

Codziennik

Projekcja NBP mogła nie doszacować ruchu CPI

Wg nas CPI może szybko odbiec w górę od projekcji NBP, wymuszając podwyżkę stóp
Dolar traci, zyskują waluty rynków wschodzących w tym złoty
Rentowność 10L UST i Bunda 2pb w górę, polskie obligacje jeszcze tracą
Dzisiaj indeksy ZEW w strefie euro i Niemczech, inflacja na Węgrzech

Akcje rozpoczęły tydzień od wzrostów mimo braku istotnych danych z rynków bazowych (z publikacji drugoplanowych: nastroje inwestorów w strefie euro Sentix wzrosły w listopadzie do 18,3 z 16,9 miesiąc wcześniej, przebijając nieznacznie oczekiwania). Rentowność 10L UST wzrosła o 2pb do 1,48% jednak wciąż pozostaje sporo poniżej 1,55% z początku listopada. Podobnie rentowność 10L Bunda wzrosła o 2pb do -0,26%, poziomu aż 16pb poniżej otwarcia listopada. James Bullard z Fed powiedział, że jeśli będzie trzeba intensywniej walczyć z inflacją to istnieje możliwość zakończenia procesu redukcji zakupów aktywów przez Fed wcześniej niż w poł. 2022 r. Wg niego w przyszłym roku znalazłoby się miejsce na dwie podwyżki stóp, ale nie więcej. Wg dzisiejszych danych o handlu zagranicznym Niemiec za wrzesień nadwyżka wzrosła do 16,2 mld € jak zakładał rynek, ale stało się to przy wyraźnie słabszym od oczekiwań eksporcie i imporcie.

Członek RPP Jerzy Żyżyński powiedział agencji Bloomberg, że jeśli wzrost inflacji wyniesie więcej niż w projekcji (co naszym zdaniem jest całkiem prawdopodobne) to potrzebna byłaby podwyżka stóp procentowych o kolejne 75pb. Z jego wypowiedzi wynika też, że w listopadzie Rada rozważała podwyżkę od razu o 100pb. **NBP** pokazał [kalendarz posiedzeń na 2022 r.](#)

Szczegóły listopadowej projekcji inflacji NBP pokazały, że szczyt inflacji CPI jest spodziewany w I kw. 2022 r. na poziomie 7,0% r/r (średnia kwartalna). My zakładamy, że to może być 7,8% r/r. Także szacunki NBP inflacji w IV kw. 2021 r. mogą wg nas okazać się zbyt niskie (NBP: 6,7% r/r, 7,1% r/r wg nas). Wg projekcji inflacja będzie tylko nieznacznie powyżej górnego odchylenia pasma wahań na koniec horyzontu projekcji (koniec 2023 r.), a prawdopodobieństwo powrotu do wewnątrz pasma jest szacowane w tym okresie na 46-48%. Jednak inflacja bazowa po osiągnięciu dna w I poł. 2023 r. ma zacząć ponownie wzrastać, w ostatnich kwartałach projekcji do odpowiednio 3,6% i 3,7%. Autorzy projekcji uznali, że ryzyka dla ścieżki inflacji są zbilansowane. Luka popytowa będzie w 2022 r. umiarkowanie dodatnia, ale w 2023 r. wzrośnie do ok. +2% potencjalnego PKB, co przełoży się na większą presję popytową na CPI w horyzoncie, na który może wpływać obecnie polityka pieniężna. Także luka na bezrobociu (stopa bezrobocia minus stopa, która stabilizowałaby dynamikę płac) pozostanie poniżej -1,0 pp przez całą projekcję – co można odczytywać jako permanentne ryzyko efektów drugiej rundy. Projekcja pokazuje podtrzymanie historycznie wysokiego tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w całym horyzoncie. Projekcja NBP znacząco obniżyła wkład do PKB ze strony popytu wewnętrznego równocześnie podnosząc wkład eksportu netto (na mocniejszym wzroście za granicą oraz negatywnym wpływie październikowej podwyżki stóp). Uważamy, że kształt projekcji zasugerował RPP, że silne jednorazowe dostawienie polityki mogłoby wystarczyć by wygiąć ścieżkę CPI w kierunku celu. Zakładamy jednak, że następne odczyty CPI będą odchyłone w górę od projekcji, co wpłynie na grudniową decyzję (obecnie oczekujemy wtedy podwyżki o 50pb, ale to jest zależne od napływających danych).

