

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

27 września 2021

## Poprawa nastrojów na rynkach rozwiniętych po posiedzeniu FOMC nie wsparła krajowych aktywów. Oczekiwana inflacja *flash* za wrzesień.

Po słabym początku, druga połowa minionego tygodnia przyniosła wyraźne pozytywne odreagowanie globalnych nastrojów rynkowych. Poprawa nastrojów dotyczyła praktycznie wyłącznie rynków rozwiniętych, przy dominujących spadkach na rynkach wschodzących, w szczególności w Chinach, gdzie obawy dot. sektora nieruchomości utrzymują się.

Druga połowa tygodnia przyniosła solidną poprawę nastrojów na rynkach rozwiniętych wspierając rynki akcji oraz skutkując lekkim wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.

Do tej poprawy przyczynił się wynik posiedzenia FOMC, na którym komitet zapowiedział możliwość ogłoszenia rozpoczęcia *taperingu* na najbliższym posiedzeniu na początku listopada (więcej informacji w [komentarzu bieżącym](#)). Choć wydźwięk decyzji i komunikatu FOMC można uznać za lekko „jastrzębi” inwestorzy wzięli go za dobrą monetę jako sygnał, że FOMC pozytywnie ocenia stan amerykańskiej gospodarki. Tych nastrojów nie zmieniła także publikacja sporo słabszych od oczekiwań, choć wciąż na tle danych historycznych bardzo silnych, danych wrześniowych dot. indeksów koniunktury PMI ze strefy euro (indeks dla przemysłu 58,7 pkt, indeks dla usług 56,7 pkt.).

Według oficjalnych, prowizorycznych rezultatów głosowania, w wyborach do niemieckiego parlamentu wygrali socjaldemokraci (SPD) 25,7% poparcia, uzyskując nieco lepszy wynik wobec chadecji (CDU/CSU) – 24,1%. Wynik sporo poniżej oczekiwań uzyskali zieloni (14,8%), FDP (liberałowie) uzyskali 11,5%. Takie wyniki wskazują, że negocjacje dot. koalicji rządzącej mogą potrwać nieco dłużej, przy trzech potencjalnych rezultatach (wg zewnętrznych ośrodków analitycznych: 1) wielka koalicja SPD – CDU/CSU, ale po raz pierwszy w historii pod rządami kanclerza z SPD, 2) koalicja SPD – Zieloni – FDP, 3) koalicja CDU/CSU-Zieloni – FDP. Każda z tych opcji będzie zdecydowanie trudniejsza wobec dotychczasowych doświadczeń tworzenia koalicji, niemniej zakładamy, że w perspektywie kilku tygodni ostateczne decyzje zapadną i choć profil polityki gospodarczej (głównie w kontekście polityki fiskalnej) może ulec pewnej zmianie, nie będą one na tyle istotne, aby trwale wpłynęły na wycenę niemieckich / europejskich aktywów.

W minionym tygodniu na świecie utrzymywała się stabilna sytuacja epidemiczna, przy spadku liczby nowych przypadków COVID-19 w USA, niewielkim ich spadku w Europie, przy stabilnych wskaźnikach zgonów. W Polsce liczba zachorowań wyraźnie się zwiększyła, choć lekko spowolniło tempo wzrostu. Liczba hospitalizacji wzrosła o ponad 30%, choć wciąż utrzymywała się na bardzo niskim poziomie 1,3 tys. W minionym tygodniu choć rosła jeszcze liczba skierowań lekarzy POZ na wykonanie testu, to ta dynamika wzrostu wyraźnie obniżyła się. Na koniec minionego tygodnia liczba osób zaszczepionych przynajmniej jedną dawką wyniosła 19,76 mln (52% populacji), a w pełni zaszczepionych 19,37 mln.

Słabsze nastroje wokół rynków wschodzących ciążyły w minionym tygodniu krajowym aktywom, indeks WIG spadł o ponad 1,0%, a kurs złotego wobec euro wzrósł

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

powyżej 4,60 PLN/EUR. Przy wcześniejszych silniejszych wzrostach krajowych papierów skarbowych, w minionym tygodniu wzrosły już one nieznacznie.

