

## Szok gazowy, szok cieplny

### Dzisiaj w centrum uwagi:

- Światowe rynki akcji traciły kolejny dzień po mocnym wzroście obaw o chiński sektor nieruchomości oraz o to, jaki krok wykona Fed w środę. Kluczowym testem wypłacalności Evergrande mają być czwartkowe płatności odsetkowe dla dwóch serii obligacji wyemitowanych przez giganta z Chin. W oczekiwaniu na środową decyzję FOMC rentowności amerykańskich obligacji lekko spadły, dodatkowo zyskiwał dolar. Minorowe nastroje nie były korzystne dla aktywów rynków wschodzących. W takim otoczeniu w trakcie dnia EURPLN przebił poziom 4,60. Rentowności 10-letnich krajowych obligacji były natomiast stabilne.
- Dzisiaj poznamy krajowe dane nt. produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej za sierpień. W przypadku danych z budownictwa szukać będziemy symptomów ożywienia publicznego popytu inwestycyjnego. Dane o sprzedaży pozwolą ocenić siłę popytu i wpływ wzrostu inflacji na realną konsumpcję.
- Dzisiaj poznamy decyzje MNB i Riksbanku. Spodziewamy się, że węgierski bank centralny podniesie stopy procentowe (główną o 25pb), natomiast szwedzki Riksbank, zgodnie ze swoimi prognozami, pozostawi stopy procentowe bez zmian. Choć oba banki są przez RPP traktowane raczej jako „egzotyczne”, to wynik posiedzenia MNB może mieć przełożenie na nastawienie inwestorów w całym regionie.
- Za oceanem poznamy sierpniowe dane z amerykańskiego rynku nieruchomości (pozwolenia na budowę i rozpoczęte budowy), które wg konsensusu pokażą spadający impet ożywienia na tym rynku.

### Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL:** Produkcja przemysłowa w sierpniu wzrosła słabiej od oczekiwań o 13,2% r/r, a inflacja PPI skoczyła mocniej od rynkowych prognoz do 9,5% r/r. Dane pokazały, że braki komponentów stają się coraz mocniejszą barierą wzrostu w przemyśle (szczególnie dotknięta jest motoryzacja). Z drugiej strony, ceny producentów znajdują się prawdopodobnie w okolicach punktu zwrotnego, a przestrzeń do dalszych wzrostów cen towarów w koszyku inflacyjnym producentów powoli się wyczerpuje. Więcej w Makro Flashu: „[Braki podzespołów ograniczają przemysł](#)”.
- **POL:** Nasze tygodniowe proxy aktywności ekonomicznej [PKO-PKB-T] (po korekcji o efekty zatorów w globalnej logistyce) w tygodniu zakończonym 19 września nadal utrzymuje się na poziomach zbliżonych do tych z połowy sierpnia, wskazując na

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

[@PKO\\_Research](#)

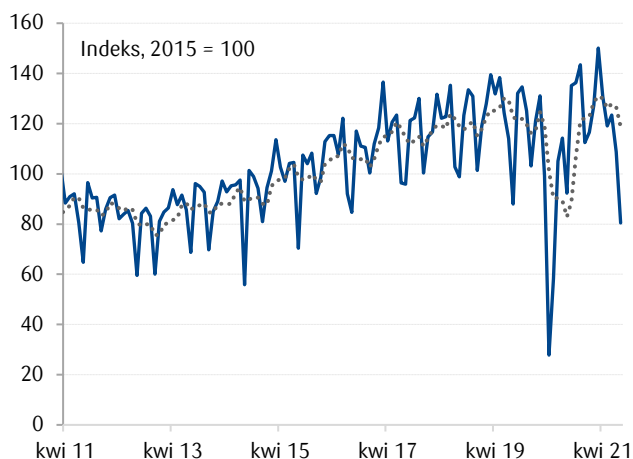
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

