

Tapering w Polsce, tapering w USA?

Dziś w centrum uwagi:

- Zła passa na amerykańskich rynkach akcji została wczoraj przerwana, indeks S&P500 zakończył sesję wzrostem. Inwestorzy na świecie nadal szukają odpowiedzi na pytanie, czy wzrost gospodarczy wygra z inflacją. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich lekko spadły. Wczorajsza publikacja danych inflacyjnych oraz minutes FOMC nie miała większego wpływu na notowania. W kraju złoty pozostawał w trendzie bocznym, rentowności obligacji pozostały na podwyższonym poziomie.
- **Krajowy bilans płatniczy za sierpień** pokaże wg naszej prognozy kolejny deficyt na rachunku obrotów bieżących (-1,19 mld EUR) przy eksporcie podgryzanym przez ograniczenia podażowe, a imporcie podbijanym przez wysokie ceny surowców energetycznych. Równowaga zewnętrzna gospodarki nie wygląda już tak imponująco jak na początku tego roku, co pozostawia mniej miejsca na akomodacyjną politykę pieniężną w Polsce.
- **Dane makro ze świata** do obserwacji dziś to tygodniowe statystyki z rynku pracy oraz inflacja PPI za wrzesień z USA. Amerykańskie ceny produkcji (konsensus 8,8% r/r) rosną nieco wolniej niż po naszej stronie Atlantyku.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **USA: Minutes FOMC** z wrześniowego posiedzenia Komitetu potwierdziły, że Fed rozpocznie tapering w tym roku. W minutes stwierdzono, że w Komitecie jest szerokie poparcie dla rozpoczęcia ograniczania skali skupu aktywów od połowy listopada lub połowy grudnia. FOMC ocenił, że jeżeli ożywienie gospodarki nadal będzie mieć dotychczasowy impet, to najważniejszym będzie dokończenie taperingu do połowy przyszłego roku. FOMC nadal oceniał, że inflacyjny skok jest przejściowy, ale decyzja o rozpoczęciu taperingu jest zabezpieczeniem się Komitetu na wypadek, gdyby szok inflacyjny okazał się bardziej uporczywy. Minutes wpisują się w nasz scenariusz dla Fed, w którym zakładamy, że tapering zostanie ogłoszony na posiedzeniu w listopadzie.
- **USA: Inflacja CPI we wrześniu wzrosła do 5,4% r/r** z 5,3% r/r w sierpniu, nieco powyżej oczekiwań. Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen paliw i żywności, wyniosła 4,0% r/r, miesiąc wcześniej. Ceny w kategoriach bazowych wzrosły o 0,2% m/m (0,1% m/m w sierpniu), a wynikający z tego krótkookresowy trend inflacyjny uległ w ostatnim czasie normalizacji (por. wykres). W danych widać wiele poszlak, że przejściowe czynniki podbijające inflację osłabły – m.in. ceny biletów lotniczych spadły

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

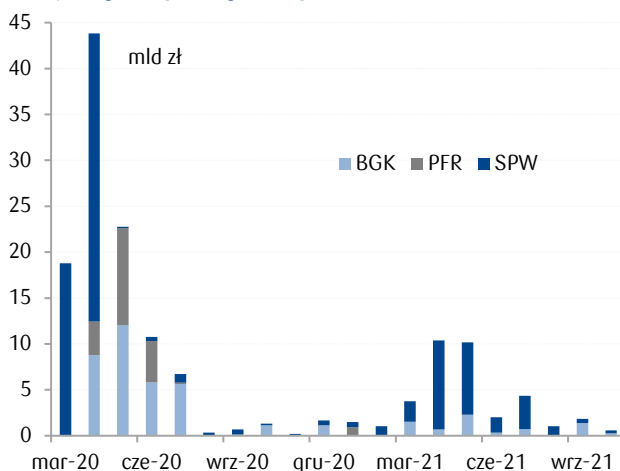
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2021-10-13	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5781	0,0
USDPLN	3,9553	-0,2
CHFPLN	4,2703	0,1
GBPPLN	5,3885	-0,2
EURUSD	1,1575	0,2
Obligacje:		
PL2Y	1,73	4
PL5Y	2,28	-3
PL10Y	2,71	13
DE10Y	-0,13	-3
US10Y	1,55	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	74 283,0	-0,6
DAX	15 249,4	0,7
S&P500	4 363,8	0,3
Nikkei**	28 140,3	-0,3
Shanghai Comp.	3 561,8	0,4
Surowce:		
Złoto	1792,70	1,7
Ropa Brent	83,33	-0,2