Ostatnie publikacje danych z gospodarki krajowej za sierpień wskazały na utrzymanie solidnego wzrostu aktywności gospodarczej, choć przy słabnącym tempie tego wzrostu w porównaniu do sytuacji z II kw. Zniesienie restrykcji wpływa pozytywnie na usługi, choć już nie w tak dynamicznym stopniu jak w okresie wakacyjnym, a sektor przemysłowy i handel detaliczny nie rośnie już tak spektakularnie w warunkach ponownego przekierowania części wydatków gospodarstw domowych z towarów na usługi). Więcej informacji dot. danych z gospodarki krajowej w komentarzach bieżących dot. [rynku pracy](#), [produkcji przemysłowej](#), [produkcji budowlanej](#), [sprzedaży detalicznej](#)).

W bieżącym tygodniu uwaga rynkowa skupiona będzie na publikacji szeregu danych makroekonomicznych w tym przede wszystkim: - wskaźnikach koniunktury z chińskiej gospodarki, która w ostatnich tygodniach zaskakiwała wyraźnie *in minus*, - danych dot. wydatkach i dochodach amerykańskich konsumentów, indeksu ISM z amerykańskiego przemysłu oraz wskaźnika inflacji PCE za sierpień, - wstępnym szacunku inflacji HICP w strefie euro za wrzesień. Zakładamy, że wydzwięk zaplanowanego na bieżący tydzień wystąpienia prezesa Fed J. Powella przed Senacką Komisją Bankową będzie spójny z komunikacją FOMC i prezesa po posiedzeniu komitetu w tygodniu minionym.

W kraju sporym zainteresowaniem będzie cieszyła się piątkowa publikacja wrześniowego szacunku inflacji *flash*. Między innymi przez jej pryzmat postrzegane będą perspektywy polityki RPP w najbliższym czasie. Ewentualna niespodzianka *in plus* zapewne wzmogłaby bieżącą presję na RPP w zakresie podniesienia stóp procentowych jeszcze w tym roku. Nasze szacunki wskazują na lekkie obniżenie wrześniowego wskaźnika inflacji do 5,4% wobec 5,5% w sierpniu, głównie za sprawą nieco niższej dynamiki cen paliw (efekt wysokiej bazy odniesienia).

W nadchodzących tygodniach publikacje danych makroekonomicznych oraz informacje dot. sytuacji epidemicznej na świecie pozostaną kluczowe dla sytuacji rynkowej. Generalnie podtrzymujemy nasze oczekiwania dot. ożywienia gospodarki globalnej, niemniej dotychczasowe wyśrubowane oczekiwania rynkowe dot. skali tego ożywienia oraz niepewność sytuacji epidemicznej ograniczają w naszej ocenie wzrost notowań aktywów o wyższym profilu ryzyka oraz wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych.

---

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wskaźnik inflacji CPI we wrześniu – szacunek wstępny (1 października)**

Szacujemy, że we wrześniu wskaźnik inflacji CPI lekko obniżył się do 5,4% r/r wobec 5,5% r/r w sierpniu. Należy podkreślić, że obniżenie to wynika w dużej mierze z efektów zaokrągleń – według naszych szacunków z większą dokładnością indeks wrześniowej inflacji wyniósł 5,41% wobec sierpniowego wyniku na poziomie 5,47%.

W naszej ocenie za wskazanym wrześniowym lekkim obniżeniem wskaźnika inflacji stoi lekki spadek dynamiki cen paliw (do 27,4% r/r z 28,0% r/r w sierpniu) w wyniku wysokiej bazy odniesienia sprzed roku oraz lekkie obniżenie wskaźnika inflacji bazowej (do 3,85% z 3,94% w sierpniu), także z powodu wyższej bazy odniesienia sprzed roku (m.in. wzrost cen tączności). Zmiana indeksu rocznego inflacji bazowej jest jednak na tyle niewielka, że po zaokrągleniu do jednego miejsca po przecinku otrzymujemy stabilizację inflacji bazowej (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) na poziomie 3,9%.