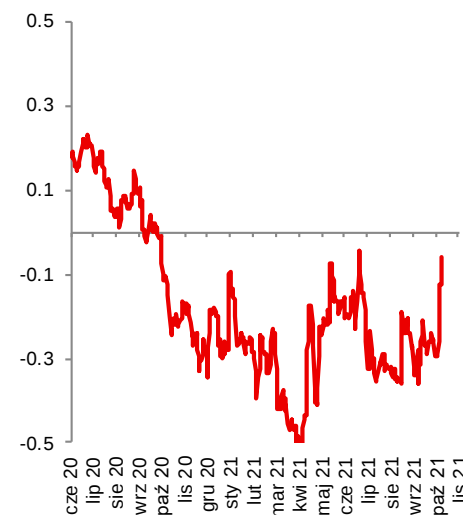
EURUSD w poniedziałek nie był zbyt ruchliwy: otworzył się w okolicy 1,1550 i w ciągu dnia powoli się wspinał kończąc dzień po 1,1580 (+0,2%). To spokojne podnoszenie się było kontynuowane przez noc i rano kurs jest już przy 1,16.

EURPLN wciąż przebywa poniżej 4,60 ale nie można mówić o silnym pędzie w żadną stronę a w szczególności w dół – kursowi nie starczyło sił nawet by dotrzeć do stosunkowo niedaleko oddalonego celu technicznego (50-dniowa średnia ruchoma po 4,5830) co wyraża brak kierunkowego nastawienia co do polskiej waluty wśród inwestorów.

Co do pozostałych walut regionu EURHUF po wcześniejszych spadkach i kilkudniowej konsolidacji odbił w górę o 0,4% do 360,2. Stało się tak mimo znacznego odbicia w bilansie handlowym, który we wrześniu wyniósł praktycznie zero po rekordowym deficycie 751 mln euro w sierpniu. Do odbicia przyczynił się eksport, który %m/m wzrósł o 24% (a import tylko 14% m/m). EURCZK odbił nieco mniej, o 0,3% do 25,30. Czeski bilans handlowy we wrześniu również się poprawił (do -13,3 mld CZK z -27,5 mld CZK poprzednio) jednak rozczarował wobec oczekiwań. Rozczarowała również czeska produkcja przemysłowa we wrześniu – spadek 4,0% r/r względem oczekiwań -1,7% r/r i +1,4% r/r miesiąc wcześniej. Kurs USDRUB nie uległ zmianie (71,30).

Na rynku stopy procentowej krzywa IRS podeszła równoległe o ok 5-6pb (2L 2,88%, 5L 2,94%) podczas dnia o niskiej aktywności inwestorów. Nieco wyższe wzrosty, ok 10pb, zanotowano na krzywej obligacyjnej (10L 2,91%). Tym samym postępuje normalizacja spreadów asset swap, które dla tenorów 2L, 5L, 10L wynoszą obecnie odpowiednio -0,12%, -0,06% oraz 0,02% i coraz bardziej zbliżają się do swoich przedpandemicznych poziomów. Bank BGK sprzedał obligacji za ok 0,3 mld zł.

