

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

18 października 2021

## Rosną obawy przed globalną stagflacją.

- Miniony tydzień przyniósł nasilenie dyskusji na temat ryzyka stagflacji w gospodarce światowej (intensywność informacji w mediach i komentarzach analitycznych, skokowy wzrost liczby wpisów terminu „stagflacja” w wyszukiwarce Google). Podał je dalszy wzrost cen surowców, m.in. ropy naftowej, czy surowców metalicznych, przy ponownym wzroście cen gazu ziemnego (po wcześniejszym spadku). Jednocześnie napływające dane z gospodarki światowej, choć nie były jednoznacznie negatywne, to potwierdziły generalny trend słabnięcia aktywności – przede wszystkim w światowym przemyśle.
- Sierpniowy spadek produkcji przemysłowej w strefie euro (o 1,7% m/m) świadczy o silnym negatywnym wpływie problemów z dostawami komponentów z Azji (w szczególności półprzewodników). Choć przede wszystkim problemy te dotyczą motoryzacji, to dotyczą także innych sektorów (produkcja maszyn czy sprzętu komputerowego). W USA spadek indeksu koniunktury w regionie Nowy Jork wskazuje na podobne problemy. Z kolei pozytywnie zaskoczyła wrześniowa sprzedaż detaliczna w USA. Opublikowany w minionym tygodniu wrześniowy wskaźnik CPI w USA wzrósł do 5,5%, przy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 4% r/r
- Bardzo uważnie śledzone obecnie dane z Chin wskazały na postępujące osłabienie wzrostu PKB. W III kw. chiński PKB wzrósł o 4,9% r/r, po wzroście o 7,9% r/r w II kw. Jednocześnie miesięczne dane nie dają optymistycznego obrazu przyszłości. Choć wrześniowy eksport zaskoczył *in plus* (co mogłoby wskazywać na stopniowe odblokowywanie zatorów podażowych), to z drugiej strony wrześniowy import, produkcja przemysłowa oraz inwestycje wskazują na słaby popyt krajowy. Dodatkowo rozczarowujące dane dot. agregatów monetarnych świadczą o utrzymujących się obawach o sytuację rynku nieruchomości w Chinach.
- Pomimo wzrostu retoryki stagflacyjnej miniony tydzień przyniósł wzrost indeksów akcji na większości rynków. Prawdopodobnie lekki optymizm rynkowy podsycały pozytywne niespodzianki opublikowanych dotychczas kwartalnych wyników finansowych spółek, przy prawdopodobnie nadal zakładanym przez inwestorów ożywieniu w gospodarkach rozwiniętych. Globalny indeks akcji MSCI wzrósł o 2,1%, w zbliżonej skali wzrosły indeksy w USA i strefie euro. Z kolei rynki wschodzące okazały się nieco słabsze, ze wzrostem indeksu MSCI o 1,7%. Globalnemu silniejszemu apetytowi na ryzyko towarzyszyła lekka korekta deprecjacyjna dolara, który w relacji do euro powrócił powyżej 1,16 USD/EUR wobec 1,15 USD/EUR przed tygodniem.
- Na bazowych rynkach obligacji skarbowych rentowności lekko obniżyły się (o 4 pkt. baz.), pozostając jednak blisko ostatnich lokalnych maksimów. Opublikowany w minionym tygodniu protokół z wrześniowego posiedzenia FOMC potwierdził oczekiwania, że decyzja o redukcji programu skupu aktywów może być wydana na następnym posiedzeniu Fed. Zgodnie z protokołem, jeśli tak się stanie, redukcja skupu aktywów może rozpocząć się w połowie listopada lub w połowie grudnia.
- Na krajowym rynku ubiegły tydzień minął pod znakiem kontynuacji wzrostu rentowności obligacji, pod koniec tygodnia wzmocnionej wyższym ostatecznym

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

odczytem inflacji wrześniowej (5,9% r/r). Na stosunkowo płytkim rynku w skali tygodnia rentowności obligacji skarbowych wzrosły na całej krzywej dochodowości, w tym o kilkanaście pkt baz w przypadku papierów 10-letnich – powyżej poziomu 2,50%. To najwyższy poziom od czerwca 2019 r.

