

## Przed nami sprzedaż detaliczna i budownictwo

Po wczorajszych danych o polskim przemyśle brakuje jeszcze tylko dwóch z szybkich miesięcznych odczytów do zamknięcia III kwartału. W przypadku budownictwa jesteśmy powyżej rynku (13,4% vs 8,3% r/r), w przypadku sprzedaży niemal zgodnie (4,9% vs 5,1% r/r). Jeżeli dane potwierdzą się, będzie to wskazywało na solidny III kwartał, który przybliży nas do naszej prognozy wzrostu PKB w tym roku o 5,0%.

Na rynkach bazowych z większych spółek swoje wyniki za III kwartał opublikują m.in. Volvo, Intel i AT&T. Zwracamy uwagę, że w trwającym obecnie sezonie publikacji wyników przeważająca większość dużych korporacji raportuje je zauważalnie lepsze od spodziewanych, jednak wzrost cen surowców może wpłynąć na zmianę tego obrazu w ostatnim kwartale tego roku.

## Przemysł nadal solidnie w górę

Krajowy przemysł we wrześniu wyhamował z 13,2% r/r w sierpniu do 8,8% r/r (oczekiwania rynkowe wyniosły 8,0% r/r). W ujęciu odsezonowanym miesięczna dynamika wyniosła 0,9% i była najwyższa od marca, podnosząc odsezonowaną produkcję do niemal 10% powyżej poziomu sprzed pandemii (luty 2020). Lepszy niż oczekiwano wynik to w pewnej mierze zasługa wydobywania węgla oraz produkcji energii i ciepła. Sekcje te wyraźnie zyskują na widocznym w ostatnich miesiącach boomie na surowce energetyczne. Zanotowały one dynamikę r/r rzędu 20%, przy ich łącznym udziale ok. 7,0%.

W przetwórstwie przemysłowym sektorowo najmocniej do spadku rocznej dynamiki przyczyniła się produkcja metali i ich wyrobów oraz produkcja samochodów (wyjaśniają ponad 2,0 p.p. z 4,4 p.p. spadku rocznej dynamiki). Przeważająca większość kategorii raportuje dodatnią dynamikę, a kulą u nogi pozostaje wciąż produkcja samochodów (-17,3% r/r) wobec problemów podaźowych, na które zwracaliśmy uwagę wraz z wrześniowym PMI ([tutaj](#)). Na razie jednak rośnie liczba działów raportujących wzrost (z 29 do 30), a ich udział utrzymuje się powyżej 90%, więc obecną ekspansję wciąż należy ocenić jako powszechną, pomimo pojedynczych problemów branżowych.

Symbolicznie w górę zaskoczyła dynamika cen w przemyśle (10,2% vs 10,0% r/r). Tym samym wzrosła ona do najwyższego poziomu od drugiej połowy lat 90., przebijając lokalne szczyty z 2004 oraz 2011 roku. W ujęciu miesięcznym ceny podniosły się o 0,7% m/m i wyznaczają najdłuższy w odnotowanej historii okres (12 miesięcy) bez ujemnej dynamiki. W kategoriach widać dalszy dynamiczny wzrost cen paliw oraz metali, które ponownie tłumaczą ponad 40% wzrostu koszyka, mimo że stanowią niewiele ponad 7% przemysłu. Polska nie jest odosobnionym przypadkiem i odczyt wpisuje się w trend obserwowany globalnie (dla przykładu Niemcy +14,7% r/r).