5L asset swap spread w Polsce, %



Źródło: Bloomberg, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luzziński 22 534 18 85
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
Grzegorz Ogonek 22 534 18 84

Rynek walutowy

Dzisiejsze otwarcie

EURPLN	4.5867	CZKPLN	0.1804
USDPLN	3.9543	HUFPLN*	1.2635
EURUSD	1.1599	RUBPLN	0.0554
CHFPLN	4.3331	NOKPLN	0.4650
GBPPLN	5.3677	DKKPLN	0.6212
USDCNY	6.3930	SEKPLN	0.4614

*za 100HUF

Poprzednia sesja na rynku FX

08.11.2021

	min	max	otwarcie	zamkn.	fixing
EURPLN	4.5847	4.5997	4.5963	4.5876	4.595
USDPLN	3.9541	3.9799	3.9741	3.9573	3.9747
EURUSD	1.1549	1.1594	1.1560	1.1589	-

Rynek stopy procentowej

08.11.2021

Obligacje na rynku międzybankowym

Benchmark (termin)	%	Zmiana (pb)
DS1023 (2L)	2.84	12
DS0726 (5L)	2.92	11
DS0432 (10L)	2.99	8

Stawki IRS na rynku międzybankowym**

Termin	PL		US		EZ	
	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)	%	Zmiana (pb)
1L	2.58	4	0.29	2	-0.50	1
2L	2.87	4	0.65	5	-0.36	2
3L	2.97	6	0.91	7	-0.26	2
4L	2.97	6	1.08	6	-0.19	3
5L	2.93	7	1.20	6	-0.13	4
8L	2.89	5	1.42	5	0.04	4
10L	2.91	5	1.51	5	0.14	4

Stawki WIBOR

Termin	%	Zmiana (pb)
O/N	1.03	7
T/N	1.10	-7
SW	1.25	0
2W	1.26	0
1M	1.33	1
3M	1.55	-1
6M	1.83	-4
1Y	2.24	-1

Stawki FRA (na rynku międzybankowym)**

Termin	%	Zmiana (pb)
1x4	1.75	1
3x6	2.64	5
6x9	2.95	5
9x12	3.06	2
3x9	2.88	5
6x12	3.11	6

Miary ryzyka fiskalnego

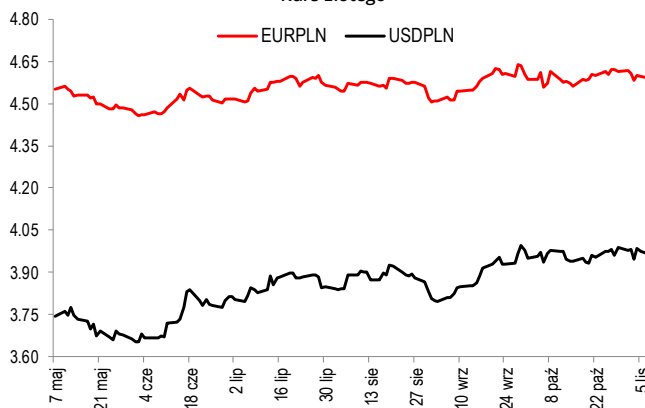
Kraj	CDS 5Y USD		Spread 10L*	
	Wartość	Zmiana (pb)	Wartość	Zmiana (pb)
Polska	52	0	324	5
Francja	10	0	34	0
Węgry	60	0	420	-4
Hiszpania	32	-1	68	0
Włochy	46	0	114	-2
Portugalia	21	-1	58	0
Irlandia	11	0	42	1
Niemcy	7	0	-	-

*spread 10-letnich obligacji skarbowych do 10-letnich Bundów

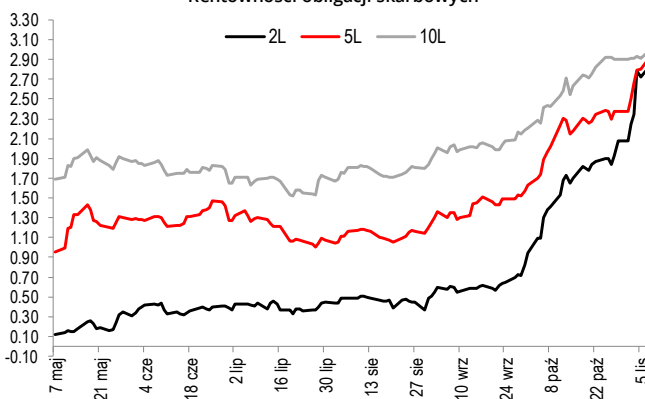
**Informacje odnoszą się do stawek kupna na rynku międzybankowym na koniec dnia

