

Deficyt przecięty na pół

Dziś w centrum uwagi:

- Rynki finansowe wciąż pozostają pod wpływem negatywnych informacji z Chin (koncern Evergrande nie dokonał płatności rat odsetkowych wobec dwóch banków) oraz w obawie przed zacieśnieniem polityki pieniężnej przez Fed. Złoty nadal się osłabiał w obliczu (oczekiwanego i rzeczywistego) rosnącego napięcia w relacjach z UE i malejącej nadwyżki w obrotach bieżących.
- Dziś wieczorem nastąpi kulminacyjny dla rynków moment tygodnia – **wynik posiedzenia FOMC**. Oczekujemy, że Fed zdecyduje się zaostrzyć retorykę przed nadchodzącym *taperingiem*, którego spodziewamy się w dalszej części tego roku. Nie można wykluczyć, że ostrzejszej retoryce będą towarzyszyć zmiany w *dot plots*, przesuwające oczekiwania na pierwszą podwyżkę stóp w stronę 2022. Czekając na FOMC poznamy drugoplanowe dane makro: wrześniowe nastroje konsumentów w strefie euro oraz sprzedaż domów na rynku wtórnym w USA (za sierpień).
- W kraju opublikowane zostaną **wrzesniowe nastroje konsumentów i przedsiębiorstw** – **tutaj uwagę przyciągną przede wszystkim oczekiwania inflacyjne**. Popołudniowe dane o podaży pieniądza M3 za sierpień (dla koneserów) pozwolą m.in. zaktualizować ocenę siły popytu na kredyt.
- Także dziś Trybunał Konstytucyjny ma się zająć sprawą nadrzędności prawa polskiego nad prawem unijnym. Może to dodatkowo podnieść ciśnienie na rynkach i wzmocnić presję na osłabienie złotego.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- POL:** Sprzedaż detaliczna w sierpniu wzrosła realnie o 5,4% r/r wobec 3,9% r/r w lipcu. Nominalny wzrost o 10,7% r/r jest w znacznej mierze „podgryzany” przez najwyższy od co najmniej 2004 „deflator” równy 5,0% r/r. Dane GUS potwierdziły widoczny w naszych wewnętrznych danych kartowych wzrost wydatków konsumenckich na zakończenie wakacji. Poziom sprzedaży detalicznej jest zgodny ze średnioterminowym trendem. Ze względu na silny wzrost cen, potrzeba będzie nowych impulsów, żeby wybić sprzedaż powyżej tego trendu (co oznaczałoby również powrót do szybkiego tempa wzrostu obserwowanego bezpośrednio przed pandemią). Więcej na ten temat w Makro Flash: [Wzrost cen ograniczeniem dla sprzedaży](#).
- HUN:** Bank centralny Węgier podniósł stopy procentowe (główną stopę o 15pb do 1,65%), ogłaszając jednocześnie ograniczenie innych programów (skupu obligacji

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

[@PKO_Research](#)

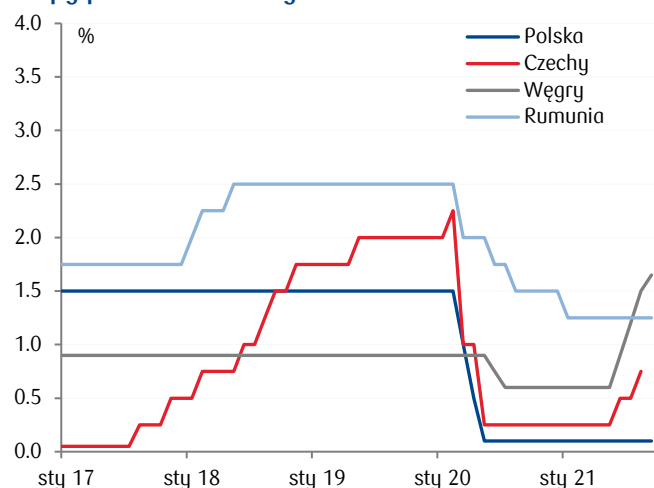
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2021-09-21	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6249	0,4
USDPLN	3,9447	0,4
CHFPLN	4,2744	1,0
GBPPLN	5,3836	0,4
EURUSD	1,1725	0,0
Obligacje:		
PL2Y	0,57	-2
PL5Y	1,43	-3
PL10Y	1,98	-4
DE10Y	-0,33	-1
US10Y	1,32	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	69 420,0	0,4
DAX	15 348,5	1,4
S&P500	4 354,2	-0,1
Nikkei**	29 628,1	-2,9
Shanghai Comp.	3 614,0	0,0
Surowce:		
Złoto	1779,00	0,8
Ropa Brent	74,71	0,6

Źródło: 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.