W pozostałych kategoriach – żywności i nośnikach energii – oczekujemy lekkiego (po 0,1 pkt. proc.) wzrostu dynamiki rocznej cen. W żywności oddziaływała w tym kierunku przede wszystkim wyższa dynamika cen żywności przetworzonej, w przypadku nośników energii – wzrost cen opału.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 28 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
-	US	Wystąpienia prezesa Fed J. Pawella i Sekretarz Skarbu J. Yellen przez bankową komisję senacką	-	-	-
16:00	US	Indeks nastrojów konsumentów Conference Board, wrzesień	113,8 pkt.	114,6 pkt.	-
środa 29 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów konsumentów, wrzesień (ost.)	-4,0 pkt.	-	-
czwartek 30 września			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł, wrzesień	50,1 pkt.	50,2 pkt.	-
03:00	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi, wrzesień	47,5 pkt.	50,8 pkt.	-
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł, wrzesień	49,2 pkt.	49,5 pkt.	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 25.09	351 tys.	330 tys.	-
14:30	US	PKB, II kw. (ostat.)	6,6% kw/kw anual. (wst.)	6,7% kw/kw anual.	-
15:45	US	Indeks koniunktury PMI – okręg Chicago, wrzesień	66,8 pkt.	65,2 pkt.	-
piątek 1 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna, sierpień	0,6% m/m	1,5% m/m	-
<b>09:00</b>	<b>PL</b>	<b>Indeks koniunktury PMI, sierpień</b>	<b>56,0 pkt.</b>	<b>54,8 pkt.</b>	<b>54,5 pkt.</b>
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, wrzesień (ost.)	58,5 pkt. (wst.)	58,5 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, wrzesień (ost.)	58,7 pkt. pkt. (wst.)	58,7 pkt.	-
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Wskaźnik inflacji CPI, wrzesień (wst.)</b>	<b>5,5% r/r</b>	<b>5,5% r/r</b>	<b>5,4% r/r</b>
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, wrzesień (wst.)	3,0% r/r	3,3% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, wrzesień (wst.)	1,6% r/r	1,8% r/r	-
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych, sierpień	1,1% m/m	0,2% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych, sierpień	0,3% m/m	0,7% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE, sierpień	4,2% r/r	4,2% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE, sierpień	3,6% r/r	3,6% r/r	-
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów instytutu Conference Board, wrzesień (ost.)	71,0 pkt. (wst.)	71,0 pkt.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, wrzesień	59,9 pkt.	59,5 pkt.	-
poniedziałek 4 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe, sierpień	-0,1% m/m	-	-

\* mediana ankiety Bloomberg dla danych nt. polskiej gospodarki

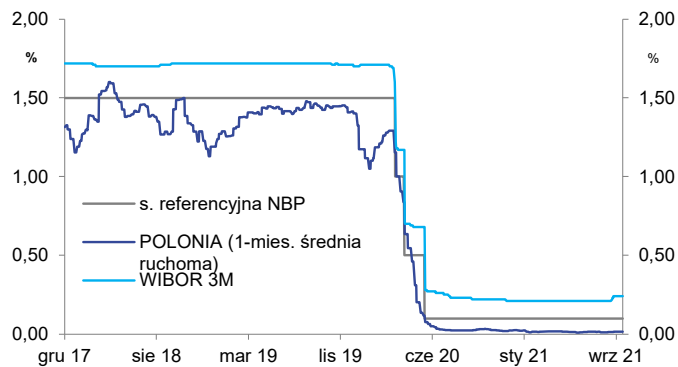
## Kalendarz publikacji danych – wrzesień

