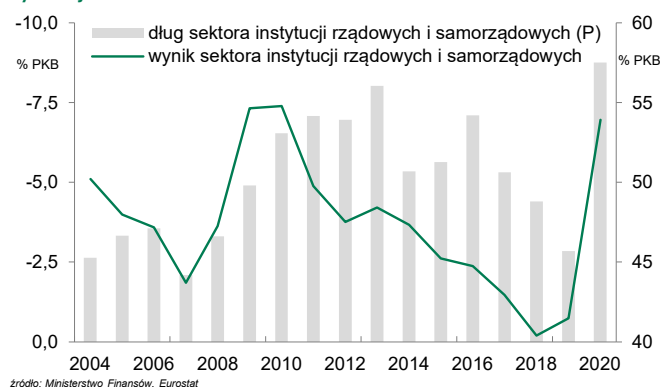
### Rynek pracy



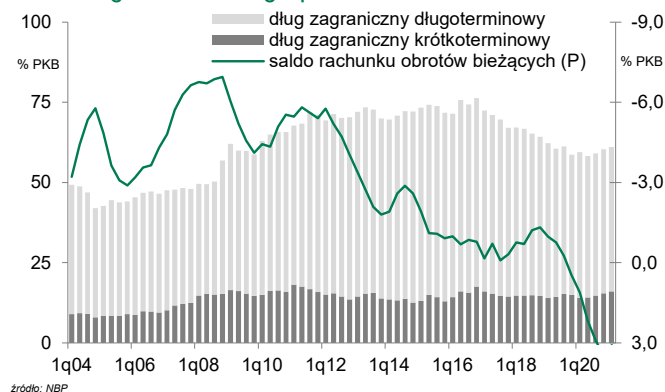
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2021	24.09.2021	01.10.2021	31.10.2021	30.11.2021	31.12.2021
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	%	0,23	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Obligacje skarbowe 2L	%	0,70	0,54	0,82	0,70	0,65	0,60
Obligacje skarbowe 5L	%	1,54	1,47	1,61	1,50	1,45	1,40
Obligacje skarbowe 10L	%	2,15	2,03	2,20	2,10	2,05	2,00
PLN/EUR	PLN	4,63	4,61	4,59	4,58	4,57	4,55
PLN/USD	PLN	3,99	3,93	3,97	3,92	3,91	3,89
PLN/CHF	PLN	4,27	4,25	4,26	4,24	4,23	4,20
USD/EUR	USD	1,16	1,17	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	%	1,49	1,45	1,46	1,45	1,45	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,20	-0,23	-0,23	-0,20	-0,25	-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.