Stopy procentowe w regionie



Źródło: GUS, Macrobond, PSE, Google Trends, Bloomberg, PKO Bank Polski.

Poziom aktywności w gospodarce



skarbowych z 50 do 40 mld HUF tygodniowo oraz redukcji programu wsparcia płynnościowego poprzez stopniową redukcję skali operacji swapowych z 1,1 bln HUF obecnie). Podkreślono, że w razie konieczności, bank będzie mógł wrócić do stosowanych wcześniej rozwiązań. Zdaniem węgierskiej Rady Polityki Pieniężnej prognozy inflacji (m.in. dalszy jej wzrost na jesieni; MNB podniósł prognozę inflacji do 4,6-4,7% r/r w 2021 i 3,4-3,8% r/r w 2022 z odpowiednio 4,1% i 3,1% prognozowanych wcześniej) oraz towarzyszący im rozkład ryzyka uzasadniają kontynuację comiesięcznego zacieśniania polityki pieniężnej (aczkolwiek przy mniejszej skali podwyżek). Wciąż uważamy, że do końca roku stopy procentowe na Węgrzech wzrosną do 2,00%.

- **SWE: Riksbank zgodnie z zapowiedziami nie zmienił parametrów polityki pieniężnej.** Stopa repo utrzymała się na poziomie 0,00% i zgodnie z prognozą banku pozostanie tam do 3q24. Nie zmieniły się także parametry programu QE – Riksbank nadal deklaruje zmniejszenie tempa skupu aktywów w 4q21, a także, że jego bilans pozostanie bez zmian w 2022. Decyzja była jednomyślna. W ocenie sytuacji pandemicznej Riksbank pozostał bardzo powściągliwy. Choć Szwecja jest krajem, w którym poziom wyszczepienia populacji jest jednym z wyższych na świecie, to bank uznał, że sytuacja pandemiczna na świecie nadal jest problematyczna, w szczególności w krajach biednych z niewielką dostępnością szczepionek. Wynik posiedzenia był lekko gołębi. Wcześniej rynek spekulował, że prognozy Riksbanku dla stóp procentowych mogą się podnieść na koniec 2023 (implikowana przez instrumenty rynku pieniężnego stopa procentowa wskazywała na dwie podwyżki do końca 2023).
- **POL: Rada Ministrów uchwaliła nowelizację ustawy budżetowej na 2021 przewidującą ograniczenie deficytu budżetowego ze wstępnie planowanych 82,3 mld PLN do 40,4 mld PLN.** Jest to możliwe dzięki wyższym oczekiwany dochodom budżetowym (prawie 80 mld wobec ustawy budżetowej i ok. 10 mld wobec opublikowanych miesiąc temu oczekiwań towarzyszących projektowi budżetu na 2022). Jednocześnie rząd zwiększył plany wydatkowe na ten rok o blisko 40 mld PLN (wobec czego wydatki przekroczą 500 mld PLN). Premier M.Morawiecki poinformował, że nowelizacja ustawy zakłada wzrost PKB w tym roku o 4,8-4,9%, co (z naszej perspektywy) jest wciąż konserwatywnym założeniem (prognozujemy 5,4% wzrostu) i daje szansę na jeszcze lepszy finalny wynik budżetu (z dokładnością do ew. przesunięć w wydatkach na przełomie roku).
- **USA: Liczba rozpoczętych budów domów w sierpniu wzrosła o 3,9% m/m** (do 1,615 mln z 1,554 mln w lipcu), **a liczba wydanych pozwoleń o 6,0% m/m** (do 1,728 mln z 1,630 mln w lipcu). Mimo tego struktura wzrostu pokazała, że spadła liczba rozpoczętych budów domów jednorodzinnych - to znak, że amerykański rynek nieruchomości nadal boryka się z kombinacją wysokich cen materiałów budowlanych wynikających z braków zaopatrzenia. Mocne wzrosty odnotowano natomiast w segmencie budynków wielorodzinnych, na które popyt mocno rośnie wraz z powrotem pracowników do centrów miast z pracy zdalnej.
- **USA: Deficyt na rachunku obrotów bieżących w 2q21 pogłębił się do poziomu największego od 14 lat**, wynosząc 190,3 mld USD (wobec 189,4 mld USD w 1q21). Wzrost deficytu odzwierciedla przyspieszenie importu dóbr konsumpcyjnych w związku m.in. ze stymulacją fiskalną gospodarki (bezpośrednie transfery dla gospodarstw domowych). W relacji do PKB deficyt C/A wyniósł 3,3% PKB (wobec 3,4% PKB po 1q21). Dane szczegółowe pokazały m.in. wzrost eksportu samolotów i półprzewodników. Rosnący import jest istotny z punktu widzenia pozytywnego wpływu amerykańskiej konsumpcji na globalny wzrost gospodarczy.
- **ŚWIAT: OECD dokonała korekty prognoz wzrostu gospodarczego na świecie** (5,7% w 2021 i 4,5% w 2022 wobec odpowiednio 5,8% i 4,4% w czerwcu). Organizacja przewiduje, że globalne ożywienie gospodarcze będzie kontynuowane, ale pozostanie nierównomierne ze względu na różne tempo procesu szczepień i skalę wsparcia ze strony polityki gospodarczej. Prognozę wzrostu PKB na 2021 dla USA obniżono do 6,0% z 6,9%, a dla strefy euro podwyższono do 5,3% z 4,3%.
- **CZE: M.Holub z CNB zapowiedział**, że na posiedzeniu decyzyjnym 30 września poprze podniesienie stóp procentowych o 50pb, co byłoby największą podwyżką stóp w Czechach od 1997. Obecnie główna stopa procentowa w Czechach wynosi 0,75%.