### Notowania rynkowe:

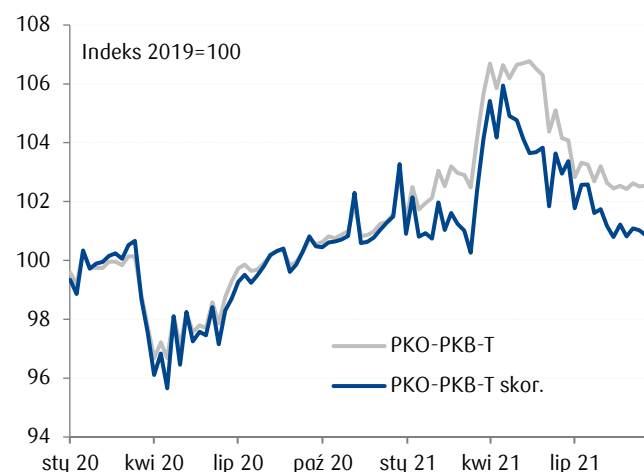
	Wartość 2021-09-20	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,6060	0,4
USDPLN	3,9283	0,5
CHFPLN	4,2327	0,8
GBPPLN	5,3645	-0,3
EURUSD	1,1725	-0,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	0,59	-3
PL5Y	1,46	-5
PL10Y	2,02	-4
DE10Y	-0,32	-4
US10Y	1,31	-6
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	69 144,4	-2,8
DAX	15 132,1	-2,3
S&P500	4 357,7	-1,7
Nikkei**	29 959,2	-1,8
Shanghai Comp.	3 614,0	0,0
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1764,60	0,6
Ropa Brent	74,29	-1,6

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.

### Produkcja w motoryzacji



### Tygodniowe proxy aktywności ekonomicznej



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

względą stabilizację aktywności w gospodarce. Z drugiej strony, lekki wzrost różnicy z proxy nieskorygowanym wskazuje na ponowne, nieznaczne zwiększenie skali napięć w globalnej logistyce. Wśród składowych proxy wyniki krajowego rynku pracy oraz ruch na niemieckich autostradach znajdują się blisko poziomu neutralnego, natomiast zużycie energii elektrycznej - nieco powyżej tego poziomu.

- **GER: Inflacja PPI w sierpniu wzrosła do 12,0% r/r** (z 10,4% r/r w lipcu), czyli do **najwyższego poziomu od czasów pierwszego kryzysu naftowego w 1974**. Struktura inflacji PPI potwierdziła, że jednym z głównych motorów wzrostu były ceny gazu ziemnego, którego zapasy przed sezonem zimowym w Europie Zachodniej są dosyć mocno ograniczone. Ceny producentów, z wyłączeniem energii, wzrosły o 8,3% r/r. Przedłużanie się okresu wysokich cen energii sprawia, że gospodarka Niemiec (i całej strefy euro) może wytracić impet ożywienia, które i tak jest słabsze niż w USA (m.in. efekty odmiennej i inaczej rozłożonej w czasie polityki fiskalnej). To oznaczałoby stagflacyjny mix, co byłoby wsparciem raczej dla gołębiej frakcji w EBC (i w RPP).
- **POL: K.Zubelewicz (RPP) w wywiadzie** internetowym powiedział, że deflacja z lat 2015-2016 miała przejściowy charakter i wynikała z korzystnego szoku podażowego, powstałego dzięki nowym technologiom wydobywania surowców energetycznych. Jego zdaniem, ponieważ równocześnie obniżono stopy procentowe, by pobudzić popyt, deflacja zniknęła, a ceny zaczęły rosnąć i to coraz szybciej. W ocenie K.Zubelewicza w średnim okresie był to błąd skutkujący coraz szybszym wzrostem cen do marca 2020. Dodał, że w trakcie ostatniego kryzysu mieliśmy do czynienia i z negatywnym szokiem podażowym i z negatywnym szokiem popytowym. Ten drugi wszakże zniwelowano z naddatkiem, obniżając mocno stopy procentowe, co wywołało silny wewnętrzny impuls cenowy. W jego ocenie osłabianie złotego jest jednym z dogmatów współczesnej polskiej polityki pieniężnej, który sprzyja konsumentom zagranicznym i inwestorom obstawiającym spadek wartości naszej waluty.
- **POL: E.Gatnar (RPP)** ocenił, że do połowy 2022 inflacja nie wróci do przedziału odchyień od celu, a RPP powinna rozpocząć stopniową normalizację polityki pieniężnej od podwyżki stóp procentowych o 15 pb. Wypowiedzi K.Zubelewicza i E.Gatnara nie zmieniają jastrzębio/gołębiej arytmetyki w ramach RPP.
- **POL: E.Chojna-Duch**, doradca Prezesa NBP, powiedziała, że inflacja w Polsce spowodowana była i nadal jest czynnikami, które mają charakter przejściowy, wygasający i że one nie zależą bezpośrednio od decyzji RPP.
- **POL: Ł.Czernicki**, główny ekonomista MinFin, ocenił, że wyższa inflacja jest znacznie lepszym scenariuszem makroekonomicznym dla gospodarki niż deflacja.
- **POL: J.Szymczak** (Izba Gospodarcza Ciepłownictwo Polskie) poinformował, że **przedsiębiorstwa ciepłownicze będą wnioskować do URE o podwyżki cen ciepła od 10 do 30%**. To kolejna informacja sugerująca, że maleją szanse na efekty bazy na cenach energii, które mogłyby zepchnąć inflację CPI w dół w 2022. W zależności od skali podwyżki, którą ostatecznie zatwierdziłby URE, ścieżka inflacji może podnieść się o 0,1-0,5pp wobec naszych dotychczasowych oczekiwań. **Nie jest więc wykluczony scenariusz, że w 2022 inflacja CPI będzie przeciętnie wyższa niż w 2021.**
- **POL:** Według postanowienia TSUE, Polska ma płacić Komisji Europejskiej 500 tys. euro dziennie za brak niewdrożenia środków tymczasowych i niezaprzymanie wydobycia węgla brunatnego w kopalni Turów.
- **EUR: I.Schnabel (EBC)** oceniła, że wolumen zakupów obligacji przez EBC staje się coraz mniej istotny wraz z poprawą sytuacji gospodarczej, a schemat zakupu obligacji staje się narzędziem komunikacji *forward guidance* dla stóp procentowych. Dodała, że **EBC jest zadowolony z rosnącego prawdopodobieństwa wzrostu inflacji po wielu latach utrzymywania się wskaźnika na niskim poziomie.**

