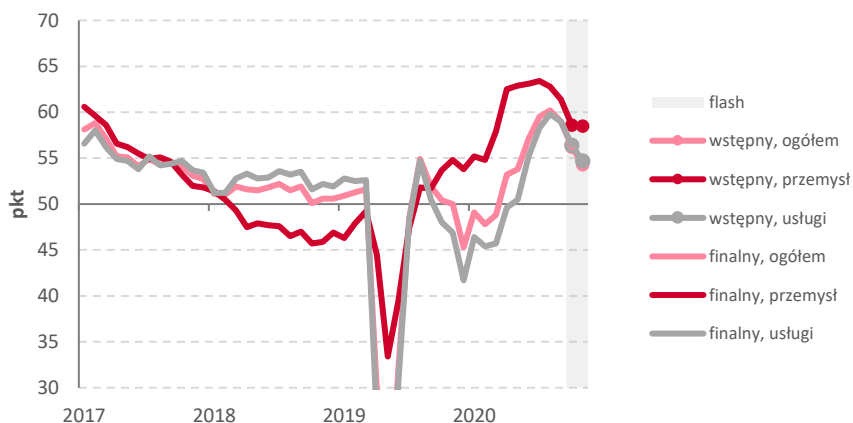


## Rozkład makro na ten tydzień

W poniedziałek poznamy indeks nastrojów Ifo dla Niemiec. Na krajowym podwórku GUS opublikuje Biuletyn Statystyczny, który zawiera więcej szczegółów nt. danych ze sfery realnej z zeszłego tygodnia. We wtorek dane z pierwotnego rynku nieruchomości w USA za wrzesień, a w środę nowe zamówienia w tamtejszym przemyśle. W czwartek poznamy uzupełnienie do wstępnych indeksów PMI z zeszłego tygodnia – wskaźniki ESI. W Stanach także pierwszy odczyt PKB za III kwartał, w Europie decyzja EBC. Tydzień zakończymy wstępnymi danymi o PKB w III kwartale dla wybranych europejskich gospodarek: Niemcy, Francja, Hiszpania, Czechy.

## Ekonomia niedoboru

Według wstępnych indeksów PMI dla Eurostrefy za październik aktywność zarówno w usługach, jak i w przemyśle wytraciła tempo. Pomimo istotniejszych problemów podażowych w przemyśle, to sektor usług wyhamował bardziej (-1,7 pkt do 54,7 pkt) niż przemysł (-0,1 pkt do 58,5 pkt). Niemniej indeksy znajdują się wciąż powyżej kluczowego poziomu 50 pkt. W opublikowanym raporcie Markit zwraca uwagę, że ograniczenia i opóźnienia w łańcuchach dostaw są głównym zgłaszanym powodem utrudnień przedsiębiorstw w płynnej realizacji zamówień, co skutkuje wytrąceniem dynamiki produkcji z dotychczasowego trendu. Towarzyszy temu rekordowa w historii badania presja inflacyjna zarówno w przemyśle, jak i w usługach. Z dobrych informacji subindeksy zatrudnienia znajdują się kolejny miesiąc powyżej 55 pkt, wskazując na normalizację na europejskim rynku pracy po dość ciężkim 2020 roku.



Raport potwierdza, że trwa ciąg dalszy dosyć nietypowego ożywienia. Jeszcze kilka lat temu niskie ceny frachtu wzbudzały niepokój ekonomistów, ponieważ sygnalizowały wyhamowanie przepływu handlu międzynarodowego. Obecnie koszty dostaw są rekordowo wysokie, a trudności logistyczne znaczne, co wskazuje na podażowy charakter trudności, z jakimi zmagają się globalna gospodarka. Podaż niemal z definicji jest mniej elastyczna niż popyt, więc ten stan może potrwać jeszcze przez jakiś czas, tworząc ryzyka w dół dla obecnej ścieżki ożywienia. Będziemy wyczekiwali informacji, jak EBC odniesie się do tych zjawisk na czwartkowej konferencji prasowej po posiedzeniu Rady Gubernatorów.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6072	0,31%
USD	3,9576	0,32%
CHF	4,3157	0,60%
GBP	5,4652	0,35%
JPY (100)	3,4735	0,39%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1649	0,22%
EURJPY	132,20	-0,25%
EURGBP	0,8466	0,46%
EURCHF	1,0669	-0