Zdaniem M.Holuba rozpoczęty w czerwcu cykl zacieniania będzie kontynuowany również w 2022, ze względu na narastanie presji inflacyjnej w gospodarce. Wcześniej w podobnym tonie wypowiadał się zastępca prezesa CNB M.Mora, który [ocenił](#), że wskazane jest przyspieszenie procesu podwyżek stóp procentowych.

- **JAP: Bank Japonii (BoJ)** nie zmienił parametrów polityki pieniężnej (cel dla krótkoterminowej stopy proc.: -0,10%). Bank jednocześnie wzmocnił oczekiwania na utrzymywanie ultrałagodnej polityki pieniężnej przez dłuższy czas, nawet dłużej niż pozostałe, główne banki centralne na świecie. Jako argument za jej kontynuacją BoJ podał pogarszające się perspektywy dla przemysłu i eksportu (efekty m.in. braków półproduktów). Dużym czynnikiem niepewności dla lokalnej polityki pieniężnej pozostaje sytuacja polityczna po zaplanowanej na 29 września nominacji nowego premiera. Kandydaci na to stanowisko zgadzają się co do utrzymania ultrałagodnej polityki pieniężnej przez BoJ, ale różnią się co do długoterminowych perspektyw odejścia od stymulacji monetarnej i sposobu normalizacji polityki pieniężnej.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 września						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	8,7	8,7	8,7	9,5
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie)	10:00	% r/r	1,8	1,1	1,1	0,9
EUR: Inflacja HICP (sie, rew.)	11:00	% r/r	2,2	3,0	--	3,0
EUR: Inflacja bazowa (sie, rew.)	11:00	% r/r	0,7	1,6	--	1,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz, wst.)	16:00	pkt.	70,3	72,0	--	71,0
Poniedziałek, 20 września						
GER: Inflacja PPI (sie)	8:00	% r/r	10,4	11,3	--	12,0
POL: Inflacja PPI (sie)	10:00	% r/r	8,2	9,2	9,5	9,5
POL: Produkcja przemysłowa (sie)	10:00	% r/r	9,8	13,8	15,4	13,2
Wtorek, 21 września						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	0,00	0,00	0,00	0,00
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	3,3	7,5	7,7	10,2
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	3,9	5,7	4,8	5,4
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	1,50	1,75	1,75	1,65
USA: Pozwolenia na budowę (sie)	14:30	mln	1,630	1,595	--	1,728
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-189,4	-190	--	-190,3
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	mln	1,554	1,550	--	1,615
Środa, 22 września						
JAP: Posiedzenie BoJ	--	%	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
POL: Koniunktura konsumencka (wrz)	10:00	pkt.	-14,6	--	--	--
