

piątek, 22 października 2021

## Dane o podaży pieniądza zamkną tydzień

Po danych ze sfery realnej w poprzednich dniach na koniec tygodnia poznamy publikację NBP o sektorze bankowym we wrześniu. Rynek spodziewa się przyrostu podaży pieniądza M3 o 8,7% r/r i jest to wielkość bliska naszej prognozie (+8,5% r/r). W poniedziałek zobaczymy biuletyn statystyczny, który pozwoli dokładniej przyjrzeć się opublikowanym w tym tygodniu danym.

Z punktu widzenia rynku ważniejsze będzie jednak ogłoszenie wstępnych indeksów PMI za październik dla ważniejszych gospodarek (Japonia, strefa euro, UK, USA). Tutaj spodziewamy się ich nieznacznego pogorszenia wobec hamującego tempo odbicia i rosnących w niektórych krajach obawach zaostrzenia restrykcji wobec kolejnej fali zakażeń.

## Sprzedaż detaliczna wciąż poniżej trendu

Publikacja okazała się zgodna z rynkowymi oczekiwaniami (+5,1% r/r), co oznacza niewielki spadek z 5,4% r/r w sierpniu. Większym zmianom nie uległa także sama struktura i w tym miesiącu ponownie za większość wzrostu (75%) odpowiadają kategorie „pozostałe” i „odzież”. Symboliczna zmiana nastąpiła jednak w sprzedaży samochodów, które ponownie ujemnie kontrybuują -0,3 p.p. r/r. To pochodna problemów branży automotive, o których pisaliśmy m.in. wczoraj przy okazji danych z przemysłu ([tutaj](#)). Pozornie zauważalnie podniosła się sprzedaż mebli (z zera do +0,8 p.p. r/r), ale to w wyniku efektów bazy sprzed roku, bo ich sprzedaż od maja kształtuje się na tym samym poziomie.

Pozostałe kategorie (żywność, paliwa) kontynuują trend boczny. W ujęciu kwartalnym sprzedaż wzrosła realnie o 3,1% kdk SA, co oznacza przyspieszenie z +1,4% kwartał wcześniej. Sugeruje to wyhamowanie dynamiki konsumpcji do 5,0% r/r z 13,5% r/r w II kwartale, choć z ryzykiem w górę ze względu na prawdopodobne przesunięcie części konsumpcji w stronę usług. Według naszych szacunków prywatna konsumpcja powinna dodać ok. 1,7 p.p. kdk do PKB w III kwartale.

## Budownictwo ponownie w tyle

Wrześniowy odczyt z sektora okazał się istotnie niższy (+4,3% r/r) od rynkowych oczekiwań (+8,3% r/r) i istotnie słabszy od +10,2% r/r miesiąc wcześniej. W ujęciu odsezonowanym produkcja obniżyła się we wrześniu o 2% m/m, w wyniku czego zamyka III kwartał na poziomie -0,7% kdk SA.

Wyhamowanie widać we wszystkich raportowanych kategoriach, ale najbardziej przykrą niespodzianką są ponownie są budynki, które po dwóch miesiącach nad kreską ponownie schodzą pod nią (z +0,4% r/r do -3,6% r/r). Indeks „ratują” roboty specjalistyczne, które wciąż rosną w solidnym tempie (+21,7% r/r). Ta kategoria (prawdopodobnie związana z inwestycjami samorządowymi) oraz będący wciąż na horyzoncie Krajowy Plan Odbudowy to czynniki, z którymi wiążemy początek ożywienia w sektorze. Poza tym w ostatnich miesiącach widać dywergencję pomiędzy liczbą pozwoleń na budowę a rozpoczętymi budowami (na korzyść tych pierwszych). Sugeruje to, że duża część prac czeka na możliwość realizacji i w najbliższym czasie powinna zacząć przekładać się na statystyki produkcji w górę, choć tu ograniczeniem jest podaż w sektorze.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5930	0,19%
USD	3,9449	0,05%
CHF	4,2899	0,61%
GBP	5,4461	0,25%
JPY (100)	3,4601	0,41%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1623	-0,24%
EURJPY	132,52	-0,53%
EURGBP	0,8427	0,00%
EURCHF	1,0676	-0,29%
USDJPY	113,99	-0,25%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,66	0,54%
EURHUF	364,25	0,61%
EURRON	4,95	0,03%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	1,84	0,06
Polska PS1026	2,28	0,02
Polska DS0432	2,75	0,04
Niemcy 10L	-0,10	0,03
Francja 10L	0,23	0,02
USA 10L	1,69	0,04
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	0,00
3M	0,70	0,00
6M	0,90	0,01
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	73 818,53	-0,54%
FTSE 100	7 190,30	-0,45%
DAX	15 472,56	-0,32%
S&P 500	4 549,78	0,30%
TOPIX	2 000,81	-1,32%
Szanghaj	3 594,78	0,22%