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 17 września</b>						
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
<b>Poniedziałek, 20 września</b>						
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
<b>Wtorek, 21 września</b>						
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	0,00	0,00	0,00	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie)	10:00	% r/r	3,3	7,5	7,7	--
POL: Sprzedaż detaliczna (sie)	10:00	% r/r	3,9	5,7	4,8	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	1,50	1,75	1,75	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie)	14:30	mln	1,635	1,595	--	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (2q)	14:30	mld USD	-195,7	-190	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie)	14:30	mln	1,534	1,55	--	--
<b>Środa, 22 września</b>						
JAP: Posiedzenie BoJ	--	%	-0,10	-0,10	-0,1	--
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	--
<b>Czwartek, 23 września</b>						
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	--	--
<b>Piątek, 24 września</b>						
GER: Indeks Ifo (wrz)	10:00	pkt.	99,4	98,9	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (sie)	16:00	tys	708	709	--	--

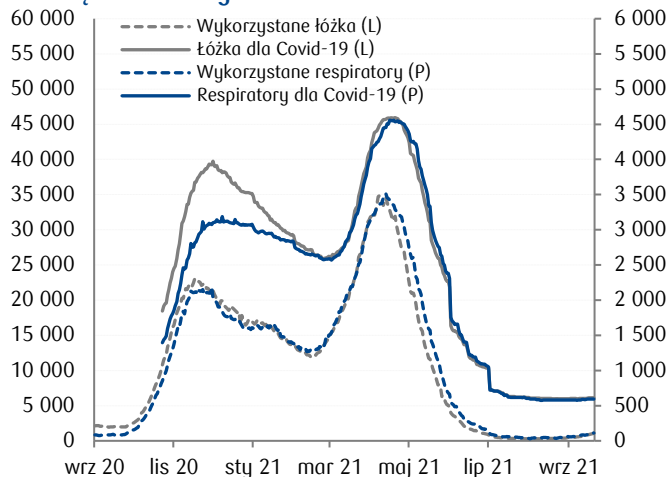
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-09-20	-1D	-7D	-28D
<b>Chorzy</b>					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	363	540	269	107
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	626	612	465	192
Szacowana liczba chorych (stan) <sup>^</sup>	os.	7 706	7 665	5 603	2 676
Zajęte łóżka	szt.	1 070	1 020	704	356
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	17.4	16.6	11.7	11.7
Zajęte respiratory	szt.	113	111	80	38
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	10.6	10.9	11.4	10.7
Zajęte/dostępne respiratory	%	19.0	18.6	13.7	6.6
<b>Testy</b>					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	22 331	30 978	22 440	22 427
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	37 356	37 372	36 653	38 354
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	1.7	1.6	1.3	0.5
<b>Działania antyepidemiczne</b>					
Osoby na kwarantannie	os.	79 325	81 151	69 160	57 384
Osoby na kwarantannie/szac. liczba chorych	szt.	10.3	10.6	12.3	21.4
<b>Zgony</b>					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	-	1	-	-
Średnia dzienna z 7 dni	os.	9	9	7	2
Śmiertelność łączna	%	2.6	2.6	2.6	2.6
Śmiertelność bieżąca*	%	2.9	2.9	2.5	2.0