POL: Koniunktura gospodarcza (wrz)	10:00	pkt.	--	--	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sie)	14:00	% r/r	8,8	9,1	9,1	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie)	16:00	mln	5,99	5,85	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (wrz)	16:00	pkt.	-5,3	-5,9	--	--
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	0,25	0,25	0,25	--
Czwartek, 23 września						
SWI: Posiedzenie SNB	9:30	%	-0,75	-0,75	-0,75	--
GER: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	9:30	pkt.	62,6	61,4	--	--
GER: PMI w usługach (wrz, wst.)	9:30	pkt.	60,8	60,3	--	--
POL: Stopa bezrobocia (sie)	10:00	%	5,8	5,8	5,8	--
NO: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	0,00	0,25	0,25	--
EUR: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	10:00	pkt.	61,4	60,4	--	--
EUR: PMI w usługach (wrz, wst.)	10:00	pkt.	59,0	58,5	--	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	0,10	0,10	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	332	315	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (wrz, wst.)	15:45	pkt.	61,1	61,0	--	--
Piątek, 24 września						
GER: Indeks Ifo (wrz)	10:00	pkt.	99,4	98,9	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie)	16:00	tys.	708	709	--	--

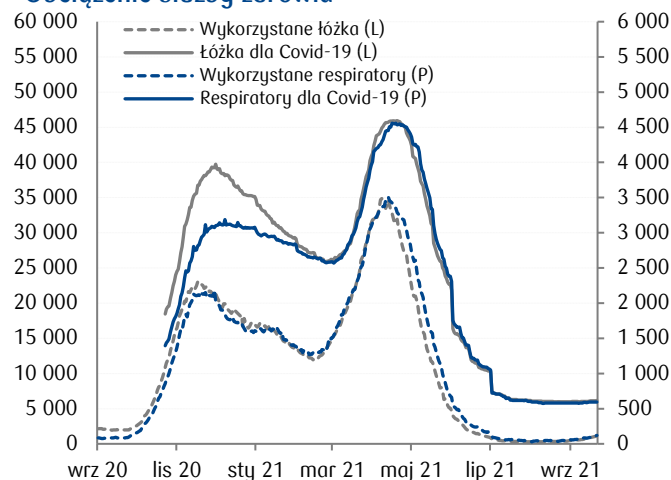
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-09-21	-1D	-7D	-28D
Chorzy					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	711	363	537	233
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	650	626	483	194
Szacowana liczba chorych (stan)^	os.	8 218	7 706	5 977	2 836
Zajęte łóżka	szt.	1 142	1 070	782	385
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	18,6	17,4	13,0	13,0
Zajęte respiratory	szt.	120	113	82	44
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	10,5	10,6	10,5	11,4
Zajęte/dostępne respiratory	%	20,1	19,0	13,9	7,6
Testy					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	45 337	22 331	45 514	45 477
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	37 331	37 356	36 822	37 897
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	1,7	1,7	1,3	0,5
Działania antyepidemiczne					
Osoby na kwarantannie	os.	86 101	79 325	77 317	59 147
Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych	szt.	10,5	10,3	12,9	20,9
Zgony					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	15	-	8	8
Średnia dzienna z 7 dni	os.	10	9	6	3
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	2,8	2,9	2,5	2,1