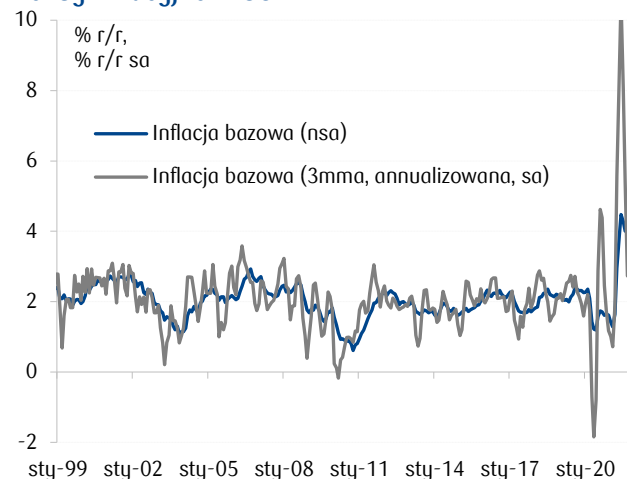
Zródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.
**zamknięcie dnia bieżącego.

Miesięczny skup aktywów przez NBP



Zródło: NBP, Datastream, PKO Bank Polski.

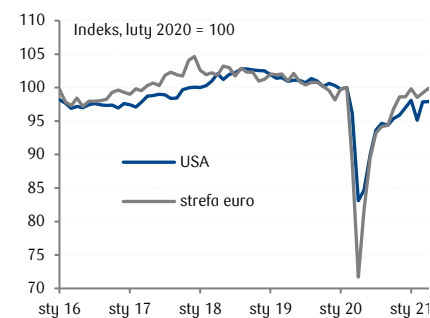
Trendy inflacyjne w USA



o 6,4% m/m, odzieży o 1,1% m/m, zakwaterowania poza domem o 0,6% m/m, a samochodów używanych o 0,7% m/m. Jednocześnie widoczne jest narastanie presji na wzrost cen w innych kategoriach, np. w koszcie utrzymania mieszkania i cenach żywności. Spośród 250 komponentów inflacyjnych we wrześniu ponad 94% odnotowało dodatnią dynamikę r/r – wzrost cen jest najszerszy od 1991.