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

piątek, 22 października 2021

## Cień chińskiego smoka nad zachodnimi rynkami

W czwartek odnotowaliśmy zatrzymanie dotychczasowych spadków dochodowości obligacji skarbowych. Krzywa UST podniosła się o 5 pb. na krótkim końcu (2Y) do 0,44%, o 2 pb. na środku (10Y) do 1,68% i pozostała bez zmian na długim końcu (30Y) na 2,13%. Podobnie krzywa niemiecka: +2 pb., +3 pb. i -1 pb. do odpowiednio -0,64%, -0,10% oraz 0,28%. Wzrosty trwały już od początku sesji azjatyckiej, więc nie wiążemy ich z wczoraj opublikowanymi danymi makro ze Stanów (tygodniowych statystyk zasiłków dla bezrobotnych). Niemniej na pewno benzyny do ognia dolewała wypowiedź Randal Quarlas z Fed o tym, że dodatkowe wydatki rządowe mogą przedłużyć okres podwyższonej inflacji.

Sądzymy, że długie końce były odporne na przecenę obligacji z powodu doniesień z Azji, gdzie wznowiony handel akcjami Evergrande sprowadził notowania tego dewelopera jeszcze niżej i wywołał mieszane nastroje, które przeniosły się także do Europy i USA. Spółka zmagająca się z problemami płynnościowymi i ma dolarowe zobowiązania wobec inwestorów zagranicznych na poziomie ok. 20 mld USD. Atmosfery nie polepsza także dosyć ostra krytyka Chin w ostatnim postępowaniu przed WTO przez 40 pozostałych krajów członkowskich. M.in. zwraca się uwagę, że Chiny zakupiły tylko 53% tego, do czego zobowiązały się (200 mld USD) w ubiegłorocznym porozumieniu handlowym ze Stanami Zjednoczonymi. Sytuacji dodatkowo nie poprawia fakt, że Evergrande wydaje się nie być odosobnionym przypadkiem, dla przykładu deweloper Modern Land także zgłasza problemy płynnościowe.

Dziś rano widoczna jest lekka presja na niższe dochodowości w długich końcach i środkach krzywej, co może być pochodną niższych cen ropy naftowej oraz względnie stabilnego zachowania giełd. Krótkie końce pozostają wysoko. Naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się w dalszej części dnia, wobec nasilających się spekulacji na temat szybszych i intensywniejszych podwyżek stóp w USA oraz poprawy postrzegania chińskiego rynku, po tym jak dziś rano Evergrande spłacił część swoich zobowiązań.

## SPW za rynkami bazowymi

Krzywa SPW podniosła się w czwartek na całej długości. Krótki koniec (2Y) wzrósł o 6 pb. do 1,84%, środek krzywej (5Y) o 2 pb. do 2,28%, natomiast długi koniec (10Y) o 4 pb. do 2,75%. Ta zmiana całkowicie niweluje na wielu tenorach korektę z wtorku i środy. Jakieś granice przyzwoitości zachowała krzywa FRA,

która podniosła się nieco mniej niż obniżyła we środę. Krzywa IRS podwyższyła się analogicznie do krzywej SPW. Pewien wpływ na to mogły mieć wczoraj opublikowane wyniki głosowań z wrześniowego posiedzenia RPP. Potwierdziły one spekulacje, że grupa jastrzębi (Gatnar, Hardt i Zubelewicz) głosowała za mniejszą skalą podwyżki stóp niż ta, której dokonano w październiku, co zostało odebrano jako zmiana funkcji reakcji RPP na inflację. Dziś oczekujemy stabilizacji wycen krajowego długu wobec spodziewanego płaszczenia się krzywych na rynkach bazowych oraz prawdopodobnie słabszych wstępnych odczytów PMI z Eurostrefy.