Choć globalnie nad przemysłem zbierają się ciemne chmury w postaci presji na koszty wobec braku możliwości elastycznego kształtowania cen konsumenckich, sądzimy, że krajowy przemysł ma potencjał do dalszego wzrostu. Na razie spodziewamy się jego wzrostu o 4,5% r/r w październiku. Będziemy obserwowali jak najbardziej narażone branże radzą sobie wobec trudności podaźowych, ale na razie spodziewamy się, że te mniej dotknięte przez braki surowców będą stabilizowały wynik całego sektora.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5841	0,27%
USD	3,9428	0,55%
CHF	4,2637	-0,02%
GBP	5,4327	0,45%
JPY (100)	3,4458	0,15%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1651	0,15%
EURJPY	133,23	0,11%
EURGBP	0,8427	-0,07%
EURCHF	1,0707	-0,28%
USDJPY	114,28	-0,09%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,52	0,04%
EURHUF	362,06	-0,08%
EURRON	4,95	-0,06%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	1,78	-0,03
Polska PS1026	2,25	-0,03
Polska DS0432	2,72	-0,02
Niemcy 10L	-0,12	-0,01
Francja 10L	0,21	-0,02
USA 10L	1,66	0,02
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	0,5	6 paź 21
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0 - 0,25	16 mar 20
WIBOR		Zmiana
O/N	0,50	0,00
1M	0,59	0,01
3M	0,70	0,01
6M	0,89	0,02
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	74 222,39	-0,10%
FTSE 100	7 223,10	0,08%
DAX	15 522,92	0,05%
S&P 500	4 536,19	0,37%
TOPIX	2 027,67	0,05%
Szanghaj	3 587,00	-0,17%

Notowania z końca ostatniego dnia roboczego, zmiana w stosunku do poprzedniego notowania (dla stóp banków centralnych od ostatniego posiedzenia).

Źródła: Bloomberg, Reuters, PAP, GUS, NBP, NYMEX, GPW.



BIULETYN

# EKONOMICZNY

BGK  
BANK GOSPODARSTWA  
KRAJOWEGO

czwartek, 21 października 2021

Poza sekcją przemysłową opublikowano wczoraj dane o nastrojach konsumentów GUS. W wynikach badania widać pewne pogorszenie nastrojów we wszystkich kategoriach. Naszą uwagę zwrócił wzrost obaw o pracę. Pogorszenie komponentu zakupowego i oszczędzania pieniędzy jest naszym zdaniem naturalną pochodną wzrostu cen żywności i surowców energetycznych. Będzie to zmniejszać budżety na zakupy innych dóbr.

## Dalsze stromienie krzywych bazowych

Krótki koniec krzywej UST (2Y) obniżył się o 2 pb. do 0,38%, środek krzywej (10Y) z kolei wzrósł o 1 pb. do 1,65%, a długi koniec (30Y) o 4 pb. do 2,13%. Wzrostowi na długim końcu krzywej sprzyjały dosyć kiepskie wyniki aukcji 20Y UST, na której Departament Skarbu ulokował 24 mld USD oraz perspektywy wzrostu podaży po podniesieniu limitu długu. W tle była także publikacja Beżowej Księgi Fed, ale bez nowych informacji.

Ten sam kierunek obróciła krzywa niemiecka. Krótki koniec zmalał o 3 pb. do -0,66%, środek krzywej o 1 pb. do -0,12% i tylko długi koniec pozostał bez zmian na 0,29%. Spadki rentowności przeważały na papierach wszystkich krajów strefy euro. Niepomijalnym czynnikiem ograniczającym pole do wzrostów rentowności jest EBC, który wg wczorajszych danych w ostatnim tygodniu skupił 24,6 mld EUR obligacji. Hamulcem jest też tradycyjnie retoryka EBC, w ramach której przedstawiciele banku sugerują, że horyzont podwyżek stóp jest odległy. Temu umiarkowaniu towarzyszyło wyhamowanie wzrostów na europejskich indeksach giełdowych, co sygnalizuje możliwą korektę na akcjach i dalszy spadek rentowności.

Dziś rano widzimy spadki na giełdach w Azji. Są one pochodną powracających obaw o stan sektora nieruchomości w Chinach po załamaniu się rozmów w sprawie wykupu części aktywów dewelopera Evergrande. Takie otoczenie powinno sprzyjać niższemu dochodowości na rynkach starego świata. Presję na niższe rentowności na długich końcach krzywych może wywierać również niespójna komunikacja ze strony Fed. Część przedstawicieli władz monetarnych spodziewa się szybszych podwyżek, zaś część zwraca uwagę na pojawiające się wśród konsumentów i przedsiębiorców obawy o wzrost w warunkach galopujących cen podstawowych surowców. Publikowane dziś

tygodniowe dane z rynku pracy nie powinny w tym otoczeniu mieć wpływu na rynek.

