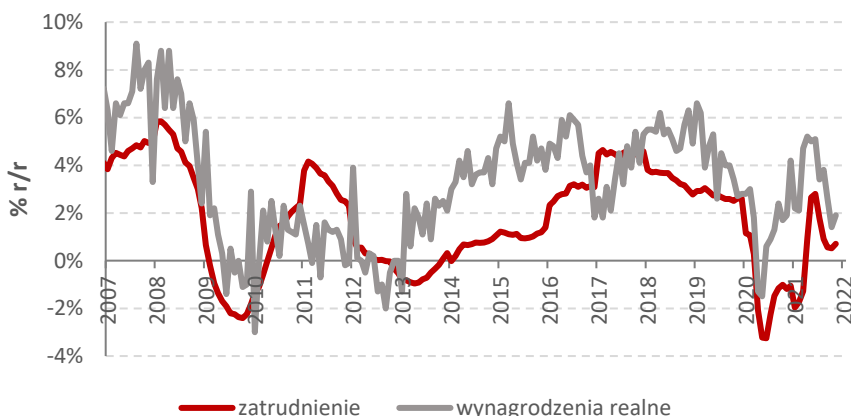


## Rozkład makro na przedświąteczny tydzień

Poniedziałek rozpoczniemy od danych z krajowego przemysłu za listopad. Spodziewamy się wzrostu produkcji o 10,9% r/r (rynek 8,4%, odczyt za październik 7,8%). Jednocześnie zostaną opublikowane dane PPI, tu oczekujemy wzrostu indeksu o 10,6% r/r (13,0% i 11,8%). Następnego dnia GUS opublikuje resztę wskaźników sfery realnej (budownictwo i sprzedaż detaliczna). W środę dane o podaży pieniądza w kraju oraz kolejny odczyt PKB w USA. W czwartek krajowa stopa bezrobocia oraz seria danych z USA.

## Rynek pracy koryguje pogorszenie dynamik z października

Wzrost wynagrodzeń przebił nasze (8,8%) oraz rynkowe (8,9%) oczekiwania i wyniósł w listopadzie +9,8% r/r. Byliśmy dosyć ostrożni po ostatniej publikacji (nasz komentarz [tutaj](#)), która zobrazowała bardziej wstrzemięźliwy rynek pracy. Najwidoczniej za wcześnie oczekiwaliśmy impulsu, który nadszedł dopiero w listopadzie. Podobnie zaskoczyło zatrudnienie (+0,7% r/r vs oczekiwane +0,5% r/r), podnosząc liczbę etatów o 13 tys. w listopadzie (najlepszy taki miesiąc od 2017 r.). Implikowany z dwóch powyższych fundusz wynagrodzeń podniósł się z 9,0% do 10,6% r/r (w ujęciu realnym z 1,9% r/r do 2,5% r/r). Jednak patrząc łącznie na odczyty za ostatnie miesiące widać, że po słabszym wrześniu i listopadzie wracamy do dynamik z lata.



Odczyt dokłada cegiełkę do obrazu dosyć napiętego rynku pracy. Koresponduje to z ostatnimi badaniami koniunktury GUS wg których problem ze znalezieniem pracowników pracodawcy mają na podobnym poziomie jak przed pandemią. Odczyt prawdopodobnie będzie skłaniał RPP do kontynuacji cyklu zacieśniania polityki pieniężnej na następnym posiedzeniu 12.01 o 25-50 pb. Warto zwrócić uwagę, że ponad 80% nominalnego wzrostu wynagrodzenia „zjada” inflacja i to w kategoriach „bazowych” (energia, paliwa, żywność, usługi komunalne) z punktu widzenia budżetów domowych. W tej sytuacji i wobec pogorszenia nastrojów konsumpcyjnych gospodarstw domowych (ostatnie badanie koniunktury), spodziewamy się problemów z przekładaniem wprost wyższych dochodów z pracy na wyższą sprzedaż detaliczną. Jednak dynamika r/r za listopad pozostanie wysoka ze względu na niskie zeszłoroczne lockdownowe bazy.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6315	0,22%
USD	4,0938	-0,15%
CHF	4,4306	-0,13%
GBP	5,4408	0,08%
JPY (100)	3,5864	-0,51%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1330	0,38%
EURJPY	128,85	0,03%
EURGBP	0,8503	-0,12%
EURCHF	1,0416	-0,23%
USDJPY	113,71	-0,29%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,34	0,34%
EURHUF	368,57	-0,07%
EURRON	4,95	0,00%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	2,81	0,00
Polska PS1026	3,28	-0,06
Polska DS0432	3,19	-0,05
Niemcy 10L	-0,35	0,02
Francja 10L	0,00	0,02
USA 10L	1,42	-0,03
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	2,35	0,02
6M	2,61	0,01
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	67 984,08	2,12%
FTSE 100	7 260,61	1,25%
DAX	15 636,40	1,03%
S&P 500	4 668,67	-0,87%
TOPIX	2 013,08	1,46%
Szanghaj	3 675,02	0,75%