- Wzrost rentowności stymulowany jest przez bieżący wzrost inflacji i oczekiwania na dalszy wzrost inflacji na przełomie roku w kontekście bieżącego wzrostu cen surowców. Właściwie pewne jest już przekroczenie przez wskaźnik CPI poziomu 6% już w październiku i bardzo prawdopodobny dalszy wzrost, przynajmniej w okolice 6,5% na przełomie 2021 i 2022 r. Jednocześnie wrześniowa publikacja CPI wskazała na kontynuację wzrostu inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, wg naszego szacunku do 4,2%. Wpływa na to przede wszystkim wzrost cen dóbr trwałego użytku – zapewne efekt proces odzwierciedlania w cenach dóbr wyższych cen komponentów produkcji i droższego transportu kontenerowego, a także – w niektórych obszarach – ograniczonej dostępności niektórych dóbr (np. samochodów). Więcej informacji w [komentarzu bieżącym](#).
- Perspektywa wyższej inflacji podsyca rynkowe oczekiwania na kontynuację cyklu podwyższania stóp procentowych przez RPP. Choć w ubiegłym tygodniu większość wypowiedzi członków RPP (Glapiński, Ancyparowicz, Kropiwnicki, Łon) wskazywała na wyprzedzający charakter wrześniowej podwyżki stóp NBP, to wobec ostatnich problemów komunikacyjnych Rady, rynek mniej zwraca uwagę na wypowiedzi jej członków, a bardziej dostrzega ryzyko przetamania w najbliższych miesiącach kolejnych psychologicznych poziomów krajowej inflacji. Ostatnie dane inflacyjne utwierdzają nas w scenariuszu ponownego zacieśnienia polityki monetarnej przez RPP w styczniu 2022 r.
- Na krajowy rynek akcji i rynek walutowy dominujący wpływ miała sytuacja globalna. Lepsze nastroje rynkowe globalnie wsparty WIG (wzrost o 1,5%) oraz kurs złotego. Złoty zyskał na wartości 1,1% wobec koszyka walut i na koniec tygodnia ukształtował się na poziomie 4,57 PLN/EUR i 3,94 PLN/USD.
- Bez wpływu na sytuację na rynkach globalnie i lokalnie pozostaje generalnie stabilna światowa sytuacja epidemiczna. W Polsce liczba nowych przypadków cały czas rośnie, przekroczywszy pod koniec tygodnia 3 tys. dziennie. Rośnie także poziom hospitalizacji, choć póki co kształtuje się on na poziomach notowanych przed jesienną falą pandemii w 2020 r.
- W bieżącym tygodniu na globalnym rynku najistotniejszą publikacją danych będzie seria piątkowych odczytów indeksów aktywności gospodarczej PMI w październiku w EMU. Z nich rynki będą starały się odczytać bilans ryzyk stagflacyjnych.
- Ponadto oczekiwane będą wyniki posiedzeń banków centralnych Chin (stopy bez zmian) i Węgier (oczekiwana kolejna podwyżka stóp do 1,8%). Natomiast nadal najważniejsze dla notowań rynkowych będzie zapewne kształtowanie się notowań surowców na rynku globalnym i postrzegane przez ten pryzmat ryzyko stagflacji.
- Bieżący tydzień będzie obfity w publikacje danych makroekonomicznych z Polski. W tym tygodniu zaplanowana jest comiesięczna seria publikacji danych ze sfery realnej polskiej gospodarki (rynek pracy, produkcja, sprzedaż detaliczna), dopełniających obraz aktywności gospodarki w III kw.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu (19 października)**

Prognozujemy, że we wrześniu roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 0,6% r/r z 0,9% r/r w sierpniu. W skali miesiąca (w ujęciu danych oczyszczonych z sezonowości) oczekujemy niewielkiego wzrostu zatrudnienia po jego lekkim spadku w sierpniu, w warunkach generalnie korzystnej koniunktury gospodarczej. Głównym powodem spadku rocznej dynamiki zatrudnienia pozostanie natomiast zmiana bazy odniesienia, tj. silniejszy wzrost zatrudnienia w III kw. 2020 r. wraz z szerszym wznawianiem aktywności gospodarczej, po wiosennym *lockdownie* z 2020 r., choć wpływ tego czynnika oddziałuje już z coraz mniejszą siłą na roczne dynamiki zatrudnienia.