## Drugi dzień zniżek rentowności SPW

Krajowe obligacje zdrożały na całej krzywej. Krótki koniec (2Y) zmalał o 3 pb. do 1,78%, środek krzywej (5Y) także o 3pb. do 2,25%, natomiast długi koniec (10Y) o 2 pb. do 2,72%. Spadki na krzywej IRS były jeszcze mocniejsze i wyniosły średnio 5 pb. Korekcie podległa także krzywa FRA. Wczorajsze dane o PPI nie miały wpływu na SPW. Dziś oczekujemy kontynuacji zniżek dochodowości w ślad za spodziewanym zachowaniem rynków bazowych. Sądzymy, że potencjał do korekty po zwyżkach dochodowości jeszcze nie wyczerpał się i wciąż to jest dla nas scenariuszem bazowym w horyzoncie końca tygodnia. Naszym zdaniem publikowane dziś dane o sprzedaży detalicznej nie będą miały wpływu na krajowy rynek stopy procentowej.

## Dolar chwilowo w odwrocie

Dolar traci kolejną sesję z rzędu wobec dobrych nastrojów na rynkach. W przypadku EURUSD kurs podniósł się o 15 pipsów do 1,1650, wyznaczając wielkość ostatniej korekty już na ponad jeden cent. To już druga sesja, w trakcie której dolar osłabił się wobec większości walut na rynku. Ponownie silnie zyskiwały waluty surowcowe.

Według nas widoczne rano korekty na rynkach akcji będą paliwem do spadków EURUSD. Paliwem dla tego ruchu są też doniesienia z Chin. Inwestorzy spekulują, że problemy rynku nieruchomości oraz plany dotyczące zaostrzenia kontroli nad biznesem mają perspektywę przełożyć się na słabszy wzrost gospodarczy, co będzie prowadzić do osłabienia euro do dolara.

## Spokojna sesja na złotym

W środę złoty osłabił się delikatnie wobec euro o 0,75gr do 4,5780. Podobnie zachowały się pozostałe waluty regionu. Złoty może być poddawany presji spadkowej wobec niepewności realizacji rynkowych oczekiwań wobec RPP. Rynek ewidentnie „domaga się” podwyżek stóp, a wcale nie jest pewne, że taki scenariusz będzie w krajowej polityce realizowany. Na razie jednak sądzymy, że najbliższy opór na 4,60 powinien hamować przed dalszymi wzrostami. Sądzymy, że spadki na giełdach w połączeniu z umacniającym się dolarem będą dziś paliwem dla osłabienia złotego względem euro.

czwartek, 21 października 2021

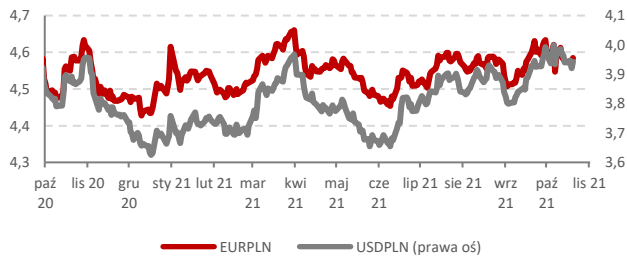
## Kalendarz publikacji makroekonomicznych