## Dolar zyskuje, klif na tureckiej lirze

EURUSD zszedł w czwartek o 30 pipsów w dół do 1,1620, zaś dolar umocnił się wobec szerokiego rynku, w tym +0,9% wobec walut rynków rozwijających się. Miało to związek z kiepskimi nastrojami na giełdach, co było związane z obawami o sytuację w Chinach (deweloperzy) i potencjalnie negatywnym wpływem wysokich cen surowców żywnościowych i energetycznych na globalny wzrost.

Ważnym bohaterem rynku walutowego w czwartek była turecka lira, która osłabiła się wobec całego rynku średnio o 3%. To pokłosie decyzji banku centralnego Turcji, który ponownie ściął stopy procentowe o 2 p.p. do 16% po tym, gdy prezydent Erdogan nazwał stopy procentowe „matką wszelkiego zła” i odwołał trzech członków tamtejszej RPP, aby nowy skład mógł podjąć pożądaną decyzję. Kurs USDTRY przekroczył historyczne maksimum na 9,50.

Dziś od rana obserwujemy stabilną sytuację na rynkach akcji oraz nieznaczne zwyżki EURUSD. Sądzymy, że ogłoszone rano informacje na temat spłaty części zobowiązań przez chińskiego dewelopera Evergrande będą wspierać wzrosty EURUSD w dalszej części dnia.

## Złoty pod presją razem z innymi EM

Złoty kontynuował deprecjację o niemal 2 gr do 4,5960 w czwartek wobec globalnej aprecjacji dolara. Z walut regionu tylko RON nie poddał się presji spadkowej. Tym samym kurs dociera do strefy podażowej, przy której normalnie spodziewalibyśmy się zatrzymania ostatnich wzrostów EURPLN. Niemniej sytuacja jest niepewna wobec doniesień z Chin, więc pozostajemy ostrożni. Dziś spodziewamy się korekty wczorajszych spadków złotego wobec euro w ramach realizacji zysków. Wspomagać w tym ruchu powinna go spodziewana aprecjacja euro do dolara w reakcji na lepsze informacje z Chin.

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

piątek, 22 października 2021

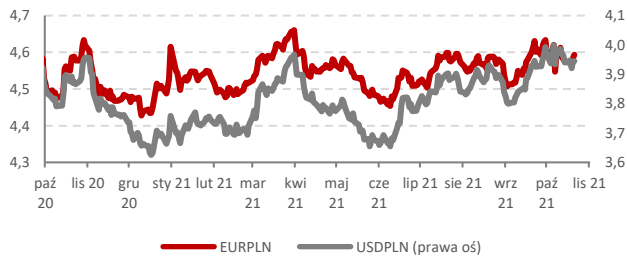
## Kalendarz publikacji makroekonomicznych

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	%	11,1	4,9	10,4	10,7
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	290	-	300	293
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	wrz 21	mln	6,29	-	6,09	5,88
16:00	US	Wskaźnik wyprzedzający Conf. Board	wrz 21	%	0,2	-	0,4	0,9
16:00	US	Sprzedaż domów istniejących,% m/m	wrz 21	%	7	-	-	-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

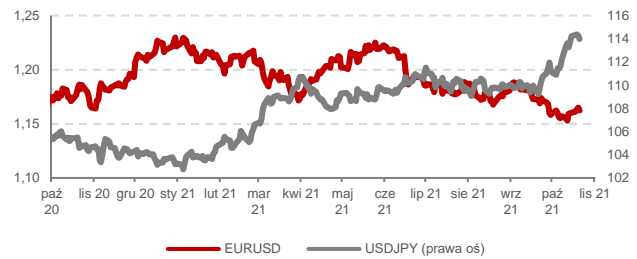
# BIULETYN EKONOMICZNY

piątek, 22 października 2021

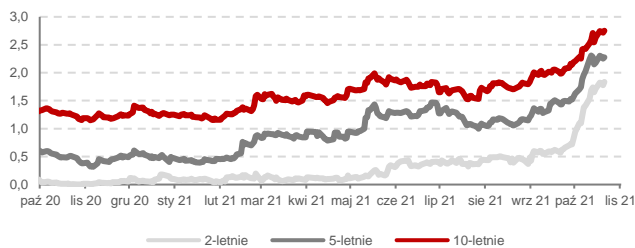
## Fixing NBP



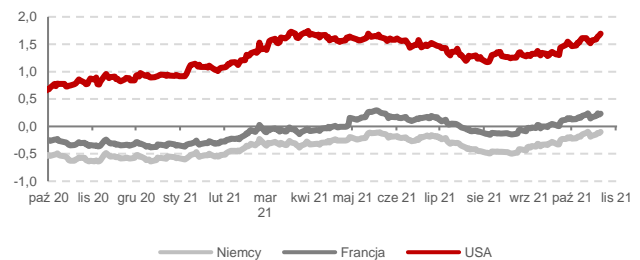
## Bazowe pary walutowe



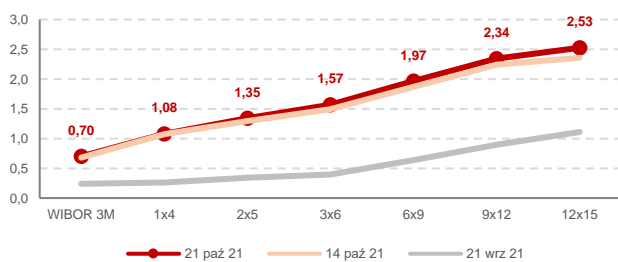
## Rentowności SPW



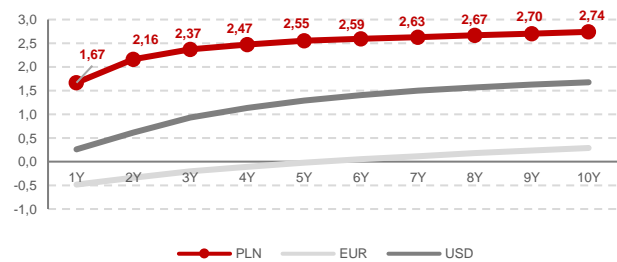
## Rentowności obligacji 10-letnich



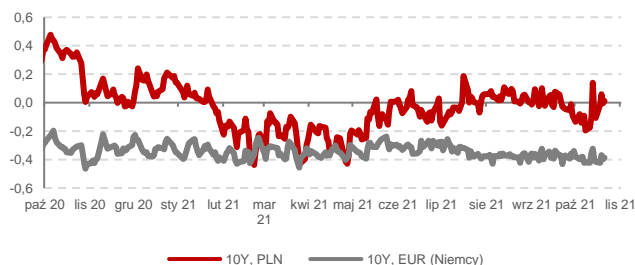
## Krzywa FRA



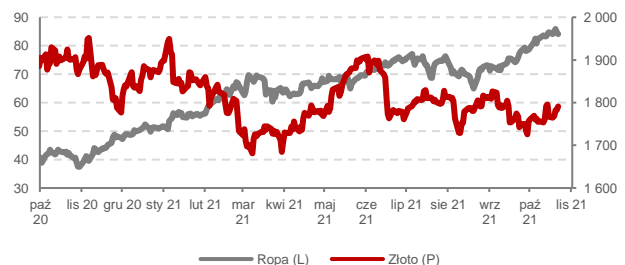
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców







piątek, 22 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 Pikula, 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 Piłat - Menedżer zespołu  
Rafał Boguszewski – Ekspert. ds. ewaluacji  
Maciej Rozkrut – Ekspert. ds. analiz sektorowych  
Oliwia Samołyk – 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. Wynikiem 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 nietożsamyh 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