

## PMI w centrum uwagi

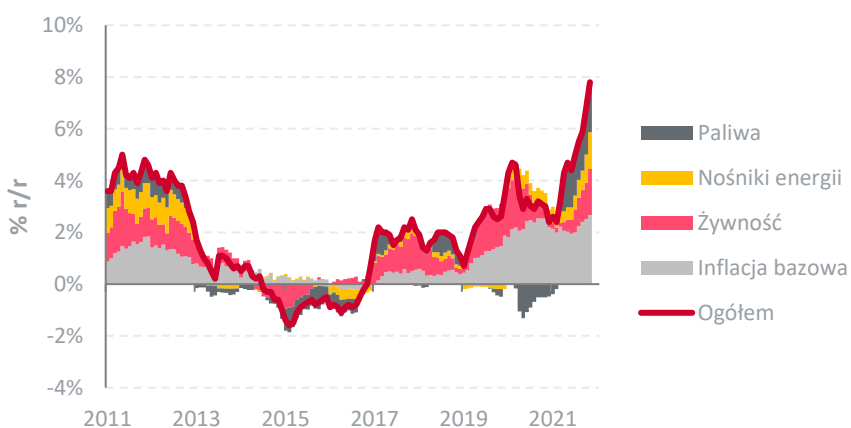
Dzisiaj poznamy serie wstępnych odczytów indeksów PMI dla ważniejszych światowych gospodarek (Japonia, strefa euro, UK, USA). Będzie to pierwszy wskaźnik koniunktury za grudzień. Szczególnie będziemy przyglądać się Niemcom ze względu na mieszaną sytuację w tamtejszym przemyśle i ostatni kiepski odczyt polskiego eksportu dóbr. Poza tym w kalendarzu także posiedzenie BoE, wobec którego rynek nie spodziewa się zmian parametrów prowadzonej polityki. O 14:00 na krajowym podwórku odczyt inflacji bazowej za listopad, którą szacujemy na poziomie 4,7% r/r.

## Jastrzębi Fed

Na wczorajszym posiedzeniu FOMC postanowił podwoić tempo redukcji skupowanych obecnie aktywów. Poza tym wyraźnie podniósł się tzw. dot-plot dla stóp procentowych. Teraz ich wypadkowa przewiduje stopę Fed na poziomie 0,9% w 2022 r. wobec 0,3% we wrześniowej projekcji. Poza tym podniesiono prognozy inflacji na 2022 (z 2,2% na 2,6%) oraz obniżono stopy bezrobocia (z 3,8% do 3,5%). Jednak odbyło się to kosztem obniżenia ścieżki wzrostu gospodarczego w latach 2022-2024. Naszym zdaniem agresywny ruch Fed to nie tylko konsekwencja wzrostu inflacji, ale także reakcja na postęp w pracach nad uchwaleniem przez amerykański parlament pakietów fiskalnych i podniesienie limitu długu. To po części tłumaczy opóźnienie, z jakim Fed zabrał się za reagowanie na rosnącą i coraz bardziej uporczywą inflację.

## Finalny CPI jednak wyżej

Listopadowa dynamika inflacji okazała się wyższa od szybkiego szacunku o 0,1 p.p. i wyniosła 7,8% r/r, czyli zrobiła dokładnie to, co zapowiadaliśmy pod koniec listopada (nasz komentarz [tutaj](#)). Dzięki większej liczbie szczegółów wiemy, że kluczową kategorią odpowiadającą za przyrost inflacji w listopadzie były ceny opału (+16,4% m/m), które przyniosły na krajowy rynek impuls ze światowej gospodarki. Istotnie wzrosły także ceny żywności (+1,3% m/m), które obrazują nie tylko wzrost cen pszenicy na światowych rynkach, ale także wzrost pozostałych krajowych cen żywności (chyba jedynie w wyjątku mięsa wieprzowego), wynagrodzeń oraz cen energii (jako kosztów producenta przerzucanych na konsumenta). Wyhamowaniu inflacji nie pomagały także rosnące ceny paliw. Wszystko to nasilał słaby kurs złotego.



Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6214	-0,48%
USD	4,0999	-0,22%
CHF	4,4362	-0,60%
GBP	5,4363	0,06%
JPY (100)	3,6047	-0,33%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1287	0,25%
EURJPY	128,81	0,56%
EURGBP	0,8513	0,01%
EURCHF	1,0440	0,34%
USDJPY	114,04	0,27%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,25	-0,19%
EURHUF	368,81	0,31%
EURRON	4,95	0,00%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	2,80	-0,03
Polska PS1026	3,35	0,00
Polska DS0432	3,24	0,04
Niemcy 10L	-0,37	0,00
Francja 10L	-0,02	0,00
USA 10L	1,46	0,02
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	1,75	9 gru 21
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0-0,25	16 mar 20
WIBOR		Zmiana
O/N	1,78	0,00
1M	1,93	0,00
3M	2,33	0,01
6M	2,60	0,00
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	66 570,63	-1,96%
FTSE 100	7 170,75	-0,66%
DAX	15 476,35	0,15%
S&P 500	4 709,85	1,63%
TOPIX	1 984,10	0,52%
Szanghaj	3 647,63	-0,38%

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.



czwartek, 16 grudnia 2021

Na podstawie tych danych szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła w listopadzie +0,4% m/m i +4,7% r/r. To najwyższy odczyt od 20 lat. Wobec ostatniej narracji NBP (nasz komentarz [tutaj](#)), spodziewamy się, że ten odczyt zostanie przytoczony na najbliższym posiedzeniu RPP jako argument za dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej. Według naszych wstępnych szacunków to nie jest „ostatnie słowo”, jeśli chodzi o dynamikę inflacji. Szacujemy, że w grudniu zobaczymy jej szczyt na 8,1% r/r.

## Umiarkowana reakcja po Fed

Rynki na początku zareagowały gwałtownie na doniesienia z konferencji prasowej prezesa Powella, ale finalnie zmiany na giełdach i rynku obligacji były umiarkowane. Warto odnotować, że na 2024 r. krzywa USD FRA jest istotnie poniżej stopy implikowanej z dot-chartu, co sugeruje, że rynek albo nie wierzy w aż tak szybkie tempo zacieśniania, albo widzi jego równie szybką korektę.

Ostatecznie krzywa UST podniosła się o 1pb. na krótkim końcu (2Y), do 0,67%, środek krzywej (10Y) o 2pb., do 1,46%, a długi koniec (30Y) o 3pb., do 1,86%. Krzywe USD FRA oraz IRS podniosły się podobnie. Z kolei w Europie reakcja była mieszana ze względu na zamknięcie rynku europejskiego przed rozpoczęciem konferencji FOMC. W przypadku krzywej niemieckiej pozostała ona bez zmian na krótkim końcu oraz środku krzywej, ale wzrosła o 2pb. na długim końcu. Krzywa bundowa zamknęła sesję na -0,68% (2Y), -0,36% (10Y) oraz -0,04%(30Y). Z kolei dochodowości hiszpańskich 10Y rosną o 1pb., a greckich spadły o 7pb.

Dziś od rana widzimy postępujące redukcje dochodowości w środku i krótkim końcu krzywych po obu stronach oceanu i nieznaczny ruch w górę w długich końcach. Sądzymy, że redukcje dochodowości wzdłuż całych krzywych będą postępować w dalszej części dnia wobec oczekiwań na słabsze niż poprzednie wstępne dane PMI z Eurostrefy. Po południu czeka nas konferencja EBC, na której nie spodziewamy się tak drastycznej zmiany retoryki na jastrzębią, jak miało to miejsce w przypadku Fed. W tych warunkach widzimy po południu perspektywę dla utrzymania kierunku zmian na rynkach długu.

## Stromienie krzywej SPW

Krótki koniec krzywej SPW (2Y) zmalał o 3pb., do 2,80%, środek krzywej (5Y) pozostał bez zmian, na 3,35%, natomiast długi koniec (10Y) wzrósł o 4pb., do 3,24%. Spadek krótkiego końca wiążemy z wypowiedzią Grażyny Ancyparowicz na konferencji SGGW o konieczności takiej kalibracji podwyżek, aby nie zaszkodzić gospodarce.

Dziś spodziewamy się powrotu krajowego rynku długu do podążania za trendami z rynków bazowych i zniżek dochodowości w reakcji na dane PMI z Eurostrefy oraz konferencję EBC. Publikacja krajowych danych o inflacji bazowej nie powinna mieć większego wpływu na rynek SPW.

## Nieintuicyjny ruch na dolarze

Poza kursem USDTRY, który bije kolejne rekordy wysokości odczytów, dolar stracił do większości walut na rynku, mimo jastrzębiego przekazu ze strony FOMC. Traciły także bezpieczne przystanie (JPY, CHF), zyskiwały za to waluty surowcowe (AUD, NZD, NOK) i rosły indeksy giełdowe. Ostatecznie EURUSD zamknął dzień o 28pb. wyżej, na 1,1285, przy zmienności bliskiej średniej. Naszym zdaniem taka reakcja EURUSD to konsekwencja realizacji zysków po konferencji Fed w myśl logiki „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”.

Dziś spodziewamy się kontynuacji wzrostu kursu EURUSD w godzinach porannych, w ślad za pozytywnie reagującymi na decyzję FOMC giełdami. W perspektywie końca dnia, tempo umocnienia euro powinno słabnąć wraz z publikacją słabszych niż poprzednia danych PMI i w reakcji na, naszym zdaniem mimo wszystko relatywnie gołębią w tonie, w relacji do Fed, konferencję EBC.

## Złoty umocnił się

Nawet waluty regionu okazały się odporne na FOMC. Złoty i korona umocniły się wobec większości walut na rynku. Forint nie miał tyle szczęścia, ale tutaj pierwsze skrzypce grało rozczarowanie nieco niższą skalą ostatniej podwyżki stóp niż oczekiwali inwestorzy. EURPLN obniżył się o 0,7 gr. do 4,6180 przy zmienności poniżej przeciętnej.

Dziś rano złoty osłabł nieznacznie, przy podobnie zachowującej się koronie czeskiej i rosyjskim rublu. Naszym zdaniem realizacja zysków na EURUSD i jego wzrost, wbrew zwyczajowym relacjom, nie będzie służył dziś złotemu. Realizacji zysków na naszej walucie pomogą za to będą, prawdopodobnie słabsze niż poprzednie, dane PMI z Eurostrefy, sugerujące ryzyko pogorszenia koniunktury także w Polsce.

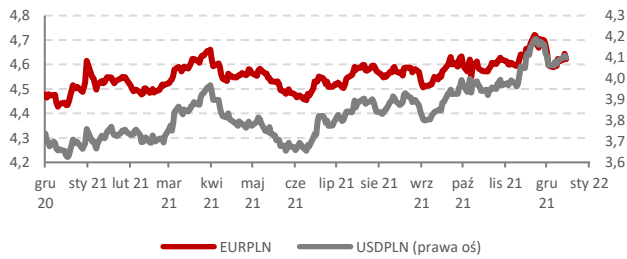
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 13 grudnia 2021</b>								
<b>Wtorek, 14 grudnia 2021</b>								
11:00	EU	Produkcja przemysłowa m/m	paź 21	%	1,1	-	1,2	-0,2
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	paź 21	EUR	-1791	-850	-960	-1339
14:30	US	PPI m/m	lis 21	%	0,8	-	0,5	0,6
14:30	US	PPI bazowe, m/m	lis 21	%	0,7	-	0,4	0,4
<b>Środa, 15 grudnia 2021</b>								
10:00	PL	Inflacja CPI r/r	lis 21	%	7,8	7,5		7,7
13:00	US	Stopa kredytu hipotecznego 30 lat	poprz. tydz.	%	3,3	-		3,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna m/m	lis 21	%	0,3	-	0,8	1,7
14:30	US	Ceny w eksporcie	lis 21	%	1	-	0,5	1,5
14:30	US	Ceny w imporcie	lis 21	%	0,7	-	0,7	1,2
14:30	US	Indeks Fed Empire State	gru 21	Indeks	31,9	-	25	30,9
16:00	US	Zapasy w biznesie	paź 21	%	1,2	-	1,1	0,7
16:00	US	Indeks rynku nieruchomości NAHB	gru 21	Indeks	84	-	83	83
20:00	US	Decyzja Fed o stopach	-	%	0,125	0-0,25	0,125	0,125
22:00	US	Łączny napływ kapitału	paź 21	USD	143	-		-26,8
<b>Czwartek, 16 grudnia 2021</b>								
10:00	EU	Indeks Flash PMI	gru 21	pkt	-	-	54	55,4
10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	gru 21	pkt	-	-	57,8	58,4
10:00	EU	Flash PMI w usługach	gru 21	pkt	-	-	54,1	55,9
11:00	EU	Bilans handlowy	paź 21	EUR	-	-	7,6	7,3
13:45	EU	Decyzja ECB o stopach	gru 21	%	0	0	0	0
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	-	-	200	184
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	lis 21	mln	-	-	1,568	1,52
14:30	US	Pozwolenia na budowę	lis 21	mln	-	-	1,663	1,653
15:15	US	Produkcja przemysłowa, m/m	lis 21	%	-	-	0,7	1,6
15:15	US	Wykorzystanie mocy wytwórczych	lis 21	%	-	-	76,8	76,4
<b>Piątek, 17 grudnia 2021</b>								
8:00	DE	PPI m/m	lis 21	%	-	-	1,4	3,8
8:00	DE	PPI r/r	lis 21	%	-	-	19,9	18,4
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	gru 21	Indeks	-	-	95,3	96,5
10:00	DE	Ifo bieżąca koniunktura	gru 21	Indeks	-	-	97,5	99
10:00	DE	Ifo oczekiwania	gru 21	Indeks	-	-	93,5	94,2
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lis 21	%	8,8	8,9	8,9	8,4
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lis 21	%	0,5	0,5	0,5	0,5
11:00	EU	Inflacja, ost. dane, r/r	lis 21	%	-	-	4,9	4,9
14:00	PL	Inflacja bazowa	lis 21	%	4,6	4,7	4,7	4,5