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 18 października 2021</b>								
14:00	PL	Inflacja bazowa	wrz 21	%	4,2	4,3	4	3,9
15:15	US	Produkcja przemysłowa, m/m	wrz 21	%	-1,3	-	0,2	0,4
15:15	US	Wykorzystanie mocy wytwórczych	wrz 21	%	75,2	-	76,5	76,4
16:00	US	Indeks rynku nieruchomości NAHB	paź 21	Indeks	80	-	76	76
22:00	US	Łączny napływ kapitału	sie 21	USD	91	-	-	126
<b>Wtorek, 19 października 2021</b>								
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	wrz 21	%	8,7	9,6	8,7	9,5
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	wrz 21	%	0,6	0,7	0,6	0,9
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	wrz 21	mln	1,555	-	1,62	1,615
14:30	US	Pozwolenia na budowę	wrz 21	mln	1,589	-	1,68	1,721
<b>Środa, 20 października 2021</b>								
8:00	DE	PPI m/m	wrz 21	%	2,3	-	1	1,5
8:00	DE	PPI r/r	wrz 21	%	14,2	-	12,7	12
10:00	EU	Bilans obrotów bieżących	sie 21	EUR	17,6	-	-	30,2
10:00	EU	Bilans obrotów bieżących, odsez.	sie 21	EUR	13,39	-	-	21,608
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	wrz 21	%	8,8	10,7	8	13,2
10:00	PL	PPI r/r	wrz 21	%	10,2	10	10	9,5
11:00	EU	Inflacja, ost. dane, r/r	wrz 21	%	3,4	-	3,4	3,4
13:00	US	Stopa kredytu hipotecznego 30 lat	poprz. tydz.	%	3,23	-	-	3,18
<b>Czwartek, 21 października 2021</b>								
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna r/r	wrz 21	%	-	4,9	10,4	10,7
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	-	-	300	293
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	wrz 21	mln	-	-	6,09	5,88
16:00	US	Wskaźnik wyprzedzający Conf. Board	wrz 21	%	-	-	0,4	0,9
16:00	US	Sprzedaż domów istniejących,% m/m	wrz 21	%	-	-	-	-2
<b>Piątek, 22 października 2021</b>								
10:00	EU	Indeks Flash PMI	paź 21	pkt	-	-	55,2	56,2
10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	paź 21	pkt	-	-	57	58,6
10:00	EU	Flash PMI w usługach	paź 21	pkt	-	-	55,5	56,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	wrz 21	%	-	8,5	8,7	9,1

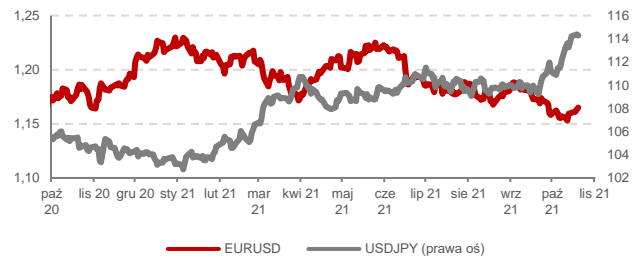
# BIULETYN EKONOMICZNY

czwartek, 21 października 2021

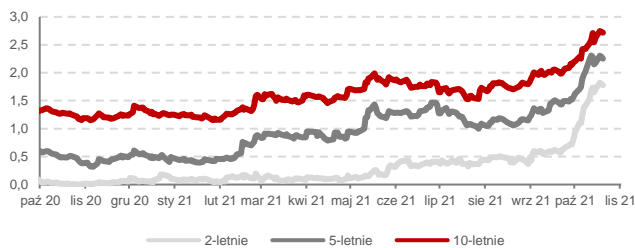
## Fixing NBP



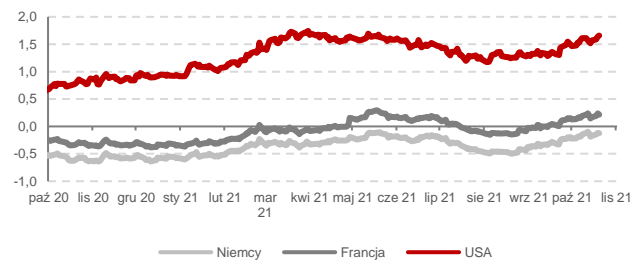
## Bazowe pary walutowe



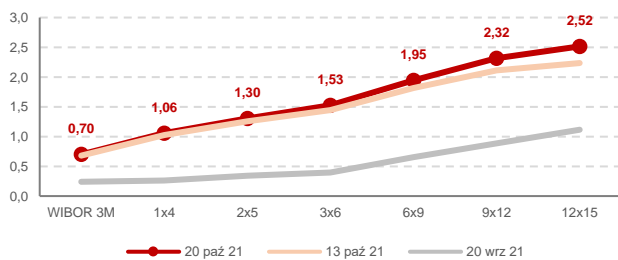
## Rentowności SPW



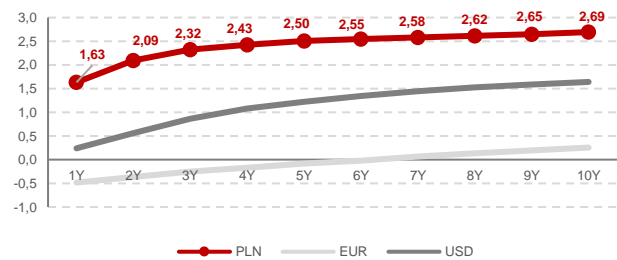
## Rentowności obligacji 10-letnich



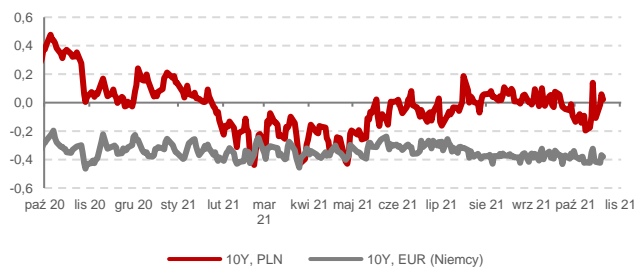
## Krzywa FRA



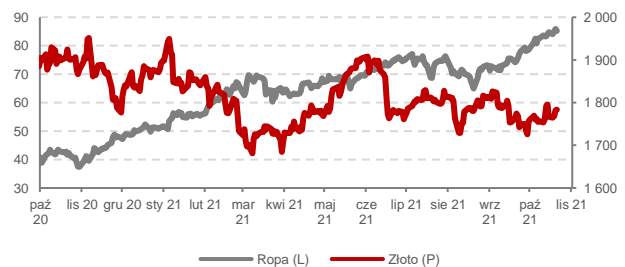
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





# BIULETYN EKONOMICZNY



czwartek, 21 października 2021

#### Współpraca z klientami (dealerzy korporacyjni)

Aleksandra Szafrńska, 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 Piłkuła, tel. (+48 22) 475-30-20  
Marcin Pigłowski, 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

#### Institucje 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

#### Departament Badań i Analiz

Mateusz Walewski – Dyrektor Departamentu, tel. (+48 22) 596-59-13

#### Zespół Analiz Makroekonomicznych i Rynków Finansowych

Piotr Dmitrowski – Menedżer zespołu  
Konrad Soszyński – Menedżer ds. analiz  
Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz

#### Zespół Analiz Strategicznych i Programowych

Adam Piąt – Menedżer zespołu  
Rafał Boguszewski – Ekspert. ds. ewaluacji  
Maciej Rozkrut – Ekspert. ds. analiz sektorowych  
Olivia Samoyłk – Ekspert ds. analiz rynków

#### 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. Wynik 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 bezwzględnej i względnej przewartościowania lub niedowartościowania. Analiza porównawcza niesie ryzyko związane z wyciąganiem błędnych wniosków przy porównywaniu nietożsamy aktywów. Analiza rynkowa jest zorientowana na przewidywaniu zmian popytu i podaży na dane aktyw. 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 Piękną 20.

**Bank Gospodarstwa Krajowego**

ul. Chmielna 73, 00-801 Warszawa

**Kontakt:** Departament Badań i Analiz, tel.: +48 (22) 596 59 13

Biuletyn sporządzili: Piotr Dmitrowski, Konrad Soszyński, Paweł Ropiak