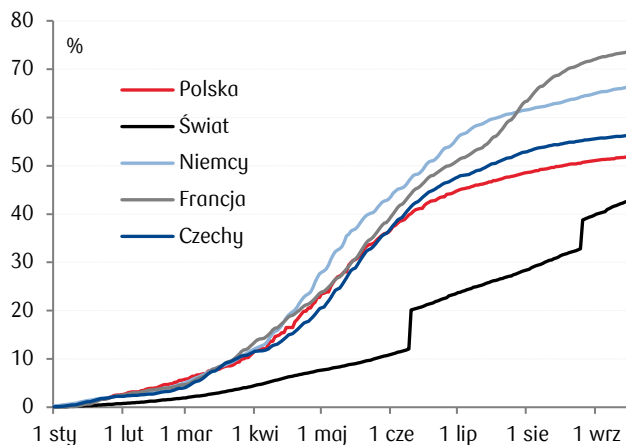
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. <sup>^</sup> Szacunek PKO Banku Polskiego, \*Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

### Obciążenie służby zdrowia



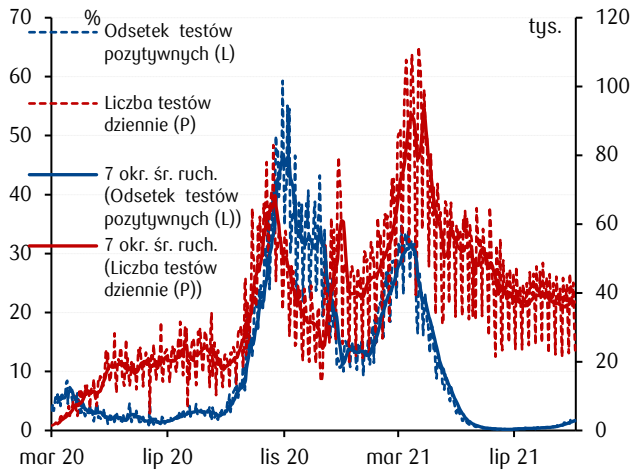
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