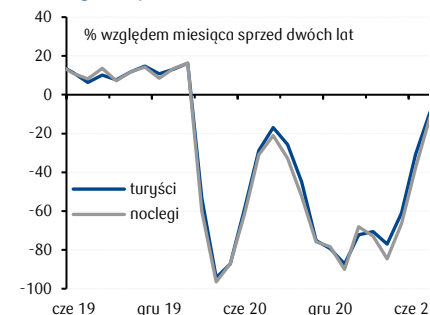
- **POL: NBP na przetargu *outright buy* odkupił obligacje łącznie za 578 mln PLN** (SPW za 300 mln PLN oraz papiery BGK za 278 mln PLN). Od początku programu skupu aktywów, NBP zakupił obligacje o łącznej wartości nominalnej 143,66 mld zł, z czego najwięcej przypadło na wiosnę 2020. Wartość papierów skupionych w październiku br. jest najniższa od listopada 2020. W ostatnich miesiącach wartość transakcji realizowanych w ramach programu NBP spadała. Od tego miesiąca Prezes NBP zaczął jednocześnie retorycznie akcentować wygaszanie QE. NBP ogłosił, że na październikowym przetargu interesuje go pula o maksymalnej wartości 1 mld zł, podczas gdy na poprzednim przetargu bank deklarował zainteresowanie obligacjami warty 10 mld PLN.
- **POL: G.Ancyparowicz z RPP** w wywiadzie dla telewizji Biznes24 przyznała, że nie jest w stanie jednoznacznie stwierdzić, czy październikowa podwyżka była działaniem jednorazowym czy początkiem cyklu. Członkini RPP powiedziała, że jedną z przesłanek za podwyżką stóp procentowych była napięta sytuacja na rynku pracy, chociaż nie widać na nim jeszcze spirali płacowo-cenowej. Dodała, że celem RPP w październiku nie było zaskoczenie rynków, a szybka zmiana retoryki była konsekwencją napływających pod koniec września danych, które skłoniły gołębią część Rady do zmiany stanowiska.
- **GER: Najważniejsze instytuty badawcze w Niemczech obniżą dzisiaj prognozę wzrostu PKB w 2021 do 2,4% z 3,7%** - wynika z nieoficjalnych informacji agencji [Reuters](#). Przyczyną rewizji są dotkliwe ograniczenia podaży, które uderzają w niemieckich eksporterów.
- **GER: Inflacja CPI we wrześniu została potwierdzona na poziomie 4,1% r/r** wobec 3,9% r/r w sierpniu, co jest najwyższym poziomem od końca 1993. Niemiecka inflacja jest podbijana przez czynniki jednorazowe (zmiana stawek VAT), efekty niskiej bazy statystycznej oraz rosnące ceny energii i żywności.
- **EUR: Produkcja przemysłowa w strefie euro w sierpniu wzrosła o 5,1% r/r** po wzroście o 8,0% r/r w lipcu. W ciągu miesiąca produkcja zmniejszyła się o 1,6% i była niższa niż bezpośrednio przed pandemią. W sierpniu najsilniej spadła produkcja dóbr kapitałowych (-3,9% m/m) oraz trwałych dóbr konsumpcyjnych (-3,4% m/m), co może wskazywać na podażowe przyczyny spowolnienia. Produkcja przemysłowa w Niemczech w sierpniu zmniejszyła się o 4,1% m/m.
- **POL: Liczba turystów, którzy w lipcu 2021 skorzystali z usług noclegowych w Polsce** oraz liczba udzielonych noclegów była już tylko o 10% niższa niż w lipcu 2019. Liczba turystów ogółem wzrosła o 32,5% r/r (w tym zagranicznych o 26% r/r) i wyniosła 3,6 mln (w tym 0,4 mln zagranicznych). Liczba turystów krajowych była nawet o 1,9% wyższa niż w analogicznym okresie 2019, a ubytek w porównaniu z okresem przed pandemią wynika z ograniczenia turystyki międzynarodowej. W lipcu turystom udzielono 12 mln noclegów (+32% r/r).
- **CHN: Inflacja CPI we wrześniu spadła do 0,7% r/r** (z 0,8% r/r w sierpniu), natomiast inflacja PPI wzrosła do 10,7% r/r, czyli do poziomu najwyższego w historii (od 1996, gdy zaczęto zbierać dane). Przyczyną wzrostów cen producentów są braki energii, ograniczające produkcję oraz wysokie ceny surowców. Ponadto, słabnący popyt konsumpcyjny sprawia, że producenci nie są w stanie przerzucić rosnących kosztów na ceny produktów gotowych, co widać w niższych odczytach CPI. Sprawia to, że władze monetarne Chin stoją przed dylematem, w jaki sposób zareagować na taki miks rozwoju sytuacji w gospodarce.
- **UE: Podczas** środowego posiedzenia unijnych komisarzy przewodnicząca Komisji Europejskiej U. von der Leyen poinformowała, że w związku z niedawnym wyrokiem Trybunału Konstytucyjnego w sprawie nadrzędności prawa krajowego nad unijnym **możliwe jest wszczęcie wobec Polski procedury naruszeniowej** bądź procedury o naruszenie praworządności z art. 7. Traktatu o Unii Europejskiej.

Produkcja przemysłowa



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Turyści w polskiej bazie noclegowej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