Prognozujemy, że we wrześniu wzrost płac wyniósł 8,3% r/r wobec 9,5% r/r w sierpniu. Podobnie jak w przypadku dynamiki zatrudnienia, spadek rocznej dynamiki wynagrodzeń to efekt rosnącej bazy odniesienia z tytułu zmieniającej się sytuacji epidemicznej przed rokiem i jej wpływu na sytuację gospodarczą oraz dodatkowo wygaśnięcia sierpniowego pozytywnego efektu liczby dni roboczych (podwyższającego w sierpniu tzw. ruchomą część wynagrodzenia).

- **Produkcja sprzedana przemysłu we wrześniu (20 października)**

Szacujemy, że we wrześniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 8,2% r/r z 13,2% r/r w sierpniu. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy lekkiego wzrostu produkcji, po jej nieznacznym spadku w sierpniu, przy prawdopodobnych coraz intensywniejszych czynnikach ograniczających koniunkturę w przemyśle związanych z wątkami podażowymi oraz kosztami transportu. Spadek rocznej dynamiki produkcji w ujęciu danych surowych to z kolei pochodna efektu bazy (dynamiczny wzrost produkcji przemysłowej przed rokiem) oraz wygaśnięcia sierpniowego pozytywnego efektu liczby dni roboczych.

- **Wskaźnik PPI we wrześniu (20 października)**

Prognozujemy, że we wrześniu wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrósł do 10,0% r/r z 9,5% r/r we wrześniu. Szacujemy, że w skali miesiąca ceny wzrosły o 0,7% w warunkach: - solidnego wzrostu hurtowych cen paliw, - niewielkiej deprecjacji towarów złotego w ujęciu średniomiesięcznym (wzrost wartości złotowej eksportowanych towarów). - niewielkiego lekkiego wzrostu w górnictwie rud metali.

- **Produkcja budowlano-montażowa we wrześniu (21 października)**

Szacujemy, że we wrześniu dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła 8,0% r/r, obniżając się z 10,2% r/r w sierpniu. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy już minimalnego wzrostu produkcji po jej silnym odreagowaniu w sierpniu, przy generalnie solidnej koniunkturze w sektorze budowlanym, któremu jednak coraz silniej ciążyć mogą efekty cenowe oraz powolne ożywienie aktywności w ramach

inwestycji publicznych. Spadek rocznego indeksu to pochodna wygaśnięcia pozytywnego sierpniowego efektu liczby dni roboczych.

- **Sprzedaż detaliczna we wrześniu (21 października)**

Szacujemy, że we wrześniu dynamika sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) wyniosła 5,0% r/r kształtując się na zbliżonym poziomie do wyniku z sierpnia 5,4% r/r. W ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości oczekujemy utrzymania niewielkiego wzrostu sprzedaży, której z jednej strony sprzyja utrzymujący się solidny popyt konsumpcyjny w warunkach wydatkowania nadwyżkowych oszczędności, z drugiej strony negatywnie wpływa rosnąca inflacja (spadek siły nabywczej dochodów) oraz wyższy popyt na usługi kosztem towarów (we wrześniu utrzymująca się bardzo stabilna sytuacja epidemiczna). Efekty bazy powinny we wrześniu równoważyć zmiany efektów kalendarzowych (liczba dni handlowych), co przekłada się na prognozę stabilizacji rocznej dynamiki sprzedaży.

- **Stopa bezrobocia we wrześniu (25 października)**

Prognozujemy, że we wrześniu stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 5,7% z 5,8% w sierpniu. Zakładamy, że utrzymująca się solidna sytuacja na krajowym rynku pracy będzie jeszcze obniżała lekko poziom stopy bezrobocia. Według prognoz MRTiP stopa bezrobocia rejestrowanego we wrześniu wyniosła 5,7%.

## Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 18 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:00	PL	Inflacja bazowa (CPI z wyłączeniem cen żywności i energii), wrzesień	3,9% r/r	-	4,2% r/r
15:15	US	Produkcja przemysłowa, wrzesień	0,4% m/m	0,2% m/m	-
wtorek 19 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, wrzesień	9,5% r/r	8,6% r/r	8,3% r/r
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, wrzesień	0,9% r/r	0,6% r/r	0,6% r/r
14:00	HU	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych Narodowego Banku Węgier	1,65%	1,80%	-
14:30	US	Mieszkania, których budowę rozpoczęto, wrzesień	1615 tys. anual.	1610 tys. anual.	-
środa 20 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych banku centralnego Chin	3,85%	3,85%	-
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, wrzesień	13,2% r/r	8,2% r/r	8,2% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI, wrzesień	9,5% r/r	10,0% r/r	10,0% r/r
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji HICP, wrzesień (ost.)	3,4% r/r (wst.)	3,4% r/r	-
11:00	EMU	Wskaźnik inflacji bazowej HICP, wrzesień (ost.)	1,9% r/r (wst.)	1,9% r/r	-
20:00	US	Publikacja raportu Fed Beżowej Księgi	-	-	-
czwartek 21 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
21-22.10	UE	Szczyt Unii Europejskiej	-	-	-
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, wrzesień	8,6% r/r	5,1% r/r	5,2% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa, wrzesień	4,4% r/r	8,3% r/r	7,3% r/r
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 16.10	293 tys.	300 tys.	-
14:30	US	Indeks koniunktury gospodarczej Philadelphia Fed, październik	30,7 pkt.	24,0 pkt.	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, wrzesień	5,88 mln anual.	6,02 mln anual.	-
piątek 22 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, październik (wst.)	58,4 pkt.	56,9 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi, październik (wst.)	56,2 pkt.	55,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, październik (wst.)	58,6 pkt.	57,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi, październik (wst.)	56,4 pkt.	55,4 pkt.	-
poniedziałek 25 października			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia, wrzesień	5,8%	5,7%	5,7%
10:00	DE	Indeks koniunktury Ifo, październik	98,8 pkt.	-	-

\* mediana ankiety Parkietu dla danych nt. polskiej gospodarki

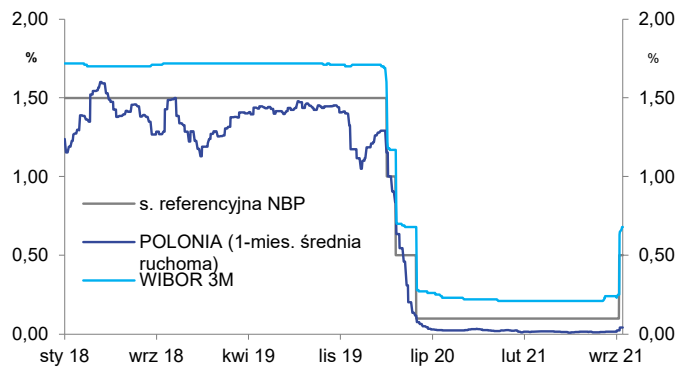
## Kalendarz publikacji danych – październik

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%	0,5%	
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		8,3% 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%

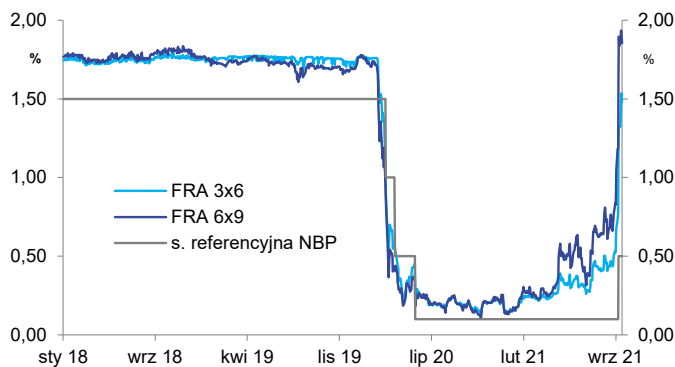
wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	CHN	wrzesień	1.10	49,2 pkt.	50,0 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	wrzesień	1.10	59,9 pkt.	61,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	wrzesień	5.10	61,7 pkt.	61,9 pkt.	
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	58,6 pkt.		57,4 pkt.
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	wrzesień	22.10	56,4 pkt.		55,4 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	30.10	49,6 pkt.		-
Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	CHN	październik	30.10	53,2 pkt.		-