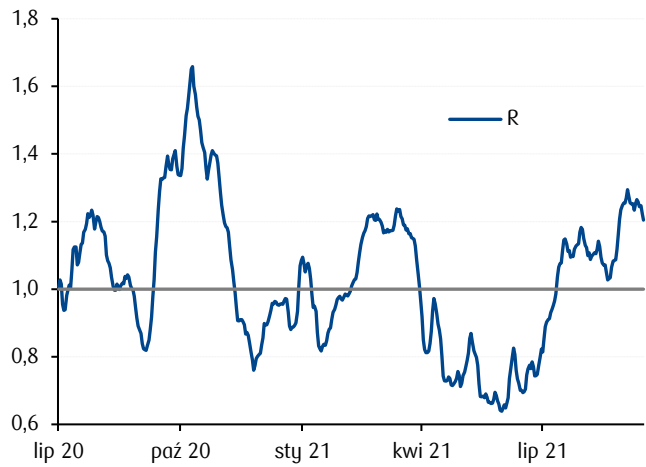


## Przegląd sytuacji epidemicznej

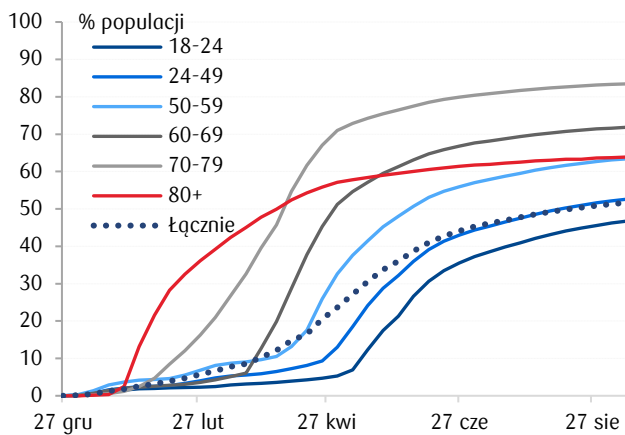
Proces testowania w Polsce



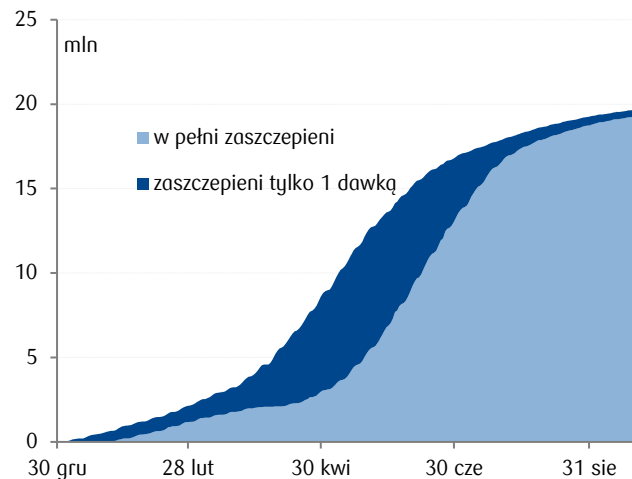
Współczynnik reprodukcji wirusa w Polsce



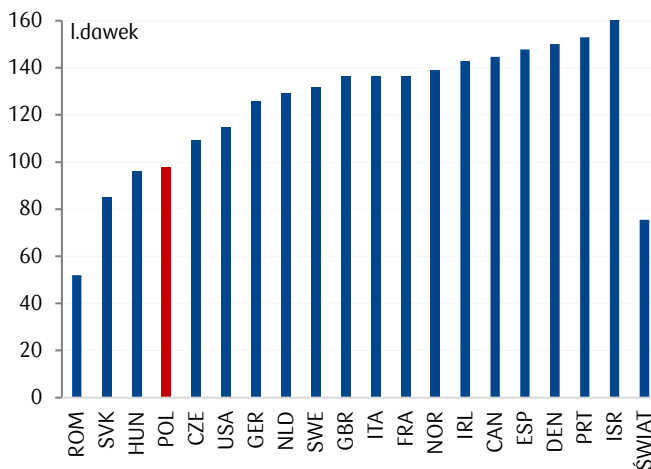
Odsetek populacji zaszczepionej pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



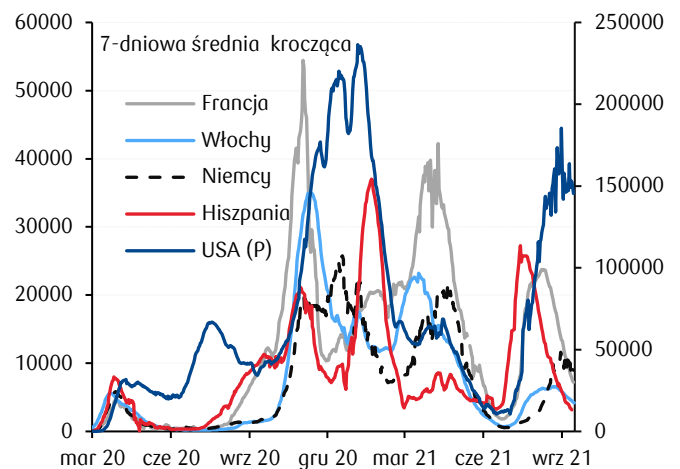
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



