

wtorek, 16 listopada 2021

## Stany Zjednoczone w centrum uwagi

Dziś uwaga rynku skupi się na danych o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej za październik. Oczekiwane są odczyty na poziomie odpowiednio +1,1% m/m oraz +0,7% m/m. Warto pamiętać, że dane o sprzedaży detalicznej są podawane nominalnie, a CPI w USA wyniósł w tym okresie +0,9% m/m, co implikuje przyrost realnej sprzedaży tylko o ok. 0,2 p.p. m/m. Naszym zdaniem wynik zawyżać może silny wzrost cen surowców energetycznych i żywności, zaś obniżyć skala zakupów w wymiarze realnym w obliczu widocznego ostatnio (w reakcji na silny wzrost cen podstawowych dóbr) spadki nastrojów konsumentów. Z kolei przemysł powinien łatwo trafić w konsensus wobec spadku o 1,3% m/m miesiąc wcześniej.

## Inflacja potwierdzona na 6,8%

GUS nie skorygował szybkiego szacunku CPI za październik (nasz komentarz [tutaj](#)) i potwierdził jej dynamikę na 6,8% r/r. Spodziewaliśmy się rewizji w górę do 7,0% r/r z powodu rosnących cen surowców na rynkach (zwłaszcza węgla i gazu). Ta rewizja rzeczywiście nastąpiła, ale w dynamice miesięcznej (+1,1% m/m finalnie vs +1,0% m/m w szybkim szacunku). Najwidoczniej w wyniku zaokrągleń nie przesunęło to jednak przecinka na rocznej dynamice. Dokładnie w kategorii energii było to +3,3% m/m vs +3,0% m/m, co wskazuje na utrzymywanie się postępującej w czasie presji w tej kategorii (wstępny odczyt prawdopodobnie nie zawierał obserwacji z całego miesiąca).

Warto odnotować, że dynamika towarów zrównała się z dynamiką usług (obie kategorie 6,8% r/r). Wzrost cen ma charakter przekrojowy i wciąż utrzymuje się na poziomie powyżej 90% koszyka. Według naszych prognoz inflacja w listopadzie sięgnie 7,3% r/r, zaś szczyt osiągnie na przełomie roku (w zależności od akceptacji kolejnych podwyżek cen gazu i energii, przez URE) nieco poniżej 8,0% r/r. Spodziewamy się, że RPP odpowie na rozwój wydarzeń kolejną podwyżką stóp procentowych - łącznie o 50 pb.

Dziś czekamy na publikację NBP o inflacji bazowej o 14:00. Wg naszych szacunków wyniosła ona o 0,7% m/m i 4,6% r/r, odpowiadając za 40% przyrostu cen w październiku. Ponadto spodziewamy się, że podobnie jak w poprzednim miesiącu wzrost inflacji bazowej nastąpi we wszystkich z czterech wyodrębnionych przez NBP w tym celu kategorii.

## Wyprzedź obligacji

W poniedziałek obligacje były wyprzedawane na większości rynków. Krzywa UST podniosła się na całej długości. Krótki koniec (2Y) pozostał w przybliżeniu bez zmian na 0,52%, środek krzywej (10Y) wzrósł o 5 pb., do 1,62%, a długi koniec (30Y) wzrósł o 6 pb., do 2,0%. Źródłem zmian były spekulacje na temat przyspieszenia podwyżek stóp w USA po zachętach do tego byłych przedstawicieli administracji amerykańskiej (m.in. Larry'ego Summersa) Towarzyszyła temu stabilizacja indeksów giełdowych po dynamicznych wzrostach w piątek.

W ślad za krzywą amerykańską podążyła krzywa niemiecka. Krótki koniec wzrósł o 2 pb., do -0,73%, środek krzywej o 1 pb., do -0,25%, natomiast długi koniec o 2 pb., do 0,08%. Tutaj tłem były krytyczne komentarze uczestników rynku do wypowiedzi Christine Lagarde, która dystansowała się od podwyżek stóp (twierdząc, że grozi to zduszeniem ożywienia). Warto odnotować, że zarówno dolarowa, jak i eurowa krzywa IRS przesunęła się w dół, w kontrze do ruchu na FI. Intepretujemy to, jako antycypowanie przez rynek zwiększenia ekspansji fiskalnej,