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	sierpień	1.09	57,6 pkt.	56,0 pkt.	
Saldo w obrotach bieżących	PL	lipiec	13.09	281 mln EUR	-1 827 mln EUR	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	sierpień	15.09	5,4% r/r (wst.)	5,5% r/r	
Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii	PL	sierpień	16.09	3,7% r/r	3,9% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	17.09	8,7% r/r	9,5% r/r	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	sierpień	17.09	1,8% r/r	0,9% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	sierpień	20.09	9,8% r/r	13,2% r/r	
Wskaźnik PPI	PL	sierpień	20.09	8,2% r/r	9,5% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	sierpień	21.09	3,3% r/r	10,2% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	sierpień	21.09	3,9% r/r	5,4% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	sierpień	23.09	5,8%	5,8%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	wrzesień	1.10	57,6 pkt.		56,0 pkt.
Wskaźnik inflacji CPI (wst.)	PL	wrzesień	1.10	5,5% r/r		5,4% r/r

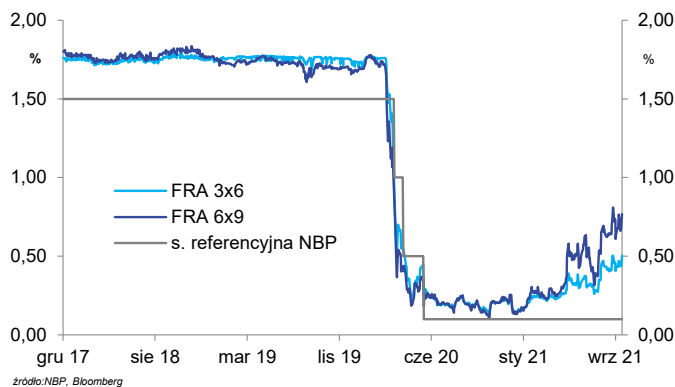
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	sierpień	3.09	64,1 pkt.	61,7 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	sierpień	3.09	1053 tys.	235 tys.	
Stopa bezrobocia	US	sierpień	3.09	5,4%	5,2%	
Posiedzenie rady EBC	EMU	wrzesień	9.09	0,0% / -0,50%	0,0% / -0,50%	
Produkcja przemysłowa	CHN	sierpień	14.09	6,4% r/r	5,3% r/r	
Posiedzenie FOMC	US	wrzesień	22.09	0,0% - 0,25%	0,0% - 0,25%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	wrzesień	23.09	61,4 pkt.	60,5 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	23.09	59,0 pkt.	58,7 pkt.	
Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	CHN	wrzesień	30.09	50,1 pkt.		50,2 pkt.
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	wrzesień	30.09	47,5 pkt.		50,8 pkt.
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	wrzesień	30.09	49,2 pkt.		49,5 pkt.
Wskaźnik inflacji bazowej HICP (wst.)	EMU	wrzesień	1.10	1,6% r/r		1,8% r/r
Wskaźnik inflacji bazowej PCE	US	sierpień	1.10	4,2% r/r		4,2% r/r
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	wrzesień	1.10	59,9 pkt.		59,5 pkt.

## Rynki finansowe

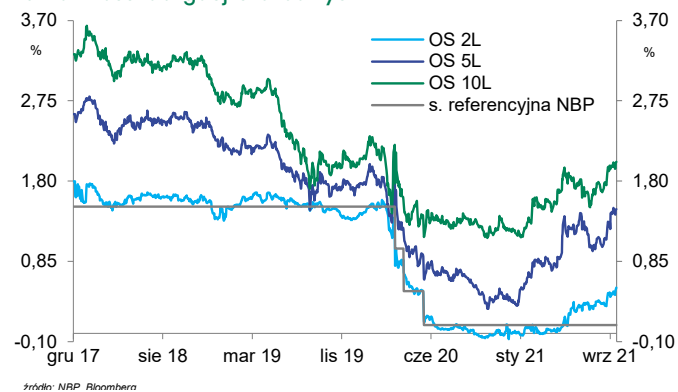
### Krajowe stopy procentowe



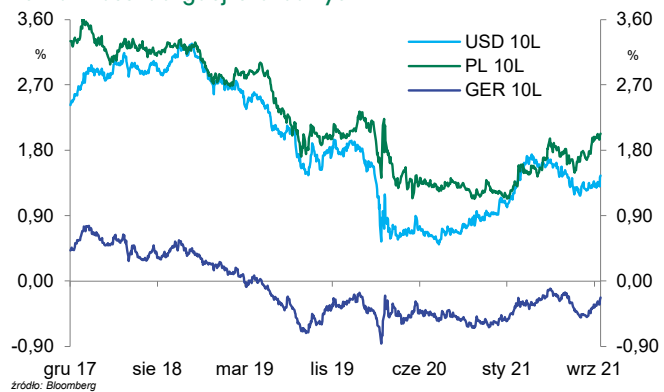
### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