- **UE:** Komisja Europejska zaprezentowała **zestaw propozycji reagowania przez państwa członkowskie na wzrost cen energii**. Wśród pomysłów jest m.in. częściowe płacenie rachunków osób szczególnie dotkniętych kryzysem (co mogłoby być finansowane ze środków pochodzących z unijnego systemu handlu uprawnieniami do emisji EU ETS) oraz tymczasowe obniżenie stawek podatkowych. Jednocześnie KE jest zdania, że przejście na czystą energię jest najlepszym zabezpieczeniem przed skokami cen w przyszłości i należy to przejście przyspieszyć.
- **UE:** Prezydent Rosji W.Putin powiedział, że **Gazprom zwiększa dostawy zgodnie z żądaniami swoich klientów** i jest przygotowany do omówienia wszelkich dodatkowych kroków w celu ustabilizowania rynków w regionie. Prezydent skrytykował również kontynent za wprowadzanie systematycznych wad do systemu energetycznego, oraz nieuprawnione zrzucanie winy za wzrost cen na niedostateczne dostawy. Według Putina winę za skok cen gazu ponoszą kraje europejskie, które dywersyfikują kontrakty na dostawy gazu, zamiast polegać na długoterminowych umowach z Rosją.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 8 października						
GER: Bilans handlowy (sie)	8:00	mld EUR	18,1	15,6	--	--
GER: Eksport (sie)	8:00	% m/m	0,5	0,5	--	--
GER: Import (sie)	8:00	% m/m	-3,8	2,1	--	--
HUN: Inflacja CPI (wrz)	9:00	% r/r	4,9	5,5	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (wrz)	14:30	tys.	235	500	--	--
USA: Stopa bezrobocia (wrz)	14:30	%	5,2	5,1	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (wrz)	14:30	% r/r	4,3	4,6	--	--
Poniedziałek, 11 października						
CZE: Inflacja CPI (wrz)	9:00	% r/r	4,1	4,5	--	4,9
Wtorek, 12 października						
GER: Indeks instytutu ZEW (paź)	11:00	pkt.	26,5	20,1	--	22,3
USA: Raport JOLTS (sie)	16:00	mln	11,1	10,9	--	10,4
Środa, 13 października						
GER: Inflacja CPI (wrz, rew.)	8:00	% r/r	3,9	4,1	--	4,1
EUR: Produkcja przemysłowa (sie)	11:00	% r/r	8	4,7	--	5,1
USA: Inflacja CPI (wrz)	14:30	% r/r	5,3	5,3	--	5,4
USA: Inflacja bazowa (wrz)	14:30	% r/r	4,0	4,0	--	4,0
USA: Minutes Fed (wrz)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 14 października						
CHN: Inflacja CPI (wrz)	3:30	% r/r	0,8	0,9	--	0,7
CHN: Inflacja PPI (wrz)	3:30	% r/r	9,5	10,6	--	10,7
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (sie)	14:00	mld EUR	-1827	-1171	-1190	--
POL: Eksport (sie)	14:00	% r/r	12,5	18,9	18,0	--
POL: Import (sie)	14:00	% r/r	20,6	28,7	29,0	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	326	320	--	--
USA: Inflacja PPI (wrz)	14:30	% r/r	8,3	8,8	--	--
Piątek, 15 października						
POL: Inflacja CPI (wrz, rew.)	10:00	% r/r	5,5	5,8	5,8	--
USA: Sprzedaż detaliczna (wrz)	14:30	% m/m	0,7	-0,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paź, wst.)	16:00	pkt.	72,8	73,5	--	--

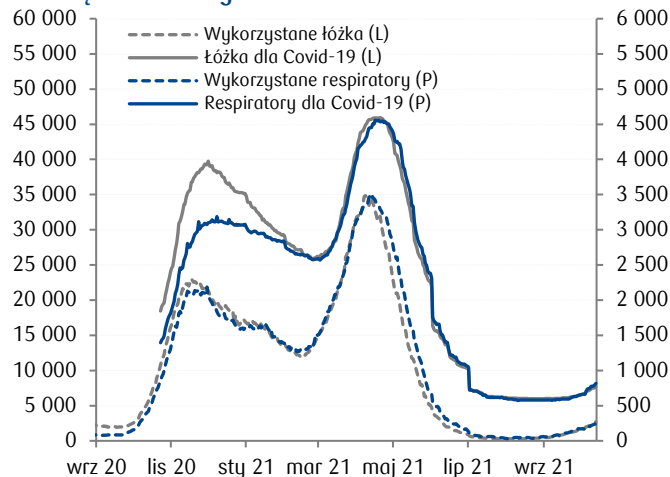
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-10-13	-1D	-7D	-28D
Chorzy					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	2 640	2 118	2 085	767
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	1 872	1 793	1 299	517
Szacowana liczba chorych (stan)^	os.	23 077	21 424	15 683	6 444
Zajęte łóżka	szt.	2 722	2 615	2 013	823
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	35,6	34,6	28,4	28,4
Zajęte respiratory	szt.	239	239	190	91
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	8,8	9,1	9,4	11,1
Zajęte/dostępne respiratory	%	29,2	30,1	25,9	15,3
Testy					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	44 897	42 848	43 668	42 883
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	36 262	36 087	37 817	37 248
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	5,2	5,0	3,4	1,4
Działania antyepidemiczne					
Osoby na kwarantannie	os.	102 245	104 753	89 217	77 989
Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych	szt.	4,4	4,9	5,7	12,1
Zgony					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	40	49	33	21
Średnia dzienna z 7 dni	os.	26	25	22	7
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	3,1	3,0	3,0	2,9