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6365	-0,10%
USD	4,0497	-0,15%
CHF	4,4008	0,05%
GBP	5,4330	0,00%
JPY (100)	3,5579	0,03%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1369	-0,72%
EURJPY	129,76	-0,44%
EURGBP	0,8476	-0,66%
EURCHF	1,0518	-0,25%
USDJPY	114,13	0,23%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,22	-0,08%
EURHUF	365,98	-0,31%
EURRON	4,95	0,02%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	3,14	0,03
Polska PS1026	3,15	0,07
Polska DS0432	2,97	0,06
Niemcy 10L	-0,25	0,01
Francja 10L	0,11	0,01
USA 10L	1,62	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	1,39	0,03
3M	1,62	0,01
6M	1,94	0,03
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	72 086,26	-0,67%
FTSE 100	7 351,86	0,05%
DAX	16 148,64	0,34%
S&P 500	4 682,80	0,00%
TOPIX	2 048,52	0,39%
Szanghaj	3 533,30	-0,16%

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

wtorek, 16 listopada 2021

w reakcji na szok podażyowy na rynku energii i żywności. Ta dywergencja sprzyja spodziewanemu przez nas scenariuszowi korekty na rentownościach w najbliższym czasie.

Dziś o poranku widzimy odbicie na rynkach akcji, głównie za sprawą dobrego przyjęcia przez inwestorów informacji o pozytywnym rozpoczęciu rozmów między prezydentami Chin i USA. Pomimo to rentowności na długich końcach zahamowały wzrosty, zaś krótkie końce pozostają stabilne. Sądzymy, że poza czynnikami ze świata geopolityki, inwestorzy będą dziś uważnie przyglądać się odczytom sprzedaży detalicznej (i w mniejszym stopniu) produkcji przemysłowej z USA. Naszym zdaniem jest duże ryzyko, że pierwsza z wyżej wymienionych danych zaskoczy negatywnie w wymiarze realnym, co może zachęcić do realizacji zysków z ostatnich wzrostów rentowności.

## Rentowności SPW nadal w górę

Z mniejszym impetem niż ostatnio, ale SPW nadal były wyprzedzane w poniedziałek. Krótki koniec (2Y) podniósł się o 3 pb., do 3,14%, środek krzywej (5Y) o 7 pb., do 3,15%, natomiast długi koniec (10Y) o 6 pb., do 2,97%. Nachylenia 2Y/10Y obu krzywych (SPW i IRS) wciąż znajdują się na głęboko ujemnym terytorium (ok. -18 pb.). Wczorajsze dane o bilansie płatniczym były zbieżne z rynkowymi oczekiwaniami i pozostały neutralne dla krajowego rynku długu. W tle była wypowiedź prezesa Glapińskiego, który powtórzył przekaz z ostatniej konferencji, że obecnie większe jest prawdopodobieństwo dalszego wzrostu stóp. Przy czym zastrzegł on, że wobec dynamicznych zmian w otoczeniu gospodarczym w razie pojawienia się zagrożeń dla koniunktury ta ocena może się zmienić. Warto przypomnieć, że na rynku pojawiły się informacje o zgłoszeniu przesury prezesa Glapińskiego na kolejną kadencję przez prezydenta Dudę.

Jutro zostanie przeprowadzona SOOR NBP, ale nie jest to już wydarzenie, które mogłoby wzbudzać duże zainteresowanie wobec minimalizacji wolumenów skupowanych przez NBP w ostatnim czasie.

Dziś spodziewamy się stabilizacji dochodowości w obliczu oczekiwanego przez nas podobnego zachowania rynków

bazowych. Antycypowane przez nas negatywne zaskoczenie danymi o sprzedaży detalicznej w USA powinno zachęcić do realizacji zysków z ostatnich wzrostów dochodowości na rynkach bazowych i w konsekwencji do podobnego ruchu na długim końcu krajowej krzywej.

## Euro w odwrocie

Wspólna waluta traciła w poniedziałek wobec szerokiego rynku. W przypadku EURUSD kurs zanurkował o 83 pb., do 1,1360, przebijając ostatnie linie wsparcia. Wygląda to na kapitulację byków. Zyskiwały natomiast USD, GBP i waluty surowcowe na fali odbicia cen ropy.

Dziś od rana mamy do czynienia z marginalnym osłabieniem dolara i umocnieniem yuana, jako pochodną dobrego przyjęcia przez inwestorów informacji o rozpoczęciu rozmów między szefami rządów Chin i USA. Sądzymy, że mocny dolar pozostanie z nami do popołudnia, kiedy to spodziewamy się wzrostu EURUSD w reakcji na oczekiwany przez nas, słaby odczyt sprzedaży detalicznej w wymiarze realnym w USA.