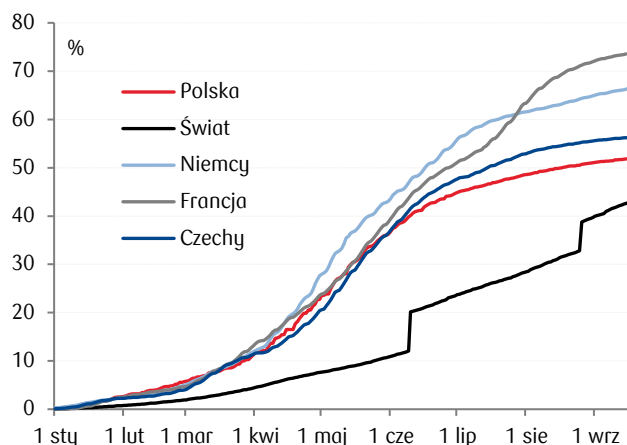
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. ^ Szacunek PKO Banku Polskiego, *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Obciążenie służby zdrowia



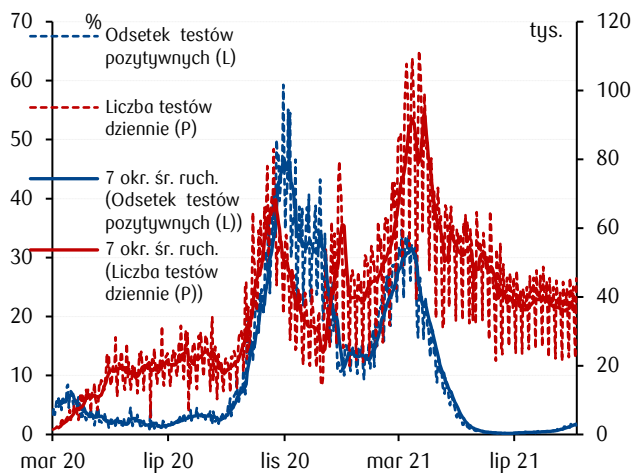
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

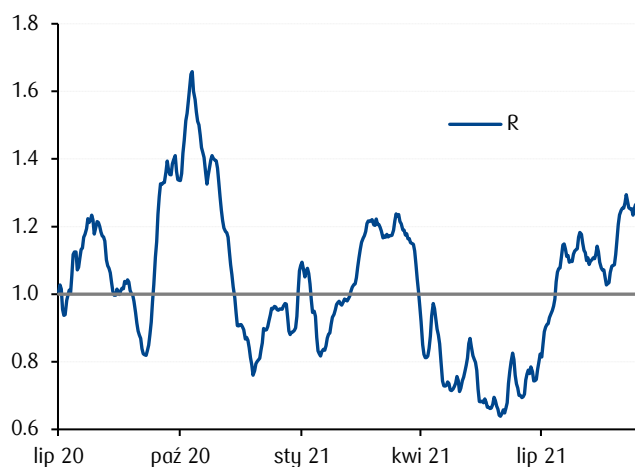


Przegląd sytuacji epidemicznej

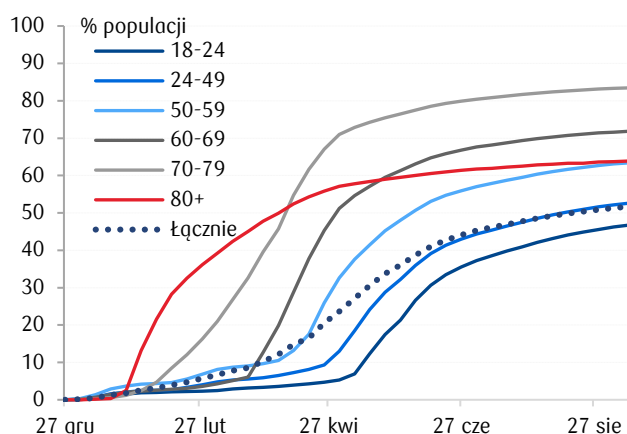
Proces testowania w Polsce



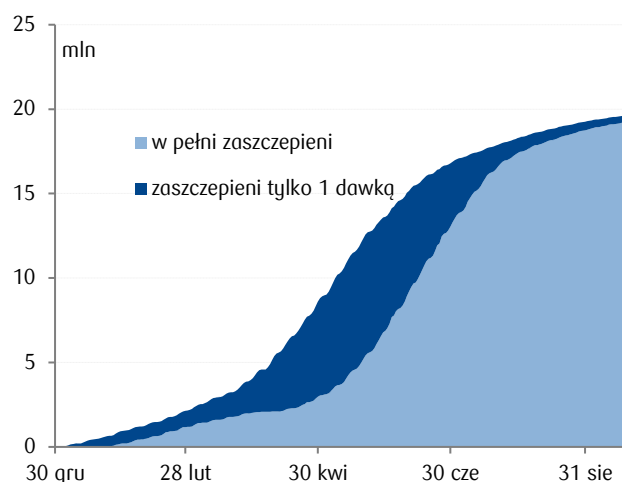
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