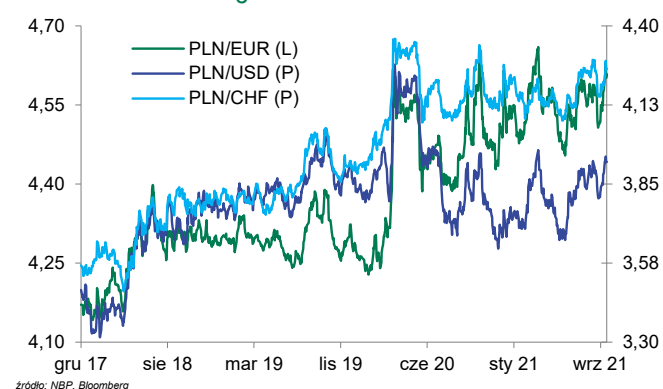
### Rentowności obligacji skarbowych



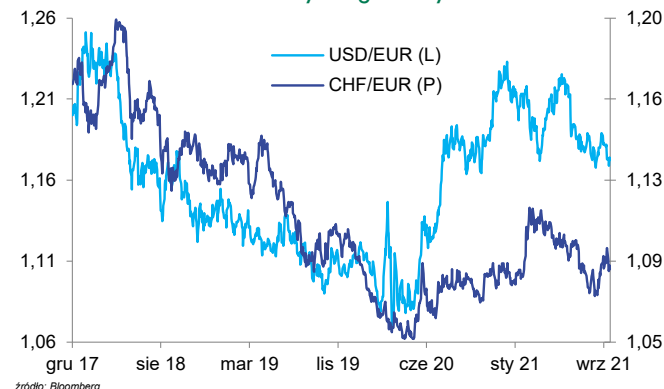
### Rentowności obligacji skarbowych



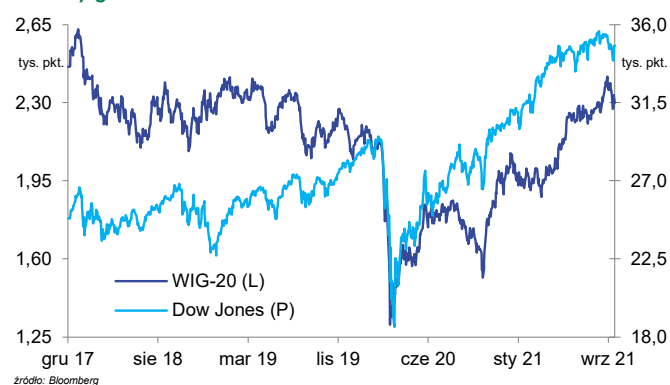
### Notowania kursu złotego



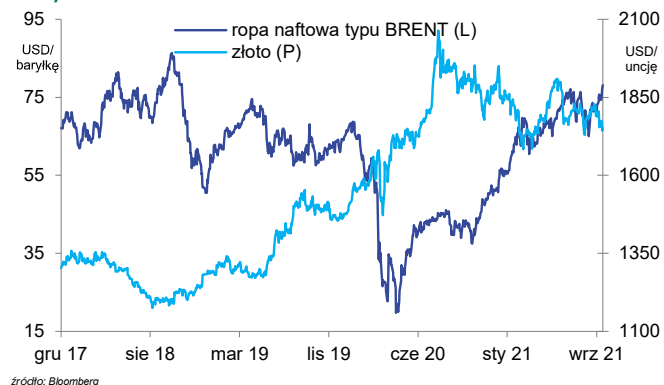
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełdowe

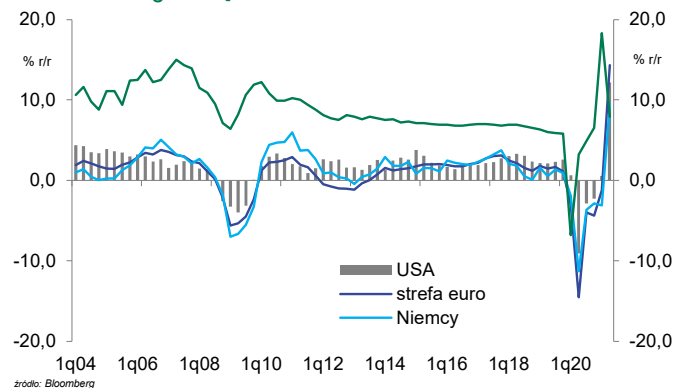


### Ceny surowców

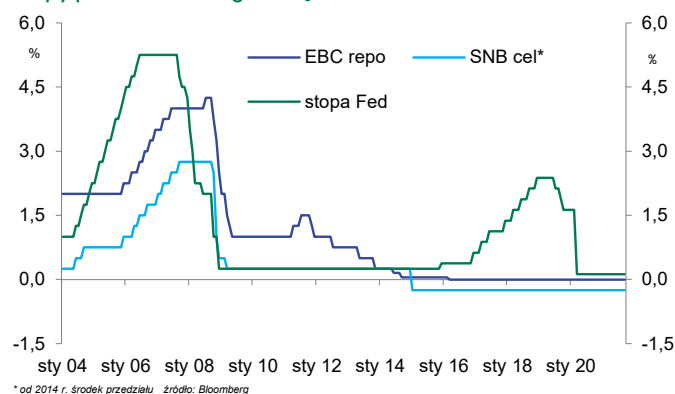


## Sfera realna

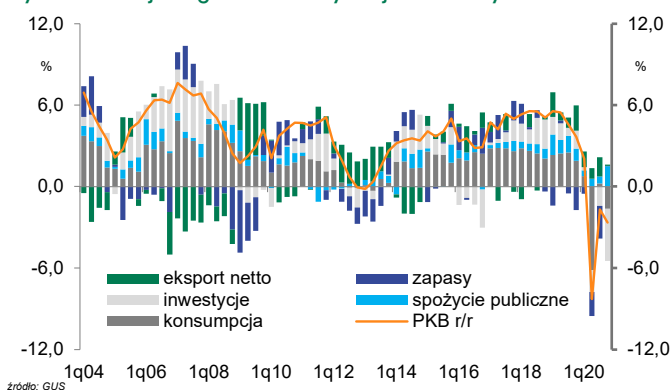
### Wzrost PKB za granicą



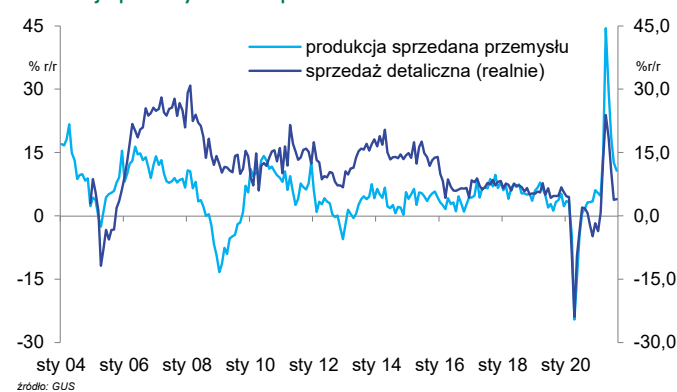
### Stopy procentowe za granicą



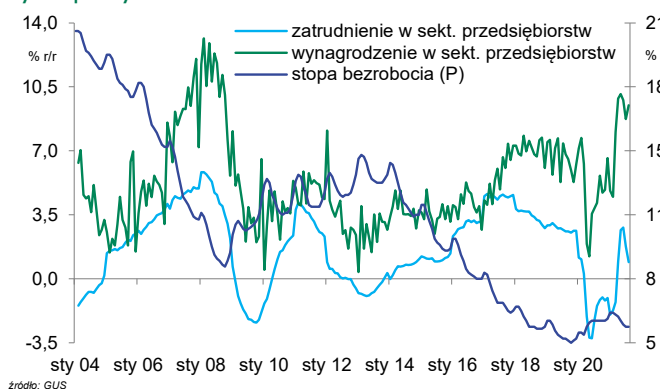
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



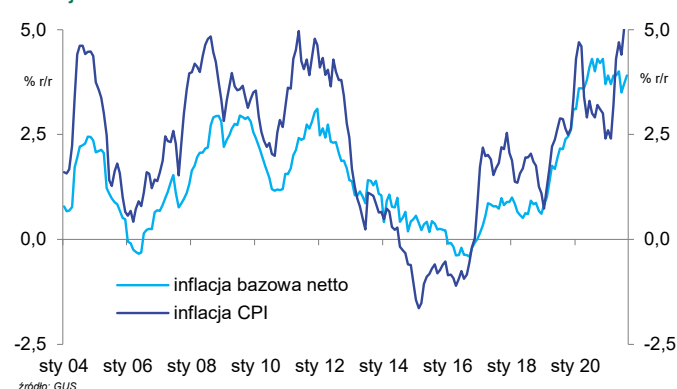
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



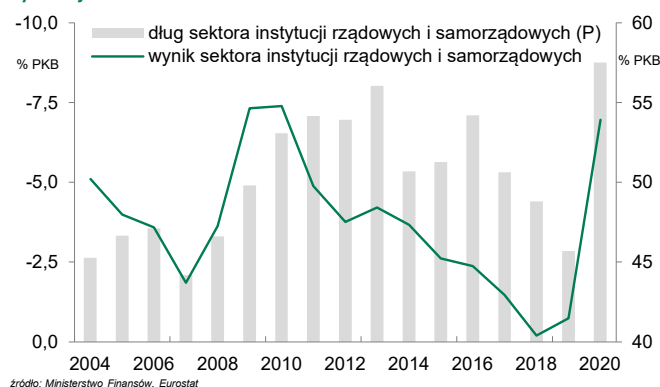
### Rynek pracy



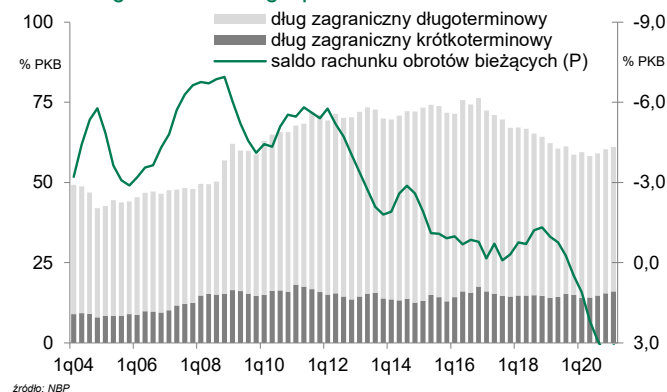
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.08.2021	17.09.2021	24.09.2021	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	%	0,37	0,49	0,54	0,45	0,45	0,45
Obligacje skarbowe 5L	%	1,16	1,48	1,47	1,35	1,25	1,25
Obligacje skarbowe 10L	%	1,81	2,02	2,03	1,90	1,85	1,85
PLN/EUR	PLN	4,54	4,58	4,61	4,55	4,55	4,55
PLN/USD	PLN	3,84	3,89	3,93	3,87	3,89	3,89
PLN/CHF	PLN	4,20	4,19	4,25	4,20	4,19	4,19
USD/EUR	USD	1,18	1,17	1,17	1,18	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	%	1,31	1,36	1,45	1,45	1,45	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,39	-0,28	-0,23	-0,30	-0,30	-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.