## Złoty nadal pod presją

Złoty zaczął tydzień od delikatnej deprecjacji wobec euro o 0,7 gr., co przesunęło EURPLN do 4,6380. To już są okolice poziomów notowanych ostatni raz w marcu tego roku i to pomimo ostatnich zauważalnych podwyżek stóp przez RPP. Jednocześnie złotemu szkodzi pogarszające się ujemne saldo rachunku obrotów bieżących (pomimo poprawy wyników bilansu towarowego oraz stabilizacji usług), co, do którego spodziewamy się, że zamkniemy rok jednak pod kreską wobec +15,3 mld EUR w 2020 r. W tle były wypowiedzi prezesa NBP Adama Glapińskiego sugerujące dalsze podwyżki stóp, co jednak nie ustabilizowało złotego.

Dziś rano EURPLN kontynuuje wzrosty zbliżając się do 4,65, co według nas jest pochodną wczorajszych wieczornych spadków EURUSD. Naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się co najmniej do popołudnia, kiedy spodziewamy się osłabienia dolara do euro (jako konsekwencja publikacji danych o sprzedaży detalicznej w USA) i pozytywnej reakcji złotego na tę zmianę.

wtorek, 16 listopada 2021

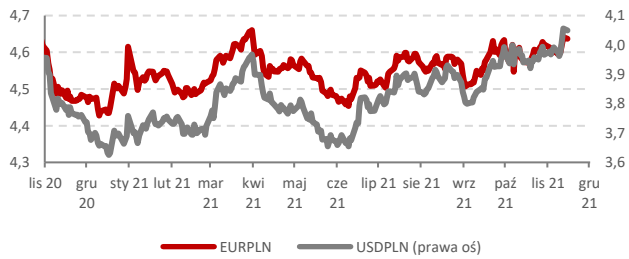
## Kalendarz publikacji makroekonomicznych

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 15 listopada 2021</b>								
10:00	PL	Inflacja CPI r/r	paź 21	%	6,8	7,1		6,8
11:00	EU	Bilans handlowy	wrz 21	EUR	7,3	-	6,5	4,8
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	wrz 21	EUR	-1339	-1300	-1200	-1686
14:30	US	Indeks Fed Empire State	lis 21	Indeks	30,9	-	21,2	19,8
<b>Wtorek, 16 listopada 2021</b>								
11:00	EU	Wstępny PKB, k/k	III kw. 2021	%		-	2,2	2,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	paź 21	%		4,6	4,5	4,2
14:30	US	Sprzedaż detaliczna m/m	paź 21	%		-	1,2	0,7
14:30	US	Ceny w eksporcie	paź 21	%		-	0,9	0,1
14:30	US	Ceny w imporcie	paź 21	%		-	1	0,4
15:15	US	Produkcja przemysłowa, m/m	paź 21	%		-	0,7	-1,3
15:15	US	Wykorzystanie mocy wytwórczych	paź 21	%		-	75,8	75,2
16:00	US	Zapasy w biznesie	wrz 21	%		-	0,6	0,6
16:00	US	Indeks rynku nieruchomości NAHB	lis 21	Indeks		-	80	80
22:00	US	Łączny napływ kapitału	wrz 21	USD		-		91
<b>Środa, 17 listopada 2021</b>								
11:00	EU	Inflacja, ost. dane, r/r	paź 21	%		-	4,1	4,1
13:00	US	Stopa kredytu hipotecznego 30 lat	poprz. tydz.	%		-		3,16
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	paź 21	mln		-	1,58	1,555
14:30	US	Pozwolenia na budowę	paź 21	mln		-	1,64	1,586
<b>Czwartek, 18 listopada 2021</b>								
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	260	267
16:00	US	Wskaźnik wyprzedzający Conf. Board	paź 21	%		-	0,8	0,2
<b>Piątek, 19 listopada 2021</b>								
8:00	DE	PPI m/m	paź 21	%		-	1,9	2,3
8:00	DE	PPI r/r	paź 21	%		-	16,2	14,2
10:00	EU	Bilans obrotów bieżących	wrz 21	EUR		-		17,6
10:00	EU	Bilans obrotów bieżących, odsez.	wrz 21	EUR		-		13,39
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	paź 21	%		9,1	9	8,7
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	paź 21	%		0,4	0,5	0,6