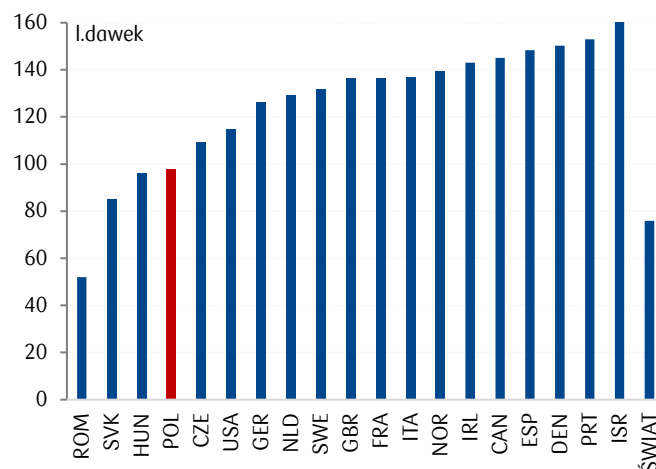
Odsetek populacji zaszczepionej pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



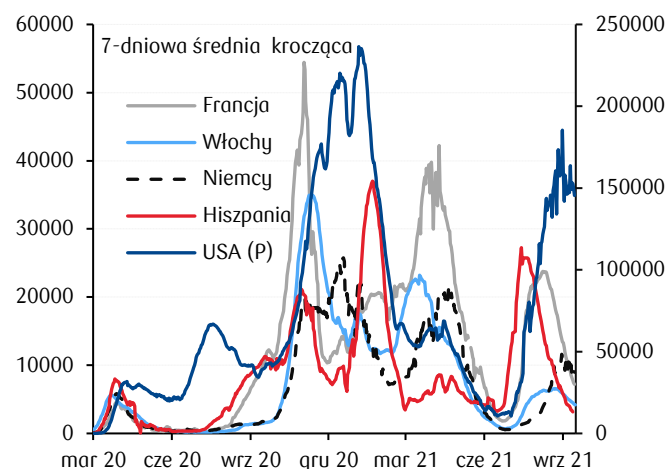
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski.

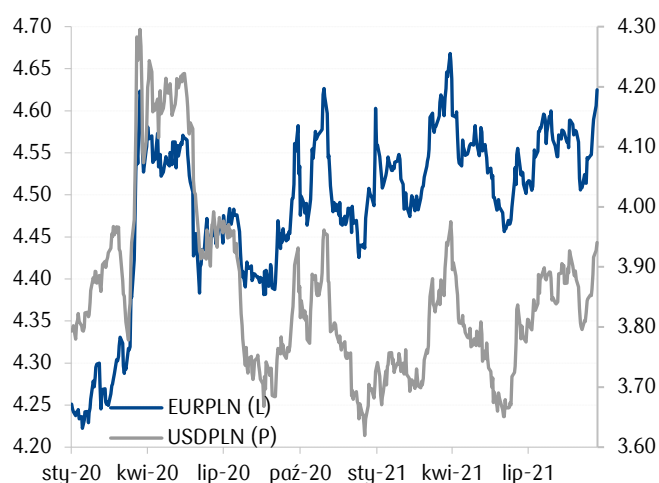
S

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

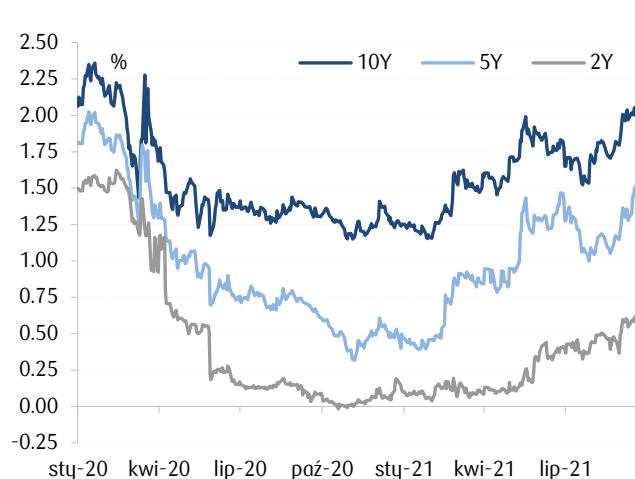
		Wartość 2021-09-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty	EURPLN	4,6249	0,4	1,7	1,2	2,9	7,5
	USDPLN	3,9447	0,4	2,5	1,5	3,0	7,9
	CHFPLN	4,2744	1,0	2,2	0,3	2,3	12,0
	GBPPLN	5,3836	0,4	1,2	0,8	10,0	12,3
	EURUSD	1,1725	0,0	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3
	EURCHF	1,0820	-0,6	-0,5	0,9	0,6	-4,0
	GBPUSD	1,3643	-0,2	-1,5	-0,6	6,6	4,2
	USDJPY	109,20	-0,3	-0,4	-0,5	4,4	-3,0
	EURCZK	25,43	-0,1	0,3	-0,3	-6,3	-0,7
	EURHUF	352,55	-0,6	0,8	1,3	-2,7	9,0
Obligacje	PL2Y	0,57	-2	-2	9	50	-101
	PL5Y	1,43	-3	-1	32	78	-110
	PL10Y	1,98	-4	-3	23	68	-124
	DE2Y	-0,71	0	-1	3	1	-16
	DE5Y	-0,64	-1	1	10	9	-48
	DE10Y	-0,33	-1	1	15	20	-79
	US2Y	0,22	0	1	-1	8	-259
	US5Y	0,83	1	5	4	56	-213
	US10Y	1,32	2	5	3	65	-174
Akcje	WIG	69 420,0	0,4	-3,6	0,5	43,3	19,2
	WIG20	2 278,1	0,2	-4,1	-1,0	35,4	0,9
	S&P500	4 354,2	-0,1	-2,0	-2,9	32,7	48,6
	NASDAQ100	15 027,8	0,1	-2,3	-2,1	36,9	99,5
	Shanghai Composite	3 614,0	0,0	-1,3	2,8	9,0	29,2
	Nikkei**	29 628,1	-2,9	-3,4	6,8	26,8	24,1
	DAX	15 348,5	1,4	-2,4	-3,5	22,4	23,5
	VIX	24,36	-5,3	25,2	41,5	-12,3	108,6
Surowce	Ropa Brent	74,7	0,6	1,3	5,0	80,1	-5,3
	Ropa WTI	70,6	0,3	0,0	4,3	79,5	-1,9
	Złoto	1779,0	0,8	-1,6	-1,5	-6,2	48,5

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

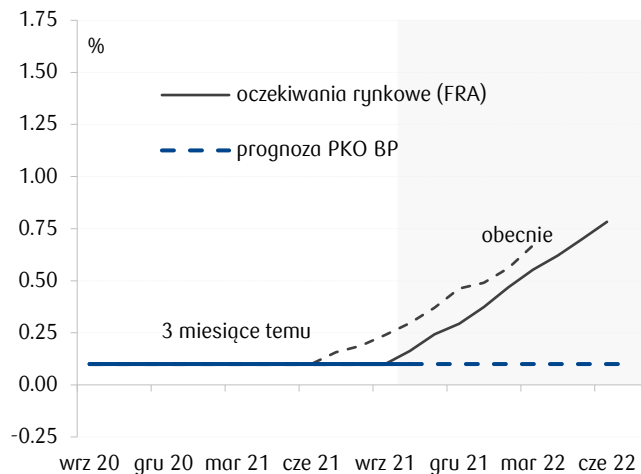
Notowania złotego wobec głównych walut



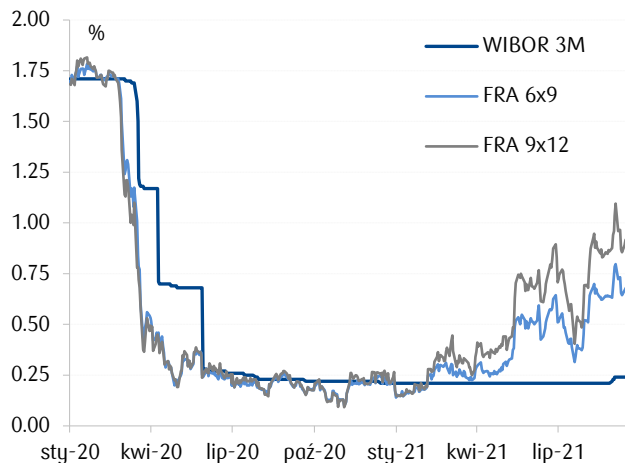
Rentowności polskich obligacji skarbowych



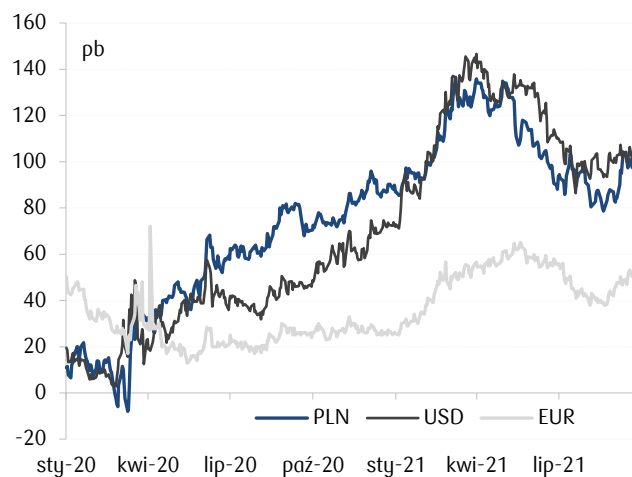
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



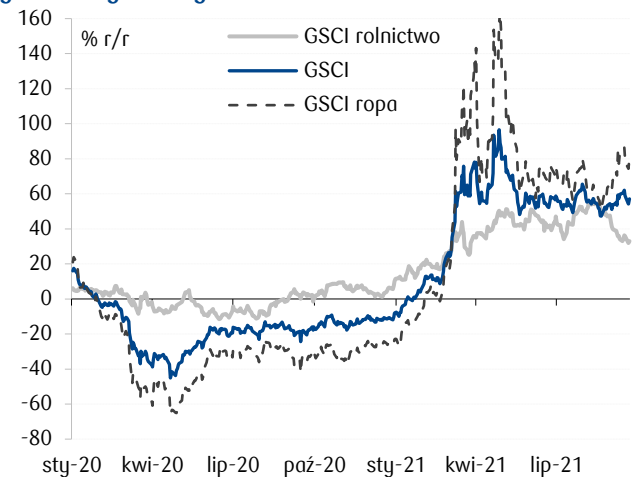
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



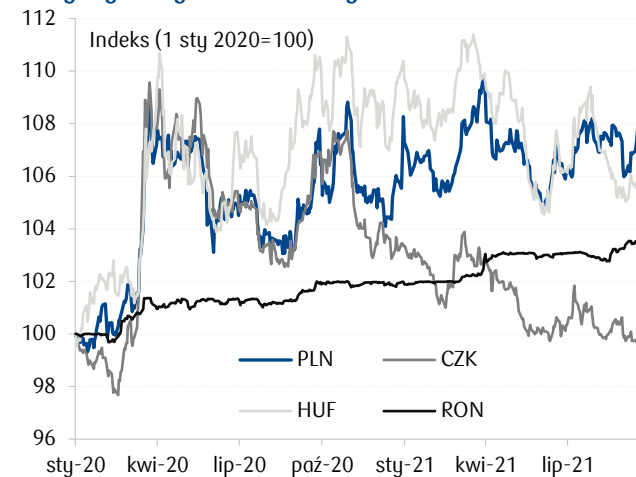
Spread asset swap dla PLN



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:



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.