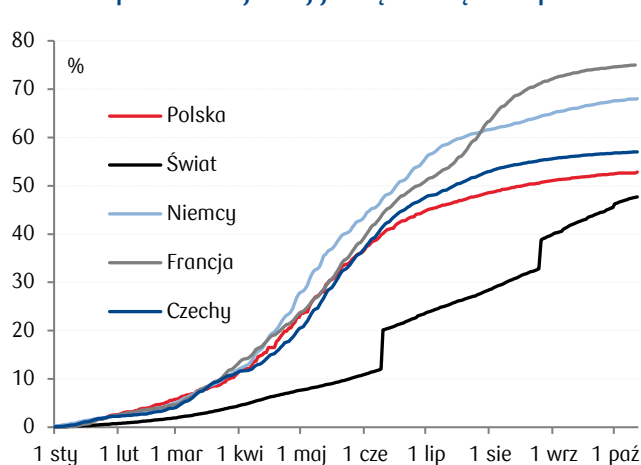
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. ^ Szacunek PKO Banku Polskiego, *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Obciążenie służby zdrowia



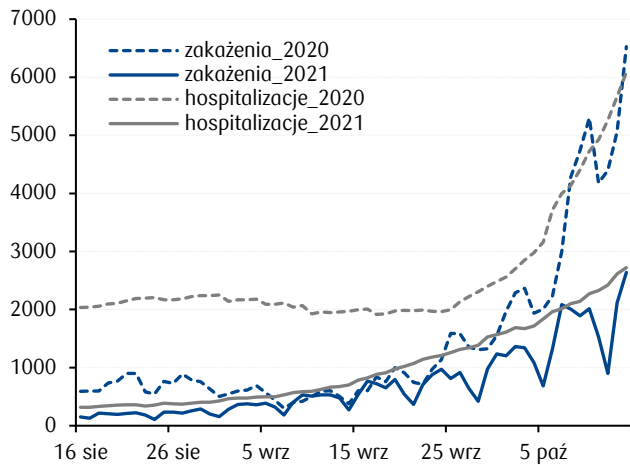
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

