

poniedziałek, 22 listopada 2021

## Makroekonomiczny rozkład jazdy

Dzisiejszą publikacją dnia będą dane o produkcji przemysłowej za październik o 10:00. Spodziewamy się wzrostu o 5,4% r/r wobec 8,8% r/r we wrześniu i rynkowego konsensusu 5,3% r/r. Nasz komentarz do publikacji sprzed miesiąca znajduje się [tutaj](#). Wciąż oczekujemy, że niedotknięte problemami podażowymi branże będą stabilizowały wynik całego sektora. Jednocześnie spodziewamy się, że obecna presja wzrostowa cen surowców podniesie dynamikę PPI do 12,8% r/r z 10,2% r/r miesiąc wcześniej przy rynkowym konsensusie +10,8% r/r.

We wtorek pojawią się wstępne indeksy PMI dla ważniejszych gospodarek (Francja, Niemcy, strefa euro ogółem, UK, USA). Będą one pierwszymi sygnałami o koniunkturze w listopadzie. W kraju sprzedaż detaliczna oraz produkcja budowlano-montażowa za październik. Te dwie publikacje zamkną serię kluczowych miesięcznych indykatorów koniunktury za październik.

W środę dane o podaży pieniądza, a za granicą drugi odczyt PKB w USA za III kwartał oraz zamówienia na dobra trwałe tamże.

W czwartek publikacja Biuletynu Statystycznego za październik, a wraz z nim odczyt stopy bezrobocia za ten miesiąc. W strefie euro opublikowane zostaną minutki z ostatniego posiedzenia EBC.

## Wyhamowanie na rynku pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw 10+ przyrosło blisko naszych i rynkowych oczekiwań w tempie +0,5% r/r wobec +0,6% r/r we wrześniu. Ostatni raz krajowy rynek pracy komentowaliśmy [tutaj](#). W ujęciu miesięcznym przyrost etatów wyniósł +4 tys. i jest to wartość zgodna ze wzorcem sezonowym. Tym samym sektorowi przedsiębiorstw wciąż brakuje około 1,5% do wyrównania zatrudnienia sprzed pandemii. Uważamy jednak, że ogólny obraz rynku pracy jest lepszy niż piątkowa publikacja na to wskazuje ze względu na znacznie mniejszy spadek liczby pracujących oraz przepływ pracowników do nieraportowanych miesięcznie przez GUS kategorii (przedsiębiorstwa do dziewięciu zatrudnionych)

Bardziej rozczarowały płace. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się z 8,7% r/r we wrześniu do 8,4% r/r w październiku wobec rynkowych oczekiwań na poziomie 8,9% r/r. Dla oddania skali tego spadku można odnotować, że wyłączając pandemię tak niską dynamikę realnych wynagrodzeń ostatni raz widzieliśmy w 2013 r., gdy gospodarka wychodziła z okresu spowolnienia 2011-2012.

W wyniku tych procesów realny fundusz wynagrodzeń wyhamował z 3,3% r/r do 1,9% r/r, dalej zmniejszając potencjał siły nabywczej gosp. dom. do wspierania konsumpcji. Tę obawę potwierdzają wyniki listopadowego badania koniunktury GUS (także opublikowanego w piątek).

Wobec braku danych o sytuacji w poszczególnych branżach (te pojawią się w najbliższym czwartku 25.11) na razie sądzimy, że wyhamowanie wynagrodzeń pozostaje tymczasowe. Popyt na pracę pozostaje wciąż silny (widoczny w zgłaszanych brakach pracowników oraz w liczbie wolnych miejsc pracy), jednak nie wykluczamy, że w związku z rosnącą ostatnio liczbą zakażeń COVID, hospitalizacji i osób przebywających na kwarantannie będzie on umiarkowany w ostatnim kwartale. Naszym zdaniem dane te nie wpływają na perspektywę dalszych podwyżek stóp procentowych.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6844	0,54%
USD	4,1457	0,83%
CHF	4,4782	0,98%
GBP	5,5690	0,38%
JPY (100)	3,6364	0,99%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1289	-0,72%
EURJPY	128,65	-0,99%
EURGBP	0,8395	-0,38%
EURCHF	1,0477	-0,49%
USDJPY	114,00	-0,23%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,42	0,49%
EURHUF	367,97	1,18%
EURRON	4,95	0,00%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	2,87	-0,12
Polska PS1026	3,27	-0,05
Polska DS0432	3,38	0,03
Niemcy 10L	-0,34	-0,06
Francja 10L	0,00	-0,07
USA 10L	1,55	-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	1,25	0,00
1M	1,44	0,02
3M	1,69	0,03
6M	2,02	0,01
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	69 415,67	-1,04%
FTSE 100	7 223,57	-0,45%
DAX	16 159,97	-0,38%
S&P 500	4 697,96	-0,14%
TOPIX	2 044,53	0,44%
Szanghaj	3 560,37	1,13%