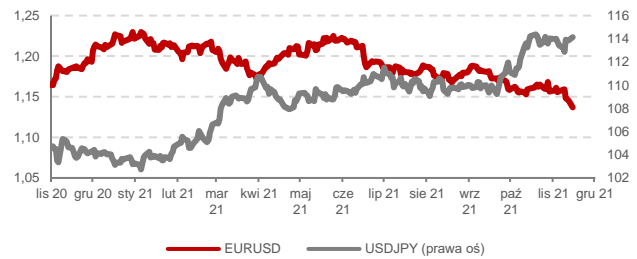
# BIULETYN EKONOMICZNY

wtorek, 16 listopada 2021

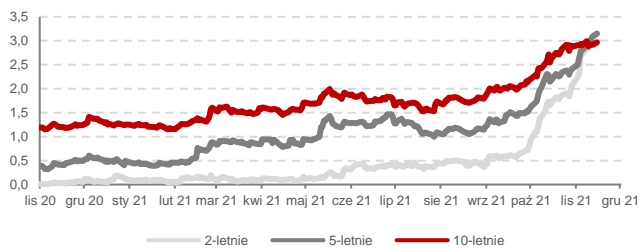
## Fixing NBP



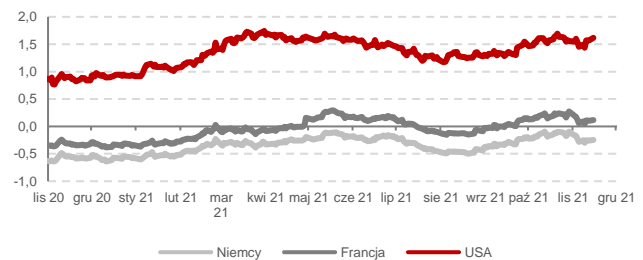
## Bazowe pary walutowe



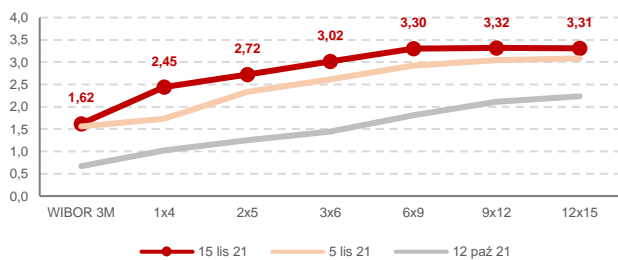
## Rentowności SPW



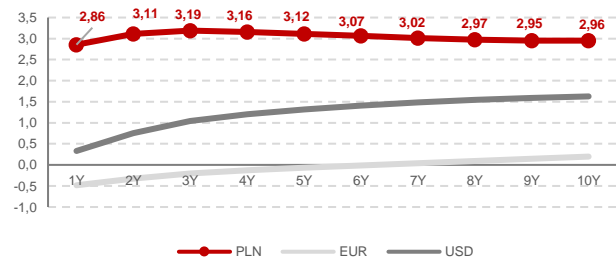
## Rentowności obligacji 10-letnich



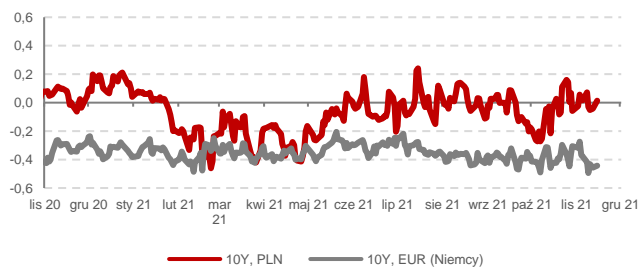
## Krzywa FRA



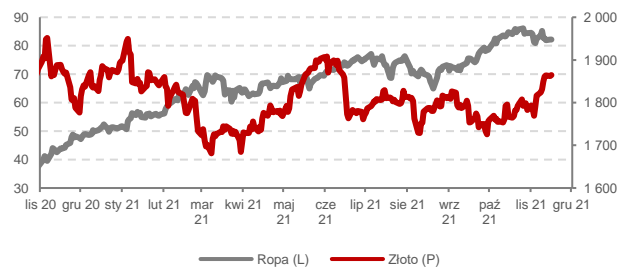
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców







# BIULETYN EKONOMICZNY



wtorek, 16 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 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 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. 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 bezwzględnie i względnie 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 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 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