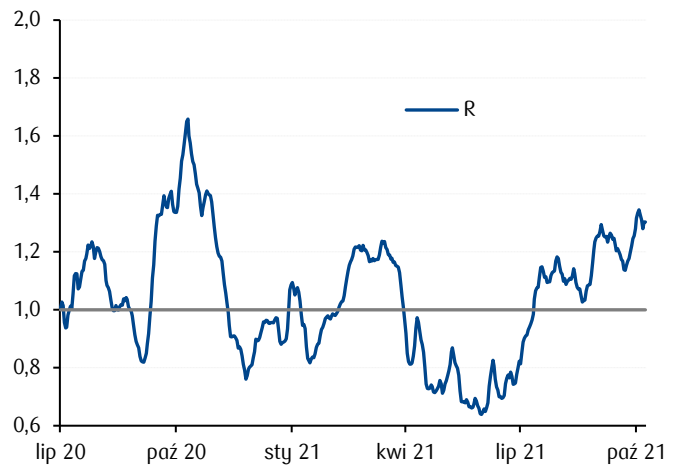


Przegląd sytuacji epidemicznej

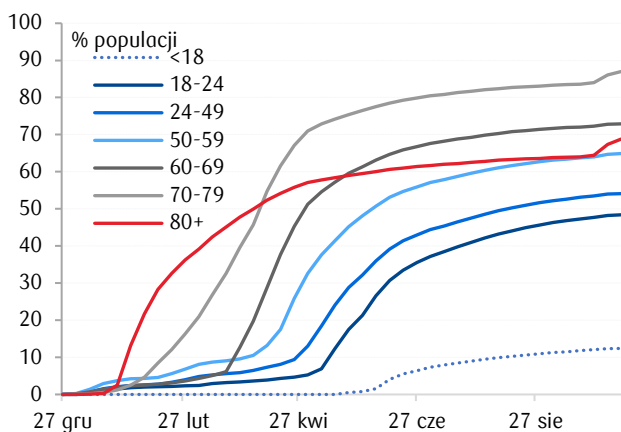
Rozwój pandemii 2021 vs 2020*



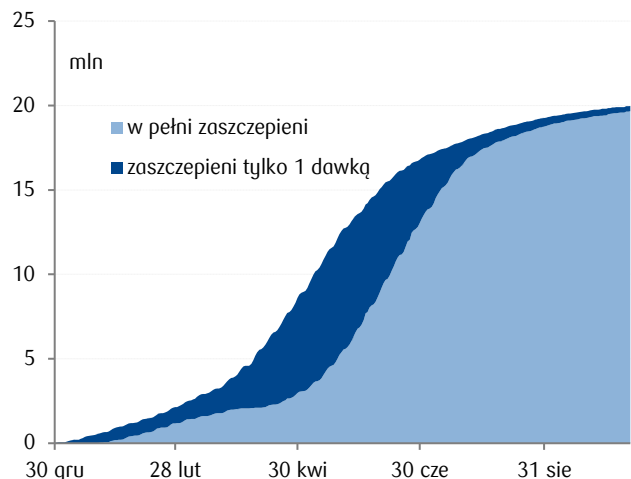
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



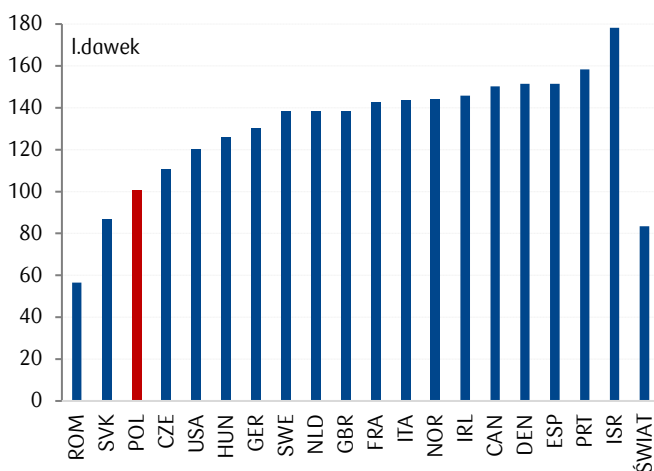
Odsetek populacji zaszczepionej pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



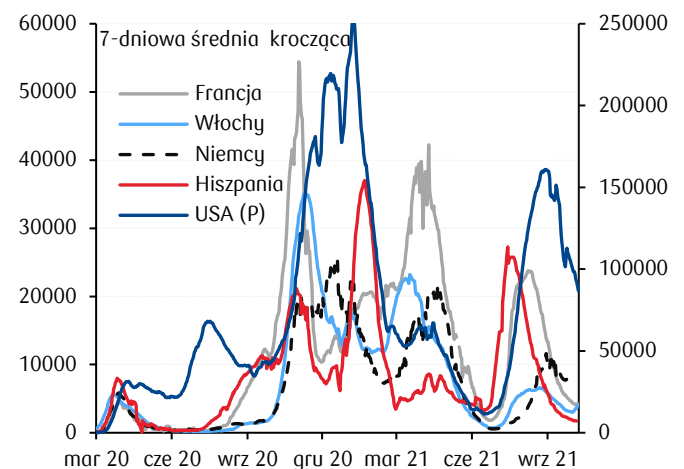
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



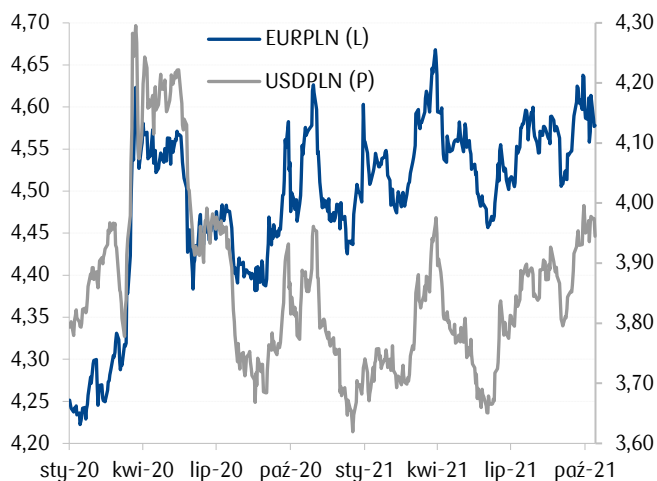
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski, *2020 przesunięty o 1 dzień dla utrzymania porównywalnych dni tygodnia.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

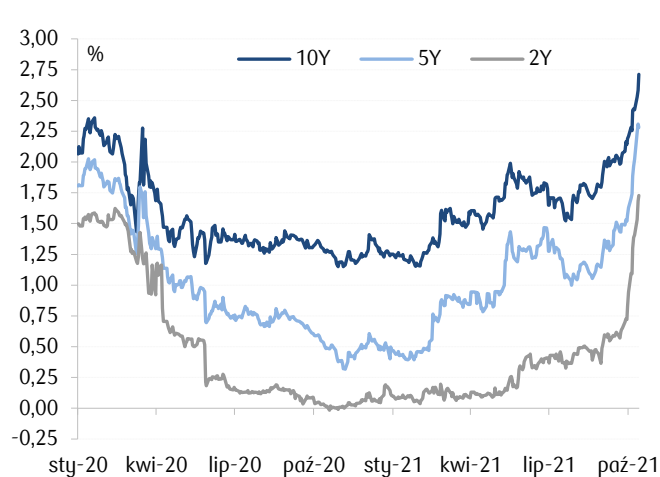
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-10-13	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5781	0,0	0,4	0,4	1,9	6,6
	USDPLN	3,9553	-0,2	0,2	2,5	3,3	6,8
	CHFPLN	4,2703	0,1	0,3	1,7	2,0	13,8
	GBPPLN	5,3885	-0,2	0,8	0,8	8,8	10,5
	EURUSD	1,1575	0,2	0,3	-2,1	-1,4	-0,1
	EURCHF	1,0721	-0,1	0,1	-1,3	-0,1	-6,3
	GBPUSD	1,3634	0,2	0,5	-1,4	5,0	3,7
	USDJPY	113,37	-0,2	1,9	3,7	7,4	1,4
	EURCZK	25,36	-0,1	-0,2	0,1	-7,3	-1,8
	EURHUF	360,38	0,0	0,4	3,2	-0,2	11,6
Obligacje	PL2Y	1,73	4	43	114	170	14
	PL5Y	2,28	-3	40	83	177	-26
	PL10Y	2,71	13	29	71	144	-52
	DE2Y	-0,67	0	3	3	5	-7
	DE5Y	-0,48	-1	7	14	27	-39
	DE10Y	-0,13	-3	5	18	43	-63
	US2Y	0,37	2	7	16	23	-249
	US5Y	1,09	1	10	29	79	-193
	US10Y	1,55	-3	2	25	82	-161
Akcje	WIG	74 283,0	-0,6	3,5	3,6	53,3	32,1
	WIG20	2 451,9	-0,8	4,4	4,1	47,7	13,0
	S&P500	4 363,8	0,3	0,0	-2,6	24,3	58,6
	NASDAQ100	14 774,6	0,8	0,1	-4,7	22,3	109,0
	Shanghai Composite	3 561,8	0,4	-0,2	-2,6	6,0	38,7
	Nikkei**	28 140,3	-0,3	2,2	-7,8	19,2	26,4
	DAX	15 249,4	0,7	1,8	-2,3	17,1	31,3
	VIX	18,64	-6,1	-11,2	2,5	-28,5	-12,5
Surowce	Ropa Brent	83,3	-0,2	2,6	10,4	96,0	3,2
	Ropa WTI	80,6	-0,2	3,9	10,9	101,2	12,3
	Złoto	1792,7	1,7	2,0	-0,1	-5,2	46,0

