

środa, 10 listopada 2021

## Środa dniem inflacji

Za nami opublikowane dane o inflacji w październiku, w Chinach (1,5% r/r vs. 1,4% oczekiwania i 0,7% poprzedni odczyt) i w Niemczech (4,5%/4,5%/4,2% r/r), w Czechach (5,8%/5,5%/5,2% r/r). We wtorek opublikowano także dane o inflacji na Węgrzech, która podniosła się o 1 p.p. do 6,5% r/r, w wyniku, czego inwestorzy spodziewają się dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej także nad Dunajem. Dane regionalne są obecnie uważnie obserwowane przez inwestorów operujących na aktywach wycenianych w PLN. Jako kontekst warto dodać, że ogłoszone wraz danymi o inflacji dane PPI z Chinach (predyktor globalnej inflacji przemysłowej) pokazały wynik 13,5% r/r, wobec oczekiwań 12,4% i poprzedniego odczytu 10,7%.

## Inwestorzy redukują oczekiwania

We wtorek obligacje skarbowe nadrobiły straty odnotowane w poniedziałek. Krzywa UST obniżyła się na całej długości. Krótki koniec o 3 pb., do 0,41%(2Y), środek krzywej o 6 pb., do 1,43%(10Y), a długi koniec o 7 pb., do 1,82% (30Y) - najniższe od lipca. Podobnie w Niemczech: krótki koniec -2 pb. do -0,75% (2Y), środek krzywej -5 pb. do -0,30% (10Y), a długi koniec -11 pb. do 0,02% (30Y) – wobec 0,4% jeszcze miesiąc temu. To umocnienie obligacji miało miejsce mimo publikacji PPI dla Stanów Zjednoczonych, który wskazał na dynamikę 8,6% r/r w październiku – wyrównując historyczny rekord z poprzedniego miesiąca. Jednak już spojrzenie do wnętrza indeksu dawało powód do obniżania rentowności. W danych widzieliśmy hamowanie momentum wzrostu lub spadki części dużych agregatów m/m SA. W tle były słabsza niż poprzednia aukcja UST 10Y i dane o koniunkturze w małych firmach NFIB. Te ostatnie, choć pokazywały napięcia na rynku pracy i oczekiwania wzrostu cen, jednocześnie sygnalizowały oczekiwania pogorszenia koniunktury. Tym samym krzywe globalnie kontynuują płaszczenie, na wielu rynkach sprowadzając dochodowości do tegorocznych minimów. Sądzymy, że to pochodna redukcji oczekiwań wobec skali zacieśnienia polityki pieniężnej na świecie, wobec wypychającego w górę ceny i pogorszającego nastroje wśród przedsiębiorców i konsumentów, silnego szoku podażowego na rynku żywności i surowców energetycznych. Rentowności w sposób książkowy podążały za zniżkującymi giełdami.

Dziś o poranku widzimy odbicie dochodowości w ślad za korektą w górę na giełdach w Azji. Te, po porannym spadku z powodu zaskoczenia wysokimi odczytami CPI i PPI oraz problemami firm nieruchomościowych, odrabiają straty za sprawą nadzwyczaj dobrych wyników lidera chińskich firm technologicznych Tencent (właściciela aplikacji WeChat). W dalszej części dnia spodziewamy się odreagowania wczorajszych zniżek dochodowości. Sprzyjać temu powinno zachowanie giełd oraz oczekiwanie na aukcję 30Y UST, która podobnie jak wczorajszy przetarg 10Y, może rozczarować słabszym popytem. W tle będzie także dyskontowanie ogłoszenia danych inflacyjnych w USA.

## Umocnienie SPW, FRA nadal w górę

Podwyżkom cen nie oparły się także SPW. Krótki koniec wzrósł o 2 pb., do 2,85% (2Y), środek krzywej obniżył się o 4 pb. do 2,88% (5Y), a długi koniec obniżył się aż o **10 pb.** do 2,89% (10Y). Tym samym krzywa jest praktycznie płaska, co należy interpretować, jako wycenę zacieśnienia polityki pieniężnej i pozostania na takich poziomach przez dłuższy okres. Spadkom jednak oparła się krzywa FRA, która kontynuowała wzrosty na całej długości, solidnie osadzając się powyżej poziomu 3,0% (12x15 3,17%). Wciąż uważamy, że rynek wycenia większej skali podwyżki stóp niż rzeczywistość będą miały miejsce. Skalę „rozpędzenia” rynku najlepiej obrazuje fakt, że 2Y PLN IRS ma rentowność 2,89%, a tenor 10Y 2,88%, co oznacza ujemne nachylenie krzywej IRS.