## Rynki finansowe

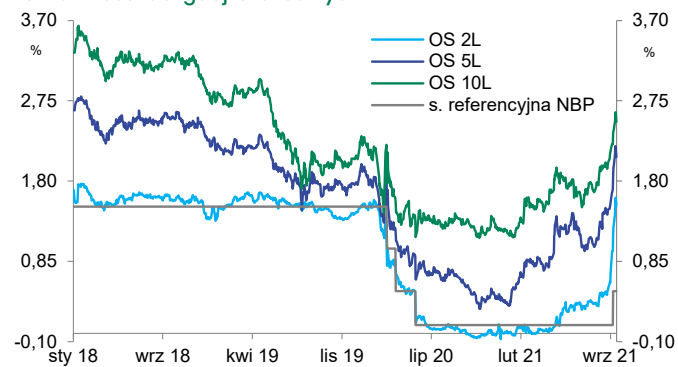
### Krajowe stopy procentowe



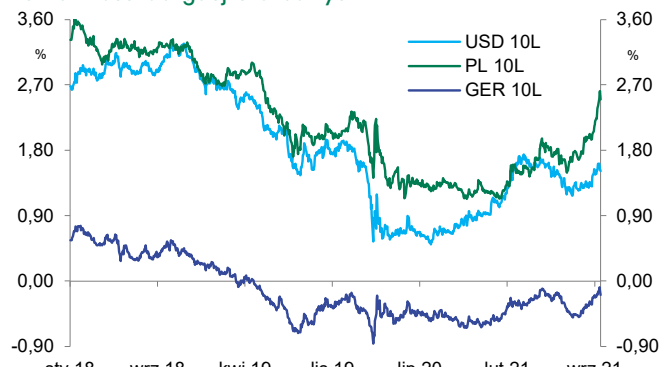
### Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



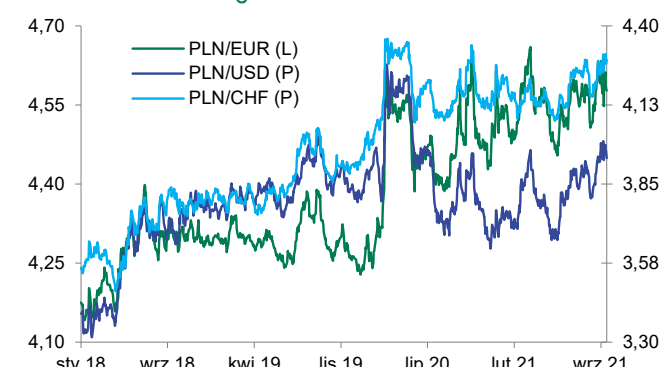
### Rentowności obligacji skarbowych



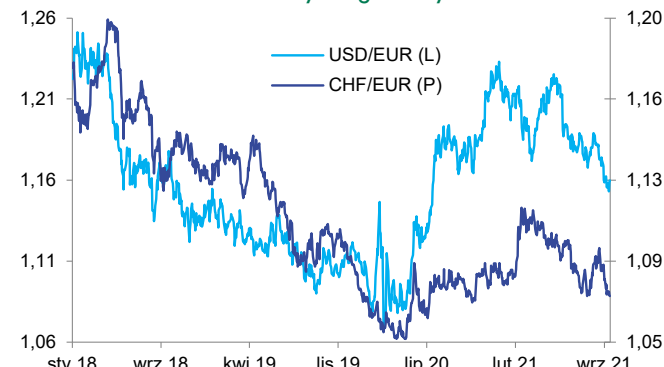
### Rentowności obligacji skarbowych



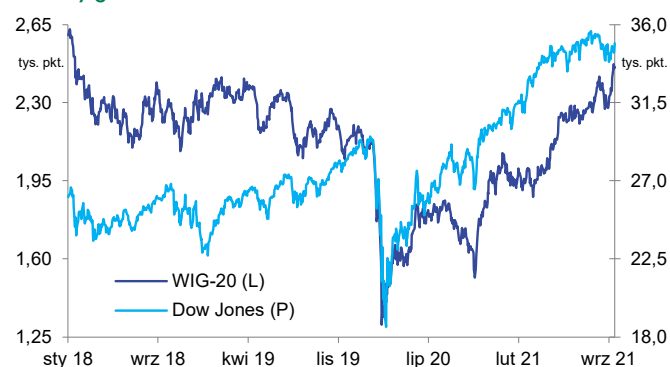
### Notowania kursu złotego



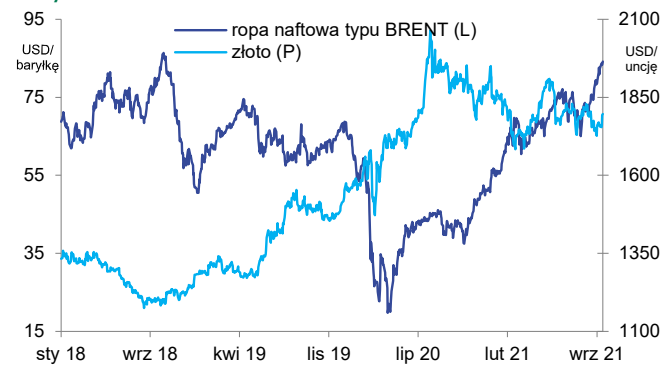
### Notowania kursów walut na rynku globalnym