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, 20 grudnia 2021

## Spadkowy trend na rentownościach

W piątek dochodowości w Europie zniżkowały, w ramach korekty wzrostów z poprzedniego dnia, gdy uniosły się na fali posiedzenia EBC i chwilowego zachwytu nad perspektywą normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro. Zniżkowały także indeksy giełdowe. Nad rynkiem wisiły informacje o dalszych ograniczeniach w aktywności, wobec rozprzestrzeniającej się kolejnej fali zakażeń. W tle był słabsze niż spodziewane dane Ifo z Niemiec (w tym prognozy obniżenia wzrostu w 2022 roku). Nie bez znaczenia dla tej awersji do ryzyka były także napływające wiadomości o kryzysie energetycznym w Europie (ceny kontraktów na gaz naturalny ponownie wznoszą się do góry jak funkcja wykładnicza).

Te słabe nastroje przyłożyły się do spadków dochodowości w Europie (rentowności włoskich 10Y obniżyły się o 7 pb.). W każdym razie krzywa niemiecka na krótkim końcu (2Y) zmalała o 2 pb. do -0,71%, a na środku krzywej (10Y) oraz długim końcu (30Y) o 3 pb., do odpowiednio 0,38% i -0,03%. W Stanach także nie udało się uniknąć spadków, aczkolwiek za oceanem krótki koniec okazał się na nie odporny, ze względu na rychlejszą perspektywę normalizacji polityki pieniężnej w USA niż w strefie euro (krzywa USD FRA w górę). Segment 2Y UST podniósł się o 3 pb., do 0,64%, środek krzywej (10Y) natomiast zmalał o 2 pb., do 1,41%, a długi koniec (30Y) o 5 pb., do 1,82%. Krzywe EUR i USD IRS przesunęły się analogicznie.

Dziś od rana obserwujemy kontynuację niższych dochodowości i wyprzedzący na rynkach akcji. Inwestorzy negatywnie reagują na informacje o kolejnych ograniczeniach aktywności gospodarczej w Europie (lockdownu w Holandii, zapowiedzi poszerzenia restrykcji w Niemczech) w reakcji na rosnącą liczbę infekcji. Sądzymy, że widoczne od piątku spadki dochodowości będą dziś wyhamowywane, po ogłoszeniu w weekend decyzji o ograniczeniach w Europie, w myśl logiki „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”. W perspektywie końca tygodnia nie spodziewamy się jednak odreagowania ostatnich redukcji dochodowości, wobec ubogiego kalendarza i niskiej przedsięwziętej aktywności na rynku.

## Rentowności SPW 2-5Y w górę po informacji od URE

Dane z krajowego rynku pracy, pomimo wyższego niż spodziewany odczytu, okazały się neutralne dla rynku obligacji. W godzinach popołudniowych dochodowości SPW poczuły wiatr w żaglach i podniosły się zauważalnie w segmencie 2-5Y. Wiążemy to z informacją od URE o akceptacji nowych tarif na gaz i energię elektryczną, które według regulatora przełożą się na wzrost rachunków za gaz w 2022 roku o 54% i za prąd o 24%. Według naszych szacunków łącznie doda to do rocznego wzrostu dynamiki CPI ponad 2 pp. 2022 roku. i zostało odebrane przez inwestorów jako zachęta dla RPP do szybszych i większych podwyżek stóp. W konsekwencji krótki koniec (2Y) wzrósł o 6 pb. do 2,87%, środek krzywej (5Y) o 3 pb. do 3,32%, natomiast długi koniec (10Y) zmalał o 1 pb. do 3,17%. Podobnie zinterpretowała to krzywa PLN FRA (średnio +5 pb. na całej długości).

Dziś oczekujemy marszu w dół dochodowości w długim końcu i środku krzywej, w ślad za rynkami bazowymi. Krótki koniec, wobec piątkowych informacji o znacznie podbijającej inflację zmianie tarif energetycznych i gazowych, powinien pozostać bez zmian. W horyzoncie końca tygodnia oczekujemy stabilizacji wycen, w obliczu niższej aktywności w świątecznym tygodniu.