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.



poniedziałek, 22 listopada 2021

## Atrakcyjne ceny FI dla popytu

W piątek dochodowości obligacji skarbowych przeważnie malały na globalnych rynkach. Krzywa UST podniosła się na krótkim końcu (2Y) o 1 pb., do 0,51%, natomiast zmalała o 4 pb. na środku krzywej (10Y) do 1,55% i o 6 pb. na długim końcu (30Y) do 1,91%. Niemiecka krzywa zmalała o 2 pb. na krótkim końcu do -0,77%, o 6 pb., do -0,34% na środku krzywej oraz o 4 pb., do -0,01% na długim końcu. Napędem dla spadków dochodowości były spekulacje na temat powrotu zagrożenia epidemicznego po tym, gdy Austria ponownie wprowadziła lockdown, a niemieccy oficjeli powiedzieli, że za Odrą ten scenariusz także nie jest wykluczony. Warta uwagi była także publikacja danych o inflacji przemysłowej za październik dla Niemiec, która pokazała wzrost +18,3% r/r SA, napędzana głównie przez ceny energii i wydobywania. Tym samym roczna dynamika PPI była najwyższa od 1951 r.

Dziś widzimy lekkie odreagowanie na krótkim końcu amerykańskiej krzywej, co jest pochodną spekulacji na temat możliwości szybszego wychodzenia z ultra łagodnej polityki przez Fed. Długo koniec krzywej pozostaje względnie stabilny, wobec podobnego zachowania giełd. W perspektywie końca dnia spodziewam się odbicia dochodowości wzdłuż całej krzywej, czemu sprzyjać powinny informacje o postępach w pracach nad pakietem fiskalnym w USA (po uchwaleniu przez Kongres, obecnie trwają negocjacje w Senacie). Skala zwwyżek długiego końca, tak w perspektywie końca dnia jak i tygodnia nie powinna być zbyt duża. Hamulcem są obawy o uruchomienie lockdownów w Europie oraz publikacja wstępnych danych PMI dla Eurostrefy, w której spodziewamy się ujrzeć dalsze symptomy spowolnienia odbicia.

## Zakupowy klimat udziela się części SPW

Krzywa krajowych obligacji wystromiła się w piątek zauważalnie. Krótki koniec (2Y) zmalał o 12 pb., do 2,87%, środek krzywej (5Y) z kolei o 5 pb., do 3,27%, natomiast długi koniec (10Y) wzrósł o 3 pb., do 3,38% - najwyżej od lutego 2018 r. Umocnienie krótkiego końca to pochodna korelacji z rynkami bazowymi, z kolei wzrostom na długim końcu sprzyjała awersja do ryzyka na rynku oraz rosnący EURPLN. Obniżyły się także krzywe FRA oraz IRS. Warto odnotować, że 10Y IRS obniżył się o 18 pb., w wyniku czego marża ASW na tym tenorze (0,41 p.p.) wróciła z zera do części obserwowanych w historii poziomów.

Dziś spodziewamy dalszych zwwyżek dochodowości w długim końcu krzywej w ślad za spodziewanym zachowaniem rynków bazowych. Naszym zdaniem publikowane dziś dane o produkcji przemysłowej w kraju nie będą miały większego wpływu na wycenę długu. W horyzoncie końca tygodnia oczekujemy wyhamowania ostatnich zwwyżek rentowności, wraz z antycypowanym stabilizowaniem sytuacji na bazowych runkach długu oraz w obliczu spodziewanych słabszych wstępnych danych PMI z Eurostrefy, zagrożonej rozszerzeniem skali lockdownów.

## Dolar dalej na fali

Dolar umacniał się przez niemal cały piątek wobec większości walut. Jedną z nielicznych, która mocniej zyskiwała od dolara, był jen. Szczególne osłabiła się turecka lira, która zamknęła tydzień na 11,23, tracąc w tydzień nieco ponad 10%. Towarzyszyła temu awersja do ryzyka skutkująca m.in. w powszechnych spadkach indeksów giełdowych i obawy o wprowadzenie ograniczeń w aktywności w reakcji na rosnącą falę infekcji w Europie. EURUSD obniżył się o 81 pb., do 1,1290 przy dwukrotnie większej zmienności od przeciętnej.

Dziś od rana dolar kontynuuje umacnianie, czemu sprzyjają obawy o ograniczenie aktywności w kolejnych krajach Europy. W perspektywie końca dnia i tygodnia oczekujemy kontynuacji spadku EURUSD, wobec słabych nastrojów na giełdach oraz publikacji, prawdopodobnie gorszych niż poprzednie wstępnych danych PMI z Eurostrefy.