### Indeksy giełtowe

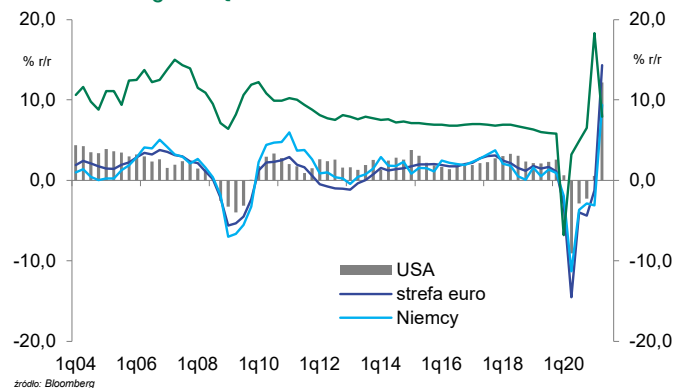


### Ceny surowców

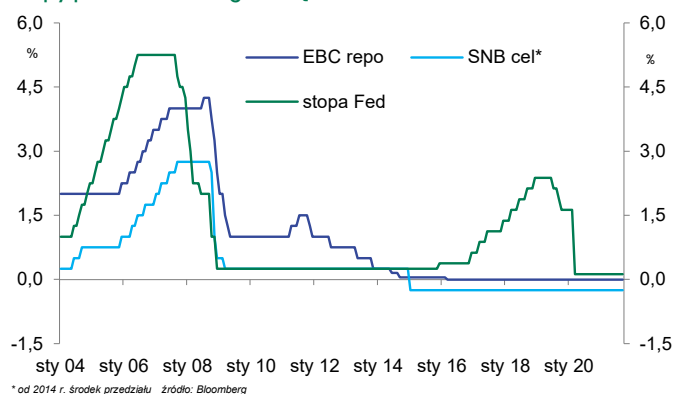


## Sfera realna

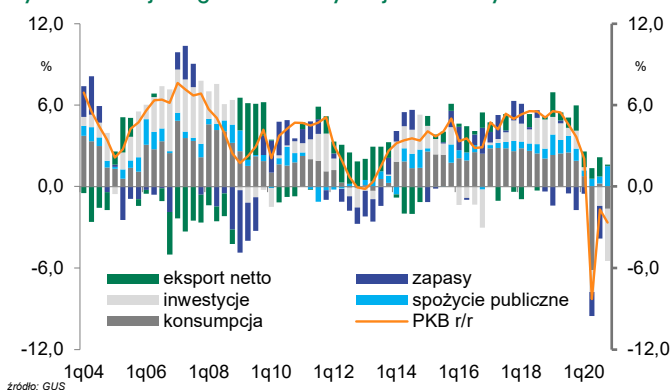
### Wzrost PKB za granicą



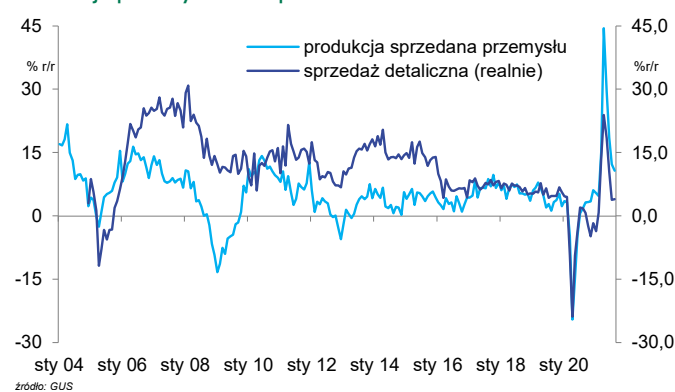
### Stopy procentowe za granicą



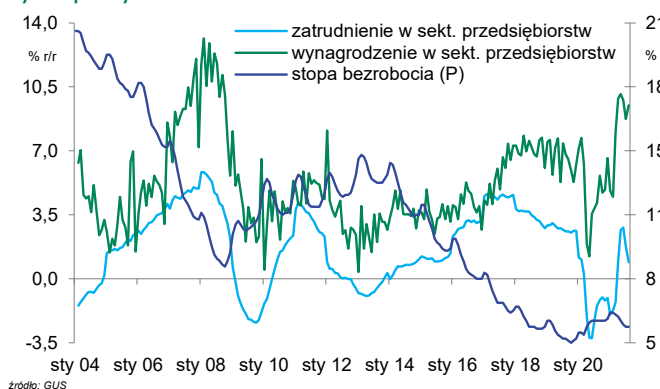
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



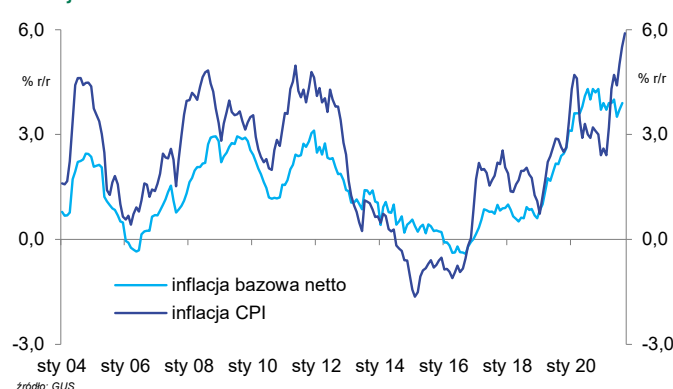
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



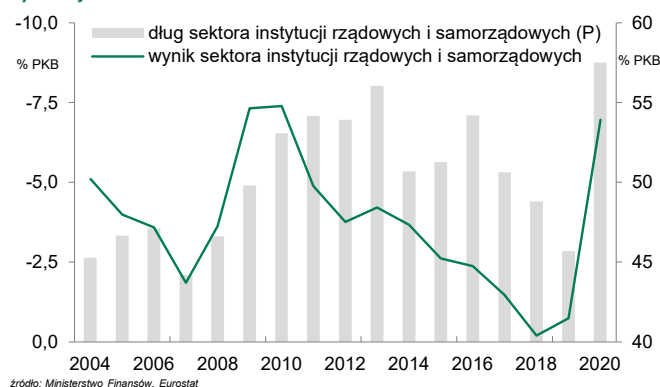
### Rynek pracy



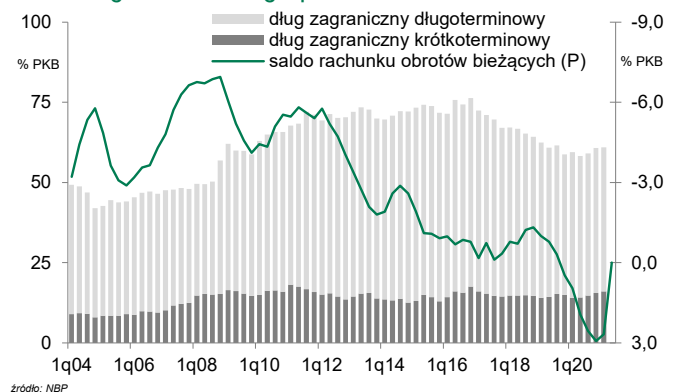
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki





## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.09.2021	08.10.2021	15.10.2021	30.11.2021	31.12.2021	31.03.2022
Stopa lombardowa NBP	%	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25
Stopa referencyjna NBP	%	0,10	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Stopa depozytowa NBP	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
WIBOR 3M	%	0,23	0,65	0,69	0,65	0,65	0,90
Obligacje skarbowe 2L	%	0,70	1,28	1,58	1,25	1,05	1,10
Obligacje skarbowe 5L	%	1,54	1,98	2,13	1,95	1,75	1,75
Obligacje skarbowe 10L	%	2,15	2,41	2,56	2,40	2,25	2,25
PLN/EUR	PLN	4,63	4,60	4,57	4,58	4,60	4,55
PLN/USD	PLN	3,99	3,98	3,94	3,95	3,97	3,94
PLN/CHF	PLN	4,27	4,28	4,27	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	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,49	1,61	1,57	1,50	1,45	1,45
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,20	-0,15	-0,17	-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 wpacony w całości.