| Fixing NBP               |           | Zmiana    |
|--------------------------|-----------|-----------|
| EUR                      | 4,5942    | -0,02%    |
| USD                      | 3,9622    | -0,31%    |
| CHF                      | 4,3401    | -0,10%    |
| GBP                      | 5,3885    | 0,50%     |
| JPY (100)                | 3,5108    | 0,16%     |
| Waluty bazowe            |           | Zmiana    |
| EURUSD                   | 1,1593    | 0,04%     |
| EURJPY                   | 130,90    | -0,23%    |
| EURGBP                   | 0,8553    | 0,11%     |
| EURCHF                   | 1,0563    | -0,23%    |
| USDJPY                   | 112,88    | -0,32%    |
| Waluty regionu           |           | Zmiana    |
| EURCZK                   | 25,24     | -0,05%    |
| EURHUF                   | 360,73    | -0,13%    |
| EURRON                   | 4,95      | 0,01%     |
| Rynki długu              |           | Zmiana    |
| Polska DS1023            | 2,85      | 0,02      |
| Polska PS1026            | 2,88      | -0,04     |
| Polska DS0432            | 2,89      | -0,10     |
| Niemcy 10L               | -0,30     | -0,05     |
| Francja 10L              | 0,04      | -0,05     |
| USA 10L                  | 1,44      | -0,05     |
| 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                      | 1,25      | 0,00      |
| 1M                       | 1,33      | 0,00      |
| 3M                       | 1,57      | 0,02      |
| 6M                       | 1,87      | 0,04      |
| Rynki kapitałowe         |           | Zmiana    |
| WIG                      | 73 574,18 | -1,15%    |
| FTSE 100                 | 7 274,04  | -0,36%    |
| DAX                      | 16 040,47 | -0,04%    |
| S&P 500                  | 4 685,25  | -0,35%    |
| TOPIX                    | 2 018,77  | -0,81%    |
| Szanghaj                 | 3 507,00  | 0,24%     |

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.



środa, 10 listopada 2021

Dziś spodziewamy się korekty wczorajszych zniżeń rentowności w ślad za rynkami bazowymi. Sprzyjać zwyżkom dochodowość sprzyjają odczyty inflacji w Czechach, która była powyżej oczekiwań. W perspektywie końca tygodnia trend ten powinien zostać utrzymany wobec zaplanowanych publikacji PKB za III kw. (piątek) i inflacji za październik (poniedziałek).

### EURUSD stabilny

Kurs dolara pozostał praktycznie niezmienny we wtorek i wobec euro zamknął się tylko 7 pipsów powyżej poniedziałkowego zamknięcia na 1,1590 przy zmienności poniżej średniej. Większej zmienności podlegały waluty surowcowe (AUD, NZD) wobec wzrostu awersji do ryzyka. Jednocześnie rosły notowania ropy naftowej (zmierzając w kierunku ostatnich lokalnych rekordów) metali szlachetnych i kryptowalut.

Dziś o poranku EURUSD spada, pomimo odbicia na giełdach w Azji. Wiążemy to z oczekiwaniami na odczyt inflacji z USA za październik, która prawdopodobnie okaże się wyższa niż

szacunki inwestorów. Sądzymy, że ten kierunek zmian utrzyma się, co najmniej do czasu publikacji danych inflacyjnych, kiedy to może dojść do realizacji zysków.

### EURPLN z perspektywą dla spadków

Złoty pozostał względnie stabilny we wtorek. EURPLN przemieścił się w górę o 0,24 gr, lokując go ponownie powyżej 4,59, przy niskiej zmienności (1,5 gr. We wtorek wobec 3,2 gr. w środę). Niska zmienność była także widoczna na pozostałych walut regionu, aczkolwiek forint wyróżniał się delikatnie wobec wzrostu forintowych stawek FRA. W tle była publikacja regionalnych danych inflacyjnych (Węgry), która jedna nie stała się impulsem do poważniejszych zmian.

Dziś rano EURPLN nieco wzrósł, co naszym zdaniem jest pochodną spadającego EURUSD. W dalszej części dnia widzimy pole do korekty porannego osłabienia złotego. Paliwem będą, wspierające oczekiwania na wyższy ostateczny odczyt inflacji w Polsce (i w konsekwencji dyskontowanie wyższych stóp w PLN), dane inflacyjne z Czech.

środa, 10 listopada 2021

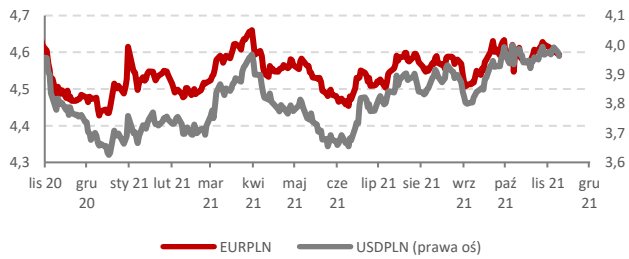
## Kalendarz publikacji makroekonomicznych

| Godz.                                 | Kraj | Publikacja                             | Okres        | Jednostka | Odczyt | Prognoza | Konsensus | Poprzednio |
|---------------------------------------|------|--|--------------|-----------|--------|----------|-----------|------------|
| <b>Poniedziałek, 8 listopada 2021</b> |      |  |              |           |        |          |           |            |
| 10:30                                 | EU   | Indeks Sentix                          | lis 21       | pkt       | 18,3   | -        | 15,5      | 16,9       |
| <b>Wtorek, 9 listopada 2021</b>       |      |  |              |           |        |          |           |            |
| 8:00                                  | DE   | Eksport                                | wrz 21       | %         | -0,7   | -        | 0         | -1,2       |
| 8:00                                  | DE   | Import                                 | wrz 21       | %         | 0,1    | -        | 0,6       | 3,5        |
| 8:00                                  | DE   | Bilans handlowy                        | wrz 21       | EUR       | 13,2   | -        | 13,6      | 13         |
| 11:00                                 | DE   | Indeks ZEW (bieżący)                   | lis 21       | pkt       | 12,5   | -        | 18        | 21,6       |
| 11:00                                 | DE   | Indeks ZEW                             | lis 21       | pkt       | 31,7   | -        | 20        | 22,3       |
| 14:30                                 | US   | PPI m/m                                | paź 21       | %         | 0,6    | -        | 0,6       | 0,5        |
| 14:30                                 | US   | PPI bazowe, m/m                        | paź 21       | %         | 0,4    | -        | 0,5       | 0,2        |
| <b>Środa, 10 listopada 2021</b>       |      |  |              |           |        |          |           |            |
| 8:00                                  | DE   | Inflacja CPI m/m                       | paź 21       | %         | 0,5    | -        | 0,5       | 0,5        |
| 13:00                                 | US   | Stopa kredytu hipotecznego 30 lat      | poprz. tydz. | %         | -      | -        | -         | 3,24       |
| 14:30                                 | US   | Nowi bezrobotni                        | poprz. tydz. | tys.      | -      | -        | 265       | 269        |
| 14:30                                 | US   | Inflacja, m/m, odsez.                  | paź 21       | %         | -      | -        | 0,6       | 0,4        |
| 14:30                                 | US   | CPI bez żywności i energii, m/m odsez. | paź 21       | %         | -      | -        | 0,4       | 0,2        |
| 16:00                                 | US   | Sprzedaż hurtowa                       | wrz 21       | %         | -      | -        | 0,4       | -1,1       |
| 16:00                                 | US   | Zapasy hurtowe                         | wrz 21       | %         | -      | -        | 1,1       | 1,1        |
| 20:00                                 | US   | Deficyt budżetu federalnego            | paź 21       | USD       | -      | -        | -179      | -62        |
| <b>Czwartek, 11 listopada 2021</b>    |      |  |              |           |        |          |           |            |
| <b>Piątek, 12 listopada 2021</b>      |      |  |              |           |        |          |           |            |
| 10:00                                 | PL   | Kwartalny PKB                          | III kw. 2021 | %         | -      | 5,1      | -         | 11,2       |
| 11:00                                 | EU   | Produkcja przemysłowa m/m              | wrz 21       | %         | -      | -        | -0,5      | -1,6       |
| 16:00                                 | US   | Indeks Uniwersytetu Michigan, wstępny  | lis 21       | Indeks    | -      | -        | 72,4      | 71,7       |
| 16:00                                 | US   | Indeks Uni. Mich. przyszły, I szacunek | lis 21       | Indeks    | -      | -        | 80        | 77,7       |
| 16:00                                 | US   | Indeks Uni. Mich. przyszły, wstępny    | lis 21       | Indeks    | -      | -        | 70        | 67,9       |

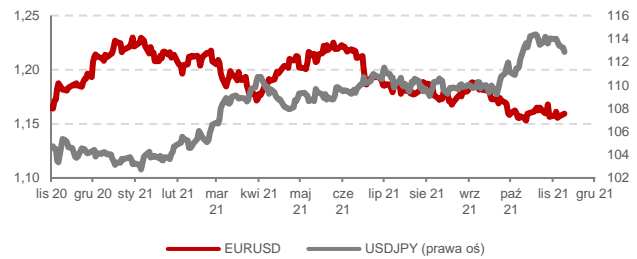
# BIULETYN EKONOMICZNY

środa, 10 listopada 2021

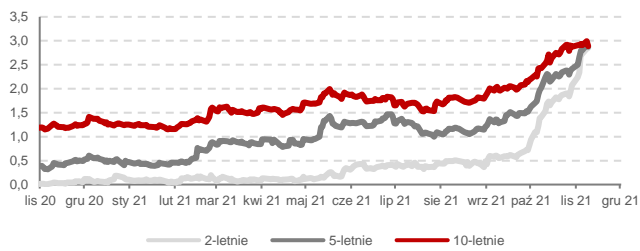
## Fixing NBP



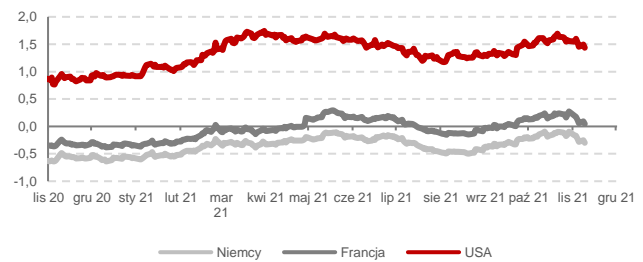
## Bazowe pary walutowe



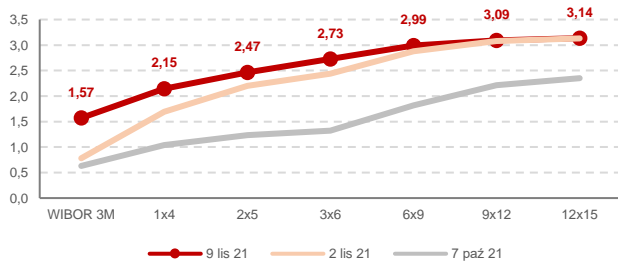
## Rentowności SPW



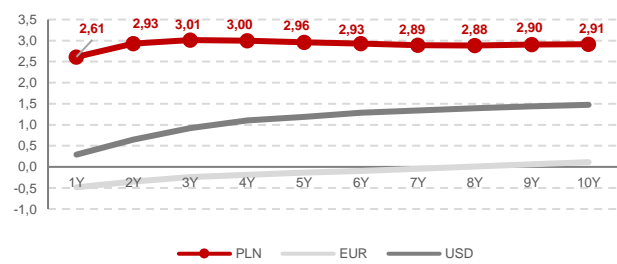
## Rentowności obligacji 10-letnich



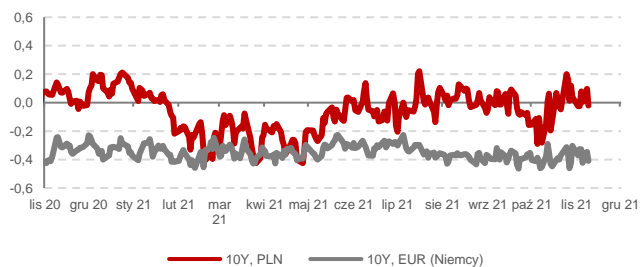
## Krzywa FRA



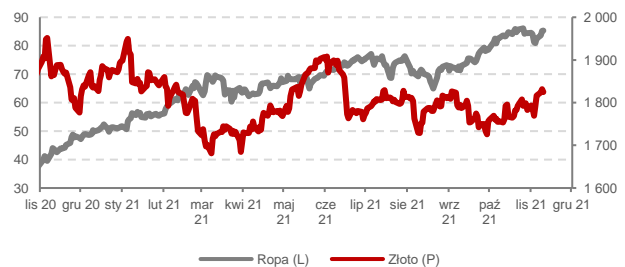
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





środa, 10 listopada 2021

#### Współpraca z klientami (dealery 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 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. 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 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