## Turbulencje w regionie CEE

Waluty naszego regionu uległy powszechnej wyprzedży w piątek. Najmocniej tracił HUF (-1,2%), nieco mniej CZK i PLN (-0,7%). W przypadku EURPLN kurs wzrósł o niemal 2 gr do 4,6850 przy ponadprzeciętnej zmienności. Słabsze wyceny walut regionu to naszym zdaniem pochodną sytuacji na granicy Polski i Białorusi oraz sygnałów o możliwej próbie zwiększenia presji Rosji na Ukrainę. W tle miały miejsce komentarze prezesa Glapińskiego, że ostatnie osłabienie złotego należy interpretować w kontekście globalnym, wobec powszechnej fali aprecjacji dolara.

Dziś rano złoty, podobnie jak pozostałe waluty regionu pozostają słabe, w obliczu wciąż niestabilnej sytuacji na granicy Polski z Białorusią. Pewien wpływ na to ma także mocny dolar i niskie wyceny giełd. W perspektywie końca dnia i końca tygodnia spodziewamy się utrzymania presji na złotego, wobec oczekiwanych niższych niż poprzednie wstępnych odczytów danych PMI z Eurostrefy oraz napiętej sytuacji na wschodniej granicy. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych makro z kraju nie powinny mieć większego wpływu na złotego.

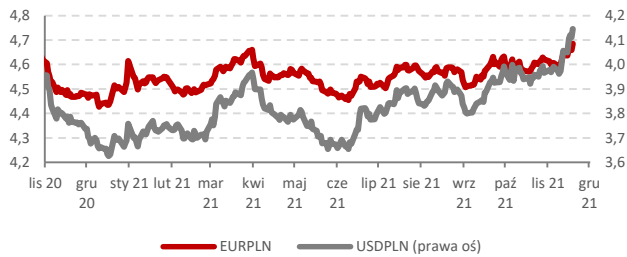
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 22 listopada 2021</b>								
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	paź 21	%		5,4	5,3	8,8
10:00	PL	PPI r/r	paź 21	%		12,8	10,8	10,2
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	paź 21	mln		-	6,2	6,29
16:00	US	Sprzedaż domów istniejących, % m/m	paź 21	%		-		7
<b>Wtorek, 23 listopada 2021</b>								
10:00	EU	Indeks Flash PMI	lis 21	pkt		-	53,1	54,2
10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	lis 21	pkt		-	57,2	58,3
10:00	EU	Flash PMI w usługach	lis 21	pkt		-	53,6	54,6
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna r/r	paź 21	%		9,6	12,4	11,1
<b>Środa, 24 listopada 2021</b>								
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	lis 21	Indeks		-	96,7	97,7
10:00	DE	Ifo bieżąca koniunktura	lis 21	Indeks		-		100,1
10:00	DE	Ifo oczekiwania	lis 21	Indeks		-		95,4
13:00	US	Stopa kredytu hipotecznego 30 lat	poprz. tydz.	%		-		3,2
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	paź 21	%		8,5	8,5	8,6
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	264	268
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	paź 21	%		-	0,2	-0,3
14:30	US	Zamówienia na dobra trw. bez obrony	paź 21	%		-		-1,9
14:30	US	Zam. na dobra trwałe bez obrony i samolotów	paź 21	%		-	0,5	0,8
14:30	US	Zamówienia na dobra trw. bez transportu	paź 21	%		-	0,5	0,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	paź 21	mln		-	0,8	0,8
16:00	US	Wydatki prywatne, spożycie	paź 21	%		-	1	0,6
16:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	lis 21	Indeks		-	67	66,8
16:00	US	Indeks Uni. Mich. bieżący, dane ost.	lis 21	Indeks		-		73,2
16:00	US	Indeks Uni. Mich. przyszły, dane ost.	lis 21	Indeks		-	63	62,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów, % m/m	paź 21	%		-		14
16:00	US	Indeks cen PCE bazowych r/r	paź 21	%		-	4,1	3,6
16:00	US	Indeks cen konsumpcyjnych m/m	paź 21	%		-		0,3
16:00	US	Indeks cen PCE bazowych m/m	paź 21	%		-	0,4	0,2
16:00	US	Spożycie prywatne, realne	paź 21	%		-		0,3
16:00	US	Dochody osobiste	paź 21	%		-	0,2	-1
<b>Czwartek, 25 listopada 2021</b>								
10:00	PL	Stopa bezrobocia	paź 21	%		5,5	5,5	5,6
-	PL	Aukcja zamiany MF	lis 21	mln zł				
<b>Piątek, 26 listopada 2021</b>								
8:00	DE	Ceny w imporcie	paź 21	%		-		1,3
8:00	DE	Ceny importu r/r	paź 21	%		-		17,7
10:00	EU	Podaż pieniądza M3	paź 21	%		-	7,4	7,4

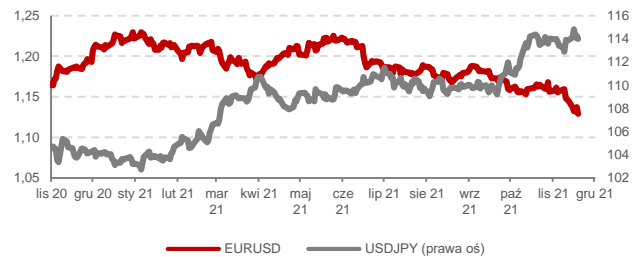
# BIULETYN EKONOMICZNY

poniedziałek, 22 listopada 2021

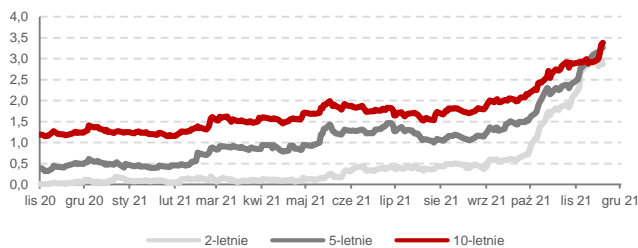
## Fixing NBP



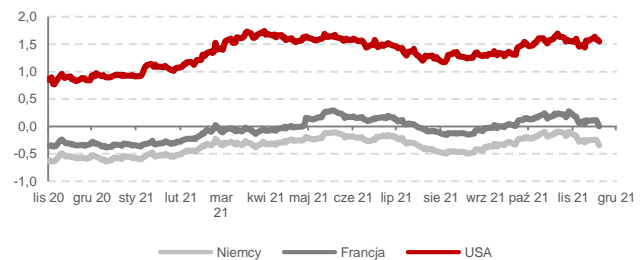
## Bazowe pary walutowe



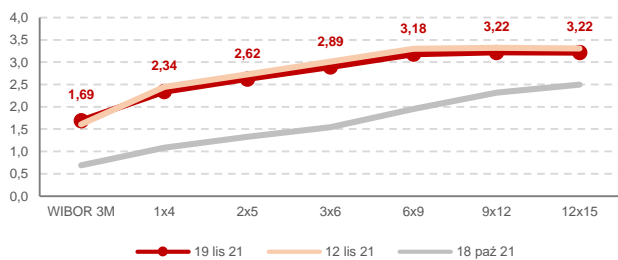
## Rentowności SPW



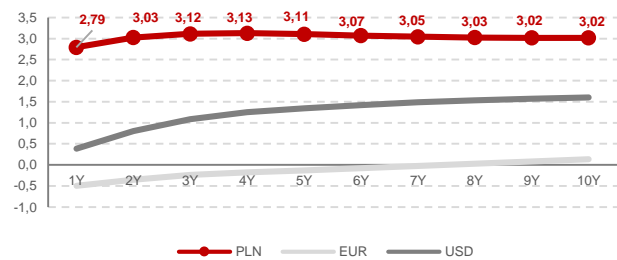
## Rentowności obligacji 10-letnich



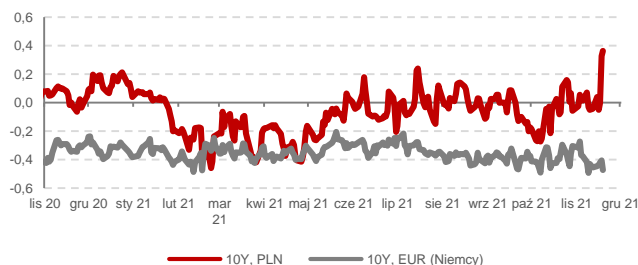
## Krzywa FRA



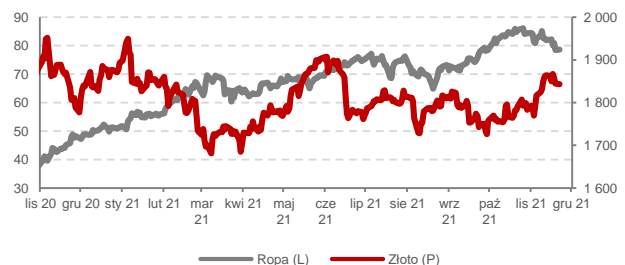
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





BIULETYN

# EKONOMICZNY

**BGK**  
BANK GOSPODARSTWA  
KRAJOWEGO

poniedziałek, 22 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 Pięgowski, 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 Samoląg – 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 sformułowane w Publikacji zostały dokonane po zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności analizy fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna mierza 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 aktyw. Bazuje ona jednak na częściowej wiedzy rynkowej oraz często opóźnionych danych, co przekłada się na ryzyka dla sformułowanych 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.

**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