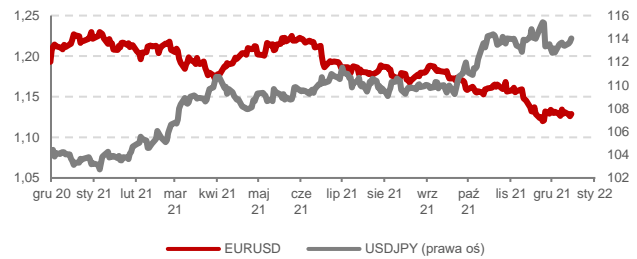
# BIULETYN EKONOMICZNY

czwartek, 16 grudnia 2021

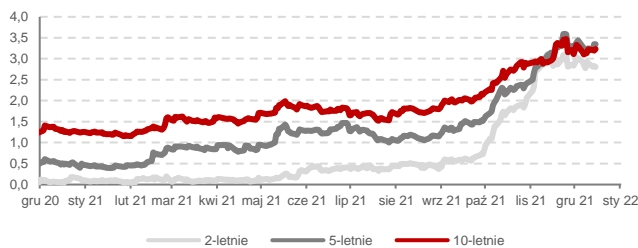
## Fixing NBP



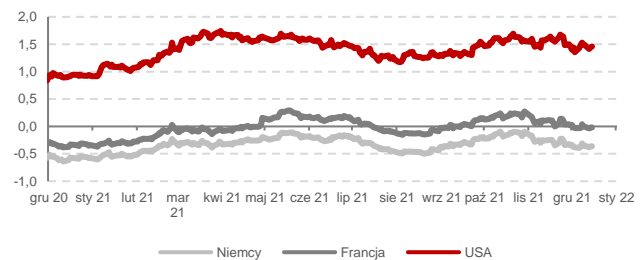
## Bazowe pary walutowe



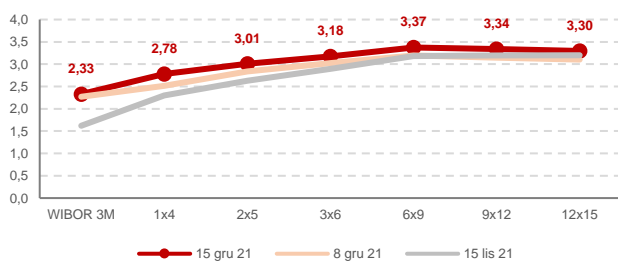
## Rentowności SPW



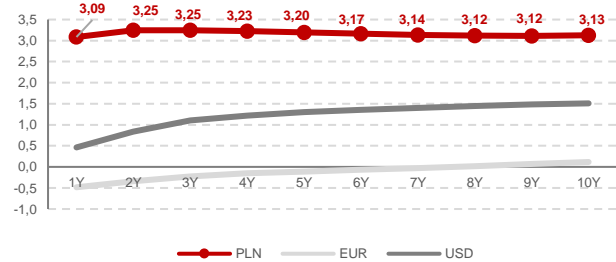
## Rentowności obligacji 10-letnich



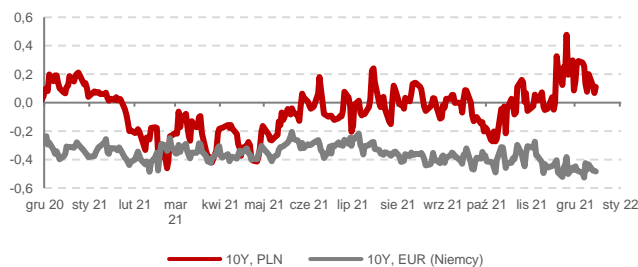
## Krzywa FRA



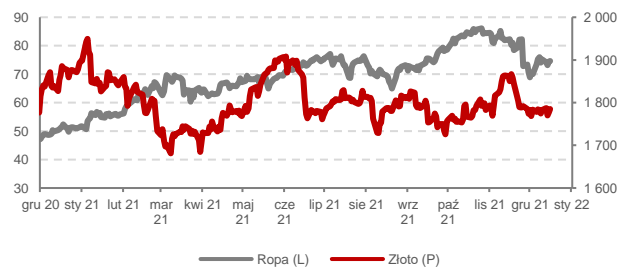
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





czwartek, 16 grudnia 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 Piąt – Menedżer zespołu  
Rafał Boguszewski – Ekspert ds. ewaluacji  
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 mierza do określenia przyszłych parametrów rynkowych bazując na obiektywnych czynnikach. Wynikom analize 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 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 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