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

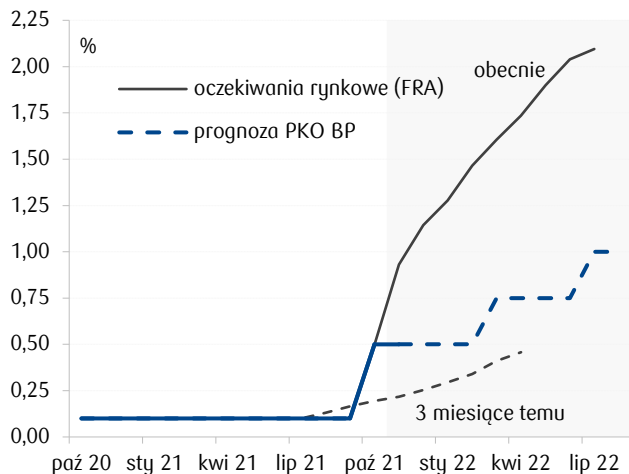
Notowania złotego wobec głównych walut



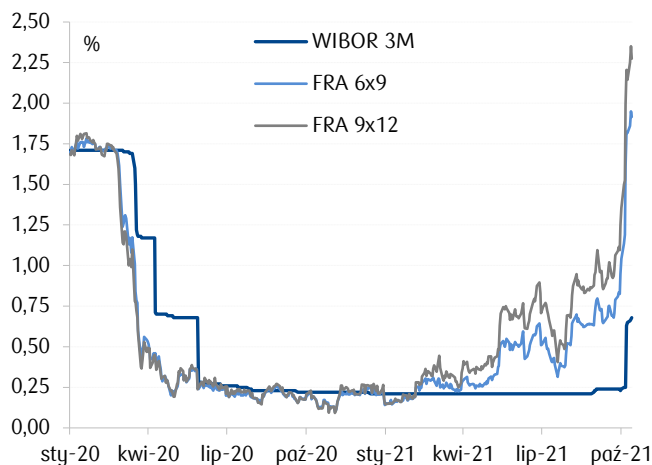
Rentowności polskich obligacji skarbowych



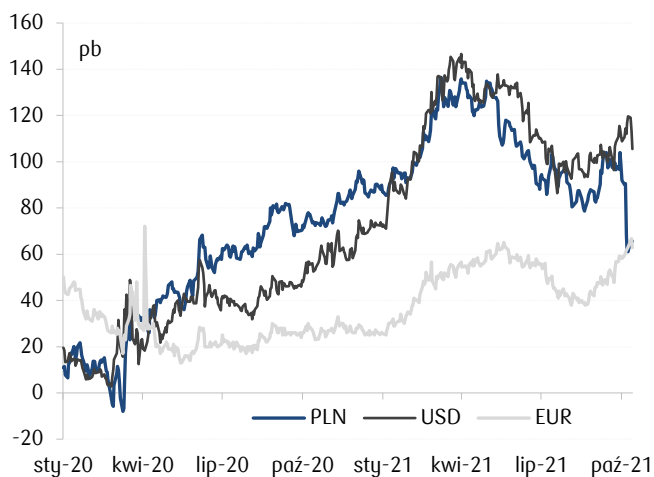
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



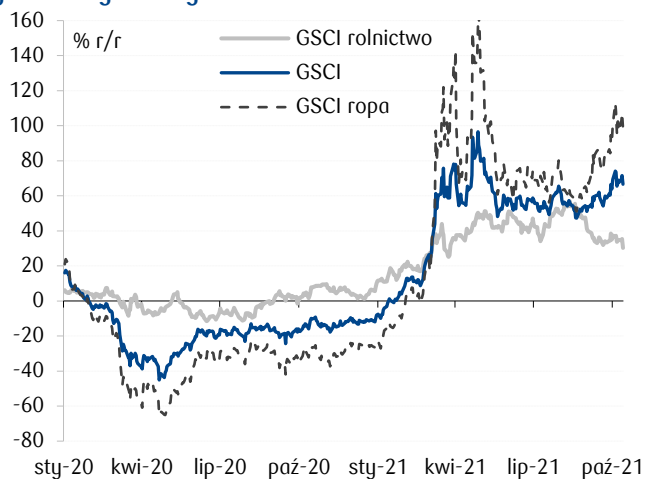
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



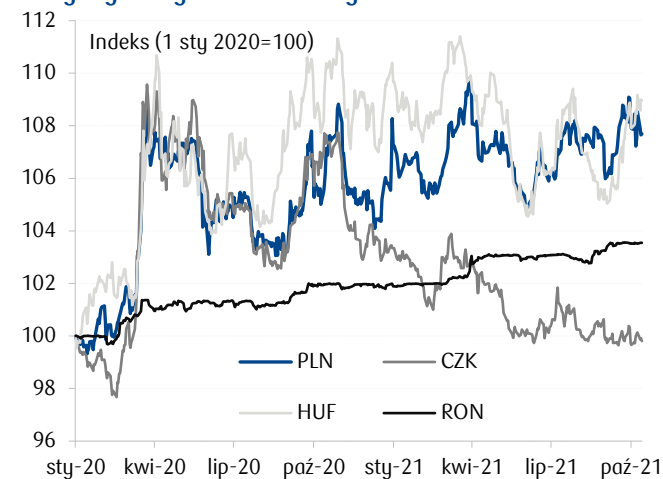
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne. *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	marcin.czaplicki@pkobp.pl	22 521 54 50
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r, uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.