Źródło: Refinitiv, Datastream

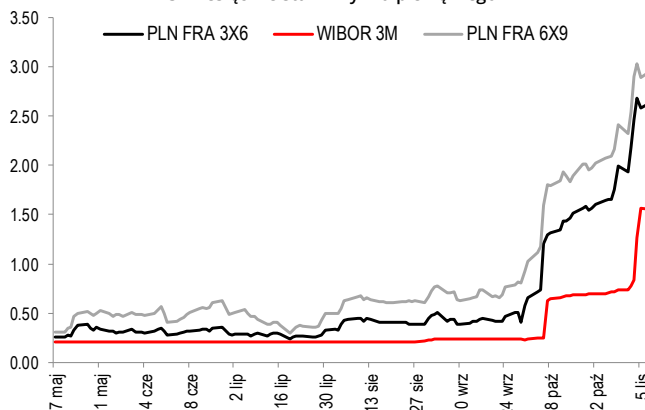
Kurs złotego



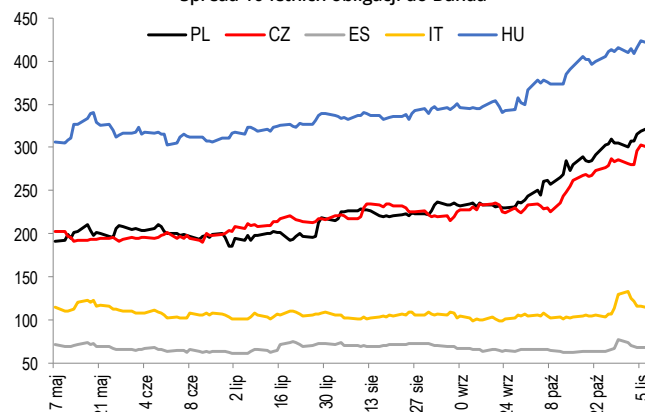
Rentowności obligacji skarbowych



3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



Spread 10-letnich obligacji do Bunda



Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		REALIZACJA	OSTATNIA WARTOŚĆ*
				RYNEK	SANTANDER		
PIĄTEK (5 listopada)							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	IX	% m/m	1.0	-1.1	-3.5
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	-0.2	-1.7	0.6
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	IX	% m/m	0.2	-0.3	0.3
13:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	X	tys.	450.0	531.0	312.0
13:30	US	Stopa bezrobocia	X	%	4.7	4.6	4.8
PONIEDZIAŁEK (8 listopada)							
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	IX	% r/r	-1.7	-4.0	1.4
WTOREK (9 listopada)							
08:00	DE	Eksport	IX	% m/m	0.0	-0.7	-0.8
09:00	HU	Inflacja	X	% r/r	6.2	-	5.5
11:00	DE	ZEW	XI	pkt	18.3	-	21.6
ŚRODA (10 listopada)							
08:00	DE	Inflacja HICP	X	% m/m	0.5	-	0.5
09:00	CZ	Inflacja	X	% r/r	5.4	-	4.9
13:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tys.		-	269.0
14:30	US	Inflacja	X	% m/m	0.55	-	0.4
PIĄTEK (12 listopada)							
10:00	PL	PKB	III kw.	% r/r	4.8	-	11.2
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	IX	% m/m	-	-	-1.6
16:00	US	Indeks Michigan	XI	pkt	72.5	-	71.7

Źródło: Santander Bank Polska, Reuters, Parkiet, Bloomberg

* w przypadku rewizji dane uaktualnione

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych, Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl