



czwartek, 22 kwietnia 2021

## Dziś dane o sprzedaży detalicznej i wynikach budownictwa

W przypadku sprzedaży detalicznej spodziewamy się odczytu na poziomie 10,5% r/r wobec -2,7% w lutym. Silna zwyczajna dynamika to pochodna efektów bazy. Naszym zdaniem reakcja na początku pandemii w marcu zeszłego roku była o wiele silniejsza niż w przypadku obecnego lockdownu. Sądzymy, że publikowana jednocześnie produkcja budowlano-montażowa spadła w marcu o 5,7% r/r.

## Produkcja, płace i PPI rosną szybko

Produkcja przemysłowa wzrosła w marcu o 18,9% r/r (15,7% r/r SA) i 18,6% m/m (2,3% m/m SA). Wysoki odczyt r/r to pochodna efektów bazy związanych z początkiem pandemii, liczby dni roboczych (+1) oraz solidnego popytu. Spojrzenie na dynamikę m/m SA pokazuje, że mamy do czynienia z trzecim miesiącem, w którym momentum wzrostu przyspieszało. Odczyt jest spójny z danymi o koniunkturze w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Warto przy tym zauważyć, że średnia zannualizowana stopa wzrostu SA za okres od grudnia 2019 do marca wyniosła ponad 10%, tj. powyżej przeciętnych wyników z poprzedniej dekady i to pomimo mających miejsce „po drodze” lockdownów. Ulokowało to ścieżkę wzrostu przemysłu powyżej trajektorii sprzed kryzysu covidowego. W podziale na działy wzrost produkcji r/r miał miejsce w 27 spośród 34 kategorii, przy czym najsilniej kontrybuowały do niej: produkcja pojazdów samochodowych +5,4 p.p. (to w dużej części efekt bazy) oraz urządzeń elektrycznych +3,6 p.p.

Według naszych ostrożnych prognoz odczyt kwietniowy może przekroczyć +40% r/r, zaś średni kwartalny wzrost za II kw. sięgnąć +30% r/r. Będzie to oczywiście w znaczącej części pochodną efektów bazy (w kwietniu 2020 zarejestrowaliśmy spadek ponad 20% r/r SA). Jednak warto zauważyć, że jest to prognoza zakładająca osłabienie momentum wzrostu z I kw., co pozwala nam traktować powyższe szacunki jako mocno konserwatywne.

Spójne z danymi o produkcji przemysłowej okazały się być także dane o płacach i zatrudnieniu. Pokazały one wzrost płac o 8,0% r/r i 6,5% m/m (4,5% r/r oraz 0,3% m/m w lutym), co jest po części wynikiem silnej pozytywnej kontrybucji kalendarza (+1 dzień roboczy r/r i +3 m/m). Jednak po wyeliminowaniu tych efektów wynik ten w dalszym ciągu jest bardzo wysoki (+7,8% r/r SA i +2,0% m/m SA). Nieco słabiej wyglądały dane o zatrudnieniu, które pokazywały spadek w marcu o 3,7 tys. etatów i dynamikę -1,3% r/r. Jest to jednak po części efekt sezonowy, zaś sama dynamika zatrudnienia m/m SA pozostała w marcu minimalnie dodatnia i to pomimo ograniczeń związanych z lockdownem. Wszystko to przełożyło się na solidny wzrost funduszu płac na poziomie +6,6% r/r, co buduje oczekiwania na solidne wzrosty konsumpcji w II kw. Zważywszy spodziewane poluzowania, solidne odczyty koniunktury oraz efekty bazy, spodziewamy się utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu płac w kwietniu, rzędu 10% r/r.

W powyższy obraz wpisuje się także PPI, który rósł w tempie 3,9% r/r i 1,3% m/m (2,2% r/r oraz +1% m/m w lutym). Jest to efekt deprecjacji złotego, wzrostu cen surowców, silnego popytu

Bank Gospodarstwa Krajowego  
ul. Chmielna 73, 00-801 Warszawa

Kontakt: Biuro Badań i Analiz tel. (+48 22) 596-59-13

Biuletyn sporządzili: Piotr Dmitrowski, Konrad Soszyński, Paweł Ropiak

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5567	0,06%
USD	3,7950	0,56%
CHF	4,1325	0,16%
GBP	5,2862	0,20%
JPY (100)	3,5073	0,83%

Waluty Bazowe		Zmiana
EURUSD	1,2035	0,00%
EURJPY	130,05	-0,04%
EURGBP	0,8643	0,09%
EURCHF	1,1036	0,13%
USDJPY	108,07	-0,03%

Waluty Regionu		Zmiana
CZKPLN	0,1761	0,37%
HUFPLN	1,2566	-0,31%
PLNRON	1,0840	0,02%

Rynki długu		Zmiana
Polska OK0423	0,12	0,006
Polska DS0726	0,93	-0,001
Polska DS1030	1,57	0,012
Niemcy 10L	-0,26	-0,002
Francja 10L	-0,02	-0,003
USA 10L	1,56	-0,007

Stopy banków centralnych	stopa bieżąca	zmiana
Polska	0,10	29 maj 20
Strefa Euro	0,00	16 mar 16
USA	0-0,25	16 mar 20

WIBOR	%	Zmiana
O/N	0,09	-0,01
1M	0,18	-
3M	0,21	-
6M	0,24	-

Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	59083,6	-0,51%
FTSE 100	6895,3	0,52%
DAX	15196,0	0,44%
DJI	34137,3	0,93%
TOPIX	1888,2	-1,98%
Szanghaj	3472,9	0,00%

Notowania z końca ostatniego dnia roboczego, zmiana w stosunku do poprzedniego notowania (dla stóp banków centralnych - od ostatniego posiedzenia).  
Źródła informacji: Bloomberg, Thomson Reuters, PAP, GUS, NBP, NYMEX, GPW



czwartek, 22 kwietnia 2021

oraz zaburzeń w łańcuchach dostaw. Warto jednak zwrócić uwagę, że oznacza to powrót do poziomu cen z połowy 2019 roku. W wypadku PPI oczekujemy wyhamowania dynamiki miesięcznej w kwietniu za sprawą stabilizacji cen surowców. Nie uchroni to prawdopodobnie rocznej dynamiki PPI przed wzrostem wyraźnie powyżej 4,0% w kwietniu za sprawą efektów bazy.

Naszym zdaniem opublikowane wczoraj dane przełożą się na dalszą stopniową zmianę retoryki RPP w stronę mniej gołębiej. Pomimo to nie sądzimy, by RPP zdecydowała się na podwyżki stóp przed II kw. 2022 r.

## Obligacje stabilne w oczekiwaniu na EBC

W środę obserwowaliśmy nieznaczny spadek доходowości na bazowych rynkach długu, któremu towarzyszyły niewielkie wahania. Źródłem zmienności było zachowanie giełd (zniżki w godzinach handlu w Europie i odbicie po otwarciu rynku w USA). W tle była udana aukcja UST 20Y (relacja popyt/podaż wyniosła 2,42 wobec średniej z ostatnich 6 miesięcy 2,34). W tle były informacje o negocjacjach między Republikanami i Demokratami w sprawie pakietu odbudowy infrastruktury. W konsekwencji krzywa UST pozostała stabilna na poziomie 0,15% (2Y) i przesunęła się -1 pb. w segmencie 10-30Y, łącząc odpowiednio na 1,55% i 2,26%. W przypadku krzywej niemieckiej mieliśmy do czynienia ze stabilizacją na -0,70% (2Y), ruchem -1pb. do -0,27% (10Y) i obniżką poniżej 1 pb. do +0,28% (30Y).

Dziś od rana obserwujemy zniżki доходowości obligacji krajów strefy euro w oczekiwaniu na konferencję EBC (wydarzenie dnia) i nieco mniejsze zniżki rentowności UST. Zważywszy spodziewany gołębi wydźwięk konferencji oczekujemy utrzymania trendu zniżkowego rentowności do końca dnia. Naszym zdaniem tygodniowe dane z rynku pracy w USA znikną w cieniu EBC. Odbicie powinien przynieść piątek, na kiedy zaplanowana jest publikacja wstępnych danych PMI z Eurostrefy.

## SPW bez zmian, po przejściowej przecenie

W środę rentowności SPW ustabilizowały się po porannych wzrostach, w reakcji na nadzwyczajnie dobre dane makro. W konsekwencji доходowości papierów pozostały na 0,12% (2Y), na 0,93% (5Y) i wzrosły o 1 pb. do 1,56% (10Y), po porannym skoku do 1,59%. W przypadku krzywej IRS mieliśmy do czynienia z podobnym zachowaniem.

Dziś spodziewamy się redukcji rentowności SPW w ślad za rynkami bazowymi. Zaplanowana na jutro aukcja MF (z podażą na poziomie 5-7 mld zł) jest już naszym zdaniem uwzględniona w cenach. Na piątkowym przetargu Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje serii OK0423, PS1026, DS1030, WZ1131 i WZ1126.

## EURUSD wraca w okolice 1,2040 po zniżkach

W środę EURUSD przejściowo zszedł z 1,2040 do 1,2000. Ruch ten był determinowany spadkami na giełdach, których odwrócenie po otwarciu rynku w USA przełożyło się na powrót EURUSD do poziomów z otwarcia.

Dziś rano obserwowaliśmy nieudane próby zejścia EURUSD poniżej 1,2030. Sądzimy, że optymizm na rynkach akcji w Europie w oczekiwaniu na konferencję EBC powinien wspierać europejską walutę. Sama konferencja może stać się wyzwaniem dla przeceny. Szczególnie, że umocnienie euro z kwietnia może dać pole do pytań na temat obecnego kursu EURUSD, skierowanych do prezes EBC Christine Lagarde.

## EURPLN wciąż trzyma się 4,55

W środę ERUPLN oscylował wokół 4,55 z niewielką tendencją wzrostową. Lekkiej presji na przecenę nie zahamowały nawet nadzwyczaj dobre dane makro. EURPLN ujemnie korelował wczoraj z EURUSD.

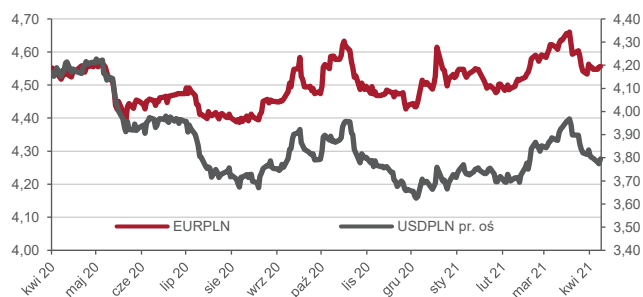
Dziś oczekujemy utrzymania kursu EURPLN w wąskim przedziale wokół 4,55. Spodziewana przez nas przecena EURUSD po konferencji EBC może stać się pretekstem do wzrostu EURPLN.

czwartek, 22 kwietnia 2021

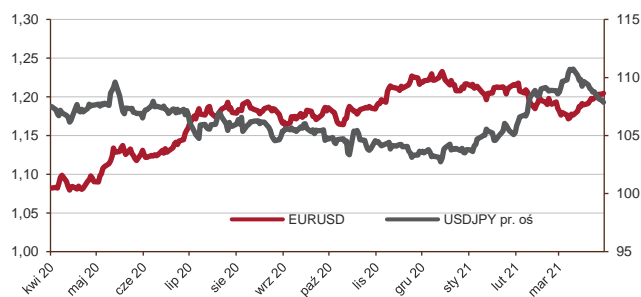
## Kalendarz publikacji danych makroekonomicznych

Data	Godz	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
22.04.2021	10:00	PL	Sprzedaż detaliczna r/r	mar	%	10,5	-	-2,7
22.04.2021	13:45	EU	Decyzja ECB o stopach	kwi	%	0	0	0
22.04.2021	14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	-	617	576
22.04.2021	16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mar	Mln	-	6,19	6,22
22.04.2021	17:00	US	Aktywność w przemyśle, FED KC	kwi	-	-	-	23
23.04.2021	10:00	EU	Indeks Flash PMI	kwi	-	-	52,8	53,2
23.04.2021	10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	kwi	-	-	62	62,5
23.04.2021	10:00	EU	Flash PMI w usługach	kwi	-	-	49,1	49,6
23.04.2021	14:00	PL	Podaż pieniądza M3	mar	%	15,4	14,1	16,3
23.04.2021	15:00	PL	Aukcja sprzedaży MF					

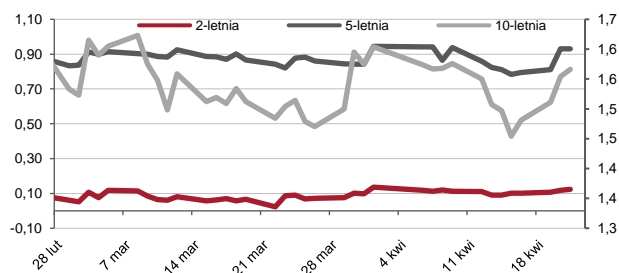
### Fixing NBP



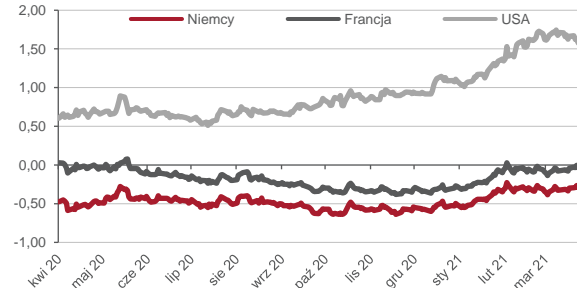
### Bazowe pary walutowe



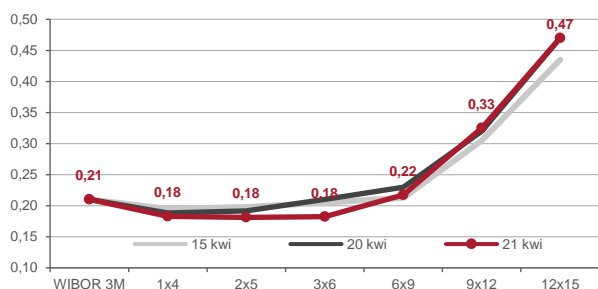
### Rentowności obligacji polskich



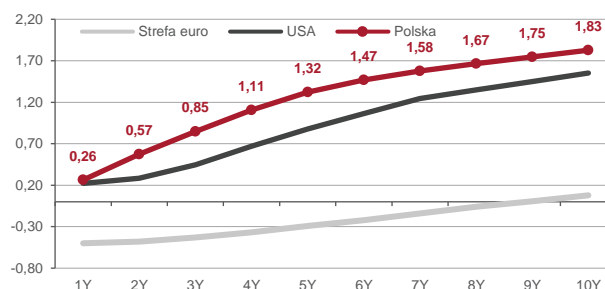
### Rentowności obligacji 10-letnich



## Krzywa FRA



## Krzywa IRS



### Współpraca z klientami (dealerzy korporacyjni)

Aleksandra Szafrąńska, tel. (+48 22) 475-30-18  
 Przemysław Domanowski, tel. (+48 22) 475-30-93  
 Piotr Pryczek, tel. (+48 22) 475-30-08  
 Michał Kudosz, tel. (+48 22) 475-30-71  
 Paweł Pikuła, tel. (+48 22) 475-30-20  
 Marcin Pięłowski, tel. (+48 22) 475-30-09

### Organizacja Emisji

Robert Zima, tel. (+48 22) 475-89-50  
 Mariusz Makowski, tel. (+48 22) 475-60-12  
 Konrad Gmurkowski, tel. (+48 22) 475-60-11

### Instytucje Finansowe

Joanna Wróbel, tel. (+48 22) 475-85-63  
 Anna Rywacka, tel. (+48 22) 475-93-66  
 Iwona Burzyńska-Trzonek, tel. (+48 22) 475-85-60

### Regionalni Eksperti ds. Produktów Skarbowych

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, tel. (+48 22) 475-66-31  
 Tomasz Dziedzic – Region Kraków, Katowice, Kielce, Rzeszów, tel. (+48 22) 475-66-32  
 Katarzyna Jasińska – Region Warszawa, Łódź, tel. (+48 22) 475-66-35  
 Filip Kalinowski – Region Poznań, Szczecin, Toruń, tel. (+48 22) 475-66-34  
 Hanna Nowak – Region Wrocław, Opole, Zielona Góra, tel. (+48 22) 475-66-33  
 Małgorzata Wojtkowiak – Region Warszawa, Lublin, Białystok, tel. (+48 22) 475-66-36

### Biuro Badań i Analiz

Mateusz Walewski – Dyrektor Biura, tel. (+48 22) 596-59-13  
 Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz, tel. (+48 22) 522-92-17  
 Konrad Soszyński – Menedżer ds. analiz, tel. (+48 22) 599-84-64  
 Agnieszka Kowalczyk – Menedżer ds. ewaluacji, tel. (+48 22) 596-59-13  
 Rafał Boguszewski – Ekspert ds. ewaluacji, tel. (+48 22) 599-82-44  
 Maciej Rozkrut – Ekspert ds. analiz sektorowych, tel. (+48 22) 599-84-61  
 Oliwia Samołyk – Ekspert ds. analiz rynków  
 Adam Piąt – Menedżer ds. analiz rynków  
 Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz, tel. (+48 22) 475-84-62

#### Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) stanowi „publikację handlową” w rozumieniu art. 36 ust. 2 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 (dalej: „Rozporządzenie 565”). Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych ani nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza Publikacja nie stanowi (a) badań inwestycyjnych w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia 565; bądź (b) doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; bądź (c) usługi badawczej w rozumieniu § 2 pkt 22 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, bądź (d) zachęty do nabywania, zbywania, działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji; bądź (e) porady inwestycyjnej, podatkowej, prawnej, lub innego typu; bądź (f) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nią objęte; bądź (g) oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.

Publikacja jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej.

Niniejsza Publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na moment jej sporządzenia i mogą ulegać zmianie. Autorzy nie uwzględniają w Publikacji jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów Publikacji. Zawarte w Publikacji opinie autorów zostały sporządzone przez nich w sposób samodzielny. Publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w momencie jej sporządzenia lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Banku aktualnych na moment jej sporządzenia i nie będzie podlegała aktualizacji. Bank nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej Publikacji ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Publikacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jej podstawie lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Brak jest powiązań oraz okoliczności, które mogłyby mieć negatywny wpływ na obiektywność Publikacji. Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów w ramach świadczenia Usług Inwestycyjnych lub Usług Dodatkowych przez Bank zawiera opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów.

Niniejsza Publikacja jest prawnie chroniona zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszej Publikacji, w całości lub w części, lub wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Banku jest zabronione.

Ewentualne oceny formułowane w Publikacji zostały dokonane po zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności analizy fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia przyszłych parametrów rynkowych bazując na obiektywnych czynnikach. Wynikom analizy fundamentalnej towarzyszy ryzyko, że zmiany rynkowe bywają determinowane również przez niefundamentalne czynniki. Analiza porównawcza polega na porównywaniu wycen rynkowych aktywów o podobnych charakterystykach w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Analiza porównawcza niesie ryzyko związane z wyciąganiem błędnych wniosków przy porównywaniu nietożsamych aktywów. Analiza rynkowa jest zorientowana na przewidywaniu zmian popytu i podaży na dane aktywo. Bazuje ona jednak na częściowej wiedzy rynkowej oraz często opóźnionych danych, co przekłada się na ryzyko dla formułowanych wniosków. Analiza techniczna polega na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych w celu określenia, w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Niesie ona jednak ryzyko wynikające z tego, że zjawiska z przeszłości nie muszą się powtórzyć w przyszłości.

Bank Gospodarstwa Krajowego z siedzibą w Warszawie, Al. Jerozolimskie 7, 00-955 Warszawa; Infolinia: 801 598 888, +48 22 599 8888 Faks: +48 22 627 03 78 e-mail: bgk@bgk.pl

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Banku jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.