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

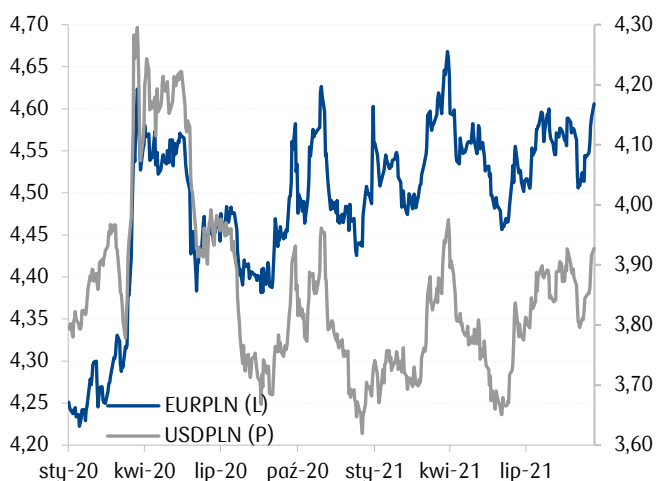
s

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

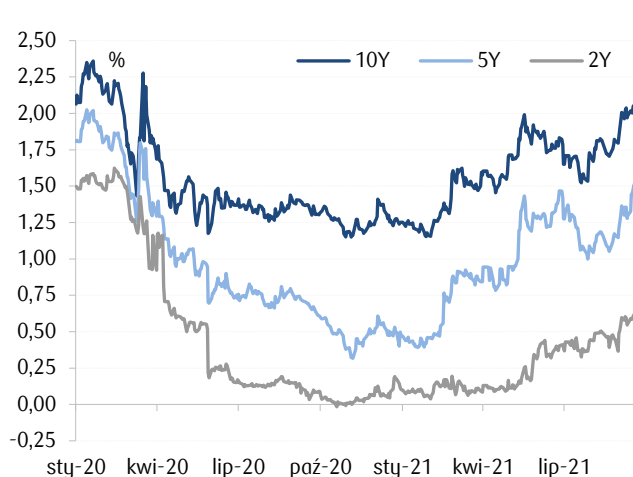
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-09-20	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,6060	0,4	1,3	0,5	2,5	7,1
	USDPLN	3,9283	0,5	2,0	0,6	2,6	7,4
	CHFPLN	4,2327	0,8	1,3	-1,0	1,3	10,9
	GBPPLN	5,3645	-0,3	0,6	0,2	9,6	11,9
	EURUSD	1,1725	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3
	EURCHF	1,0882	-0,4	0,1	1,5	1,2	-3,4
	GBPUSD	1,3670	-0,6	-1,3	-0,4	6,8	4,4
	USDJPY	109,52	-0,4	-0,4	-0,2	4,7	-2,7
	EURCZK	25,46	0,4	0,4	-0,4	-6,2	-0,5
	EURHUF	354,53	0,5	1,5	1,3	-2,1	9,6
<b>Obligacje</b>	PL2Y	0,59	-3	0	11	52	-99
	PL5Y	1,46	-5	13	36	81	-107
	PL10Y	2,02	-4	0	28	72	-121
	DE2Y	-0,71	-2	-1	4	1	-16
	DE5Y	-0,63	-3	1	11	9	-47
	DE10Y	-0,32	-4	1	16	21	-78
	US2Y	0,22	-1	0	-1	8	-259
	US5Y	0,82	-5	2	5	55	-213
	US10Y	1,31	-6	-2	5	64	-176
	<b>Akcje</b>	WIG	69 144,4	-2,8	-3,7	0,6	42,7
WIG20		2 272,5	-2,6	-4,8	-0,7	35,1	0,7
S&P500		4 357,7	-1,7	-2,5	-2,7	32,8	48,7
NASDAQ100		15 012,2	-2,1	-2,7	-2,0	36,7	99,3
Shanghai Composite		3 614,0	0,0	-2,7	3,9	9,0	29,2
Nikkei**		29 959,2	-1,8	-1,6	9,0	28,2	25,5
DAX		15 132,1	-2,3	-3,6	-4,5	20,6	21,7
VIX		25,71	23,5	32,7	49,9	-7,5	120,1
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	74,3	-1,6	0,9	7,9	79,1	-5,8
	Ropa WTI	70,4	-2,3	-0,2	7,2	79,0	-2,1
	Złoto	1764,6	0,6	-1,7	-2,1	-7,0	47,3

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

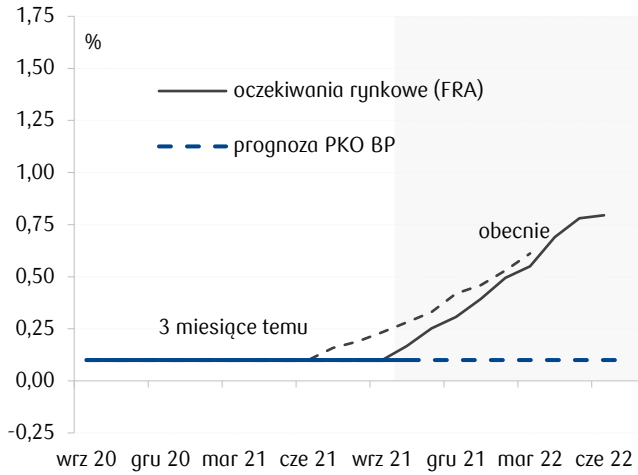
### Notowania złotego wobec głównych walut