## Dolar znów mocny, w tle obawy pandemiczne w Europie

W piątek EURUSD obniżył się o 87 pb. do 1,1240, przy ponadprzeciętnej zmienności, czym całkowicie wymazał wzrosty z poprzednich dwóch dni. Powodem ruchów była widoczna na giełdach awersja do ryzyka, pochodna obaw o kolejną restrykcję w Europie, dla której wyzwalcem była rosnąca fala zakażeń. Towarzyszyły jej wypowiedzi przedstawicieli Fed, sugerujących podwyżki stóp już w I kw. 2022. Liderem spadków tradycyjnie była turecka lira. Dziś spodziewamy się lekkiego odreagowania na EURUSD, po piątkowych spadkach. Jednak pole do umocnienia dolara jest naszym zdaniem ograniczone, w obliczu niekorzystnych informacji o sytuacji pandemicznej w Europie. W związku z tym przewidujemy utrzymanie się kursu EURUSD na zbliżonym do obecnego poziomie do końca tygodnia.

## Niespokojny początek tygodnia na złotym

Kurs EURPLN zakończył dzień na zbliżonym do czwartkowego zamknięcia poziomie 4,6290. Towarzyszyła temu niezbyt wysoka zmienność. Pewną reakcją, acz przejściową i niewielką, wywołała decyzja URE akceptująca znaczące podniesienie tarif na prąd i gaz. Dziś od rana złoty słabnie, w reakcji na wzrost awersji do ryzyka na globalnych rynkach. Sądzymy, że EURPLN pozostanie na podwyższonych poziomach, dziś i do końca tygodnia, wobec generujących ryzyko dla krajowej koniunktury, informacji o ograniczeniu aktywności w Europie w odpowiedzi na wzrost liczby zakażeń.

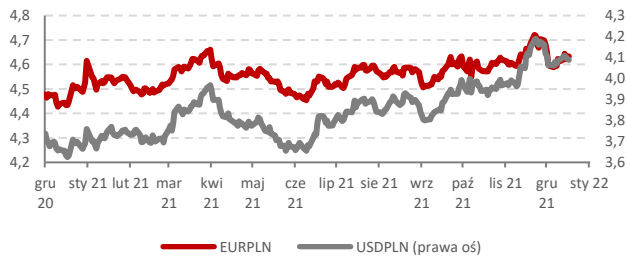
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 20 grudnia 2021</b>								
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	lis 21	%		10,9	8,4	7,8
10:00	PL	PPI r/r	lis 21	%		10,6	13	11,8
<b>Wtorek, 21 grudnia 2021</b>								
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna r/r	lis 21	%		10,1	8,5	6,9
<b>Środa, 22 grudnia 2021</b>								
13:00	US	Stopa kredytu hipotecznego 30 lat	poprz. tydz.	%		-		3,3
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lis 21	%		8,9	9	8,6
14:30	US	Ceny bazowe	III kw. 2021	%		-	4,5	4,5
14:30	US	Deflator PKB	III kw. 2021	%		-	5,9	5,9
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	lis 21	mln		-	6,5	6,34
16:00	US	Zaufanie konsumentów Conf. Board	gru 21	Indeks		-	110,2	109,5
16:00	US	Sprzedaż domów istniejących, % m/m	lis 21	%		-		0,8
<b>Czwartek, 23 grudnia 2021</b>								
8:00	DE	Ceny w imporcie	lis 21	%		-	1	3,8
8:00	DE	Ceny importu r/r	lis 21	%		-		21,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lis 21	%		5,5	5,4	5,5
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	205	206
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	lis 21	%		-	1,5	-0,4
14:30	US	Wydatki prywatne, spożycie	lis 21	%		-	0,6	1,3
14:30	US	Zamówienia na dobra trw. bez obrony	lis 21	%		-		0,8
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe bez obrony i samolotów	lis 21	%		-	0,5	0,7
14:30	US	Indeks cen PCE bazowych r/r	lis 21	%		-	4,5	4,1
14:30	US	Indeks cen konsumpcyjnych m/m	lis 21	%		-		0,6
14:30	US	Zamówienia na dobra trw. bez transportu	lis 21	%		-	0,6	0,5
14:30	US	Indeks cen PCE bazowych m/m	lis 21	%		-	0,4	0,4
14:30	US	Spożycie prywatne, realne	lis 21	%		-		0,7
14:30	US	Dochody osobiste	lis 21	%		-	0,4	0,5
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	lis 21	mln		-	0,77	0,745
16:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	gru 21	Indeks		-	70,4	70,4
16:00	US	Indeks Uni. Mich. bieżący, dane ost.	gru 21	Indeks		-		74,6
16:00	US	Indeks Uni. Mich. przyszły, dane ost.	gru 21	Indeks		-		67,8
16:00	US	Sprzedaż nowych domów, % m/m	lis 21	%		-		0,4
<b>Piątek, 24 grudnia 2021</b>								
16:00	US	Sprzedaż nowych domów, % m/m	lis 21	%		-		0,4

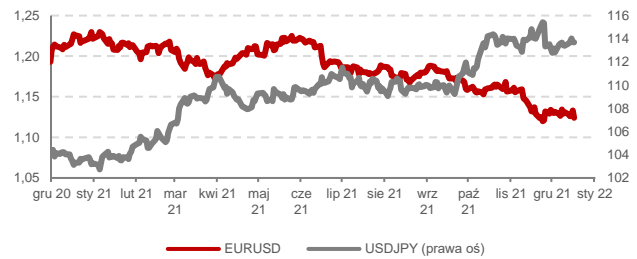
# BIULETYN EKONOMICZNY

poniedziałek, 20 grudnia 2021

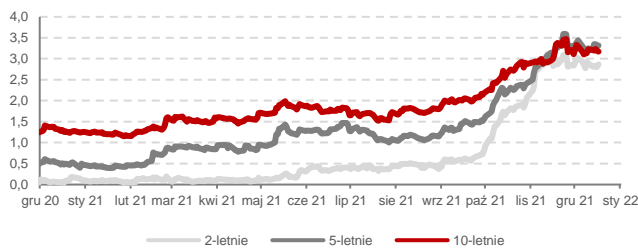
## Fixing NBP



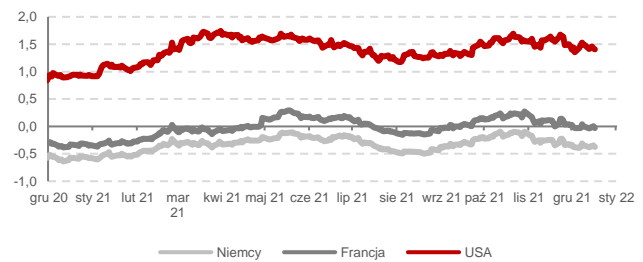
## Bazowe pary walutowe



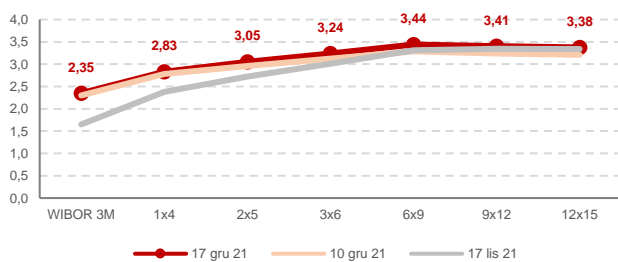
## Rentowności SPW



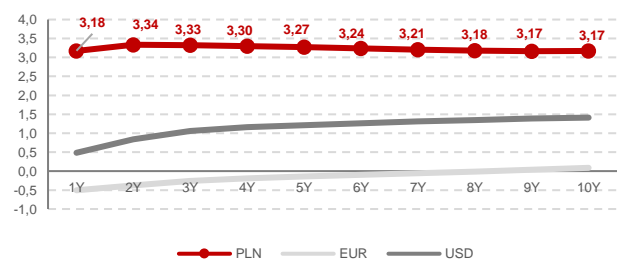
## Rentowności obligacji 10-letnich



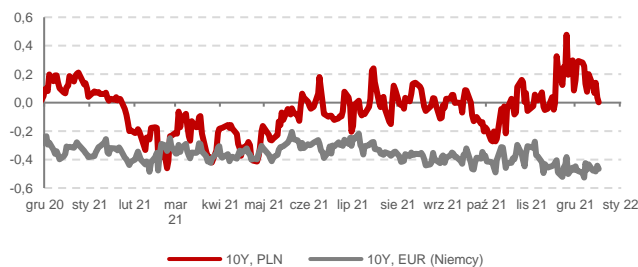
## Krzywa FRA



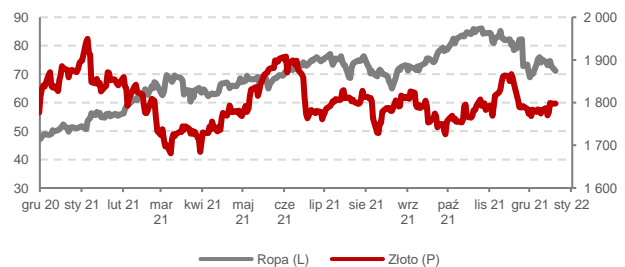
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców







BIULETYN

# EKONOMICZNY

**BGK**  
BANK GOSPODARSTWA  
KRAJOWEGO

poniedziałek, 20 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 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. Wynikom 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 ryzyko 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