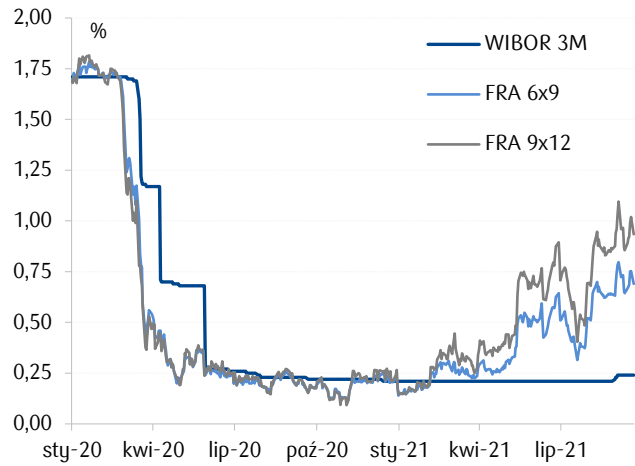
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



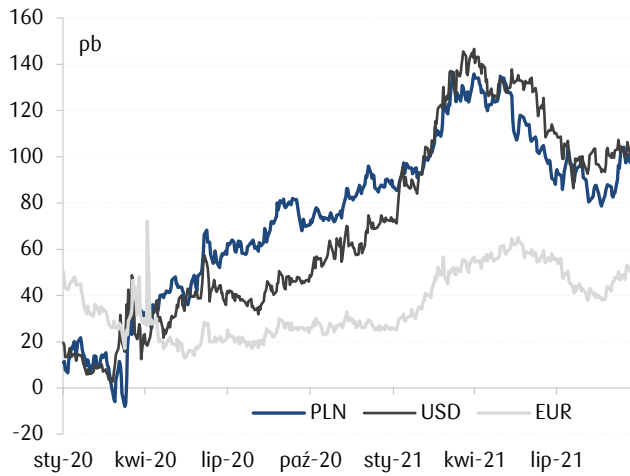
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



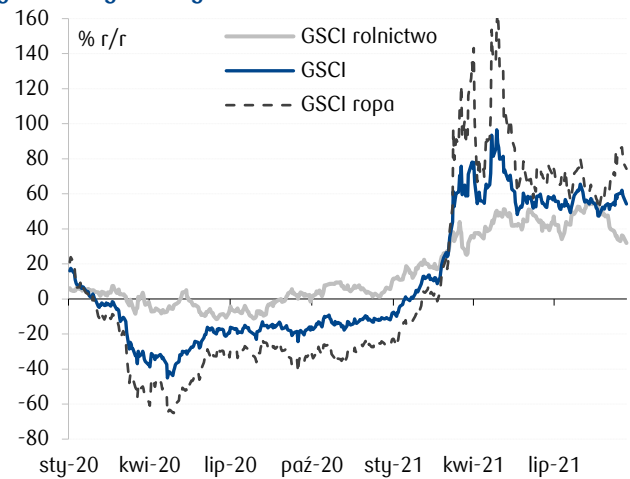
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



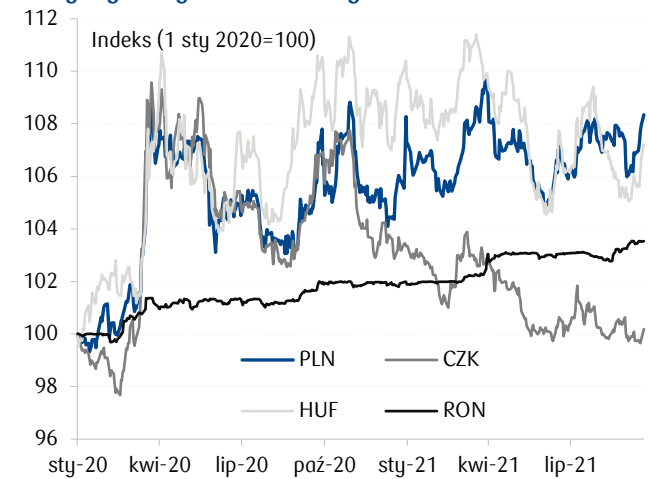
Spread asset swap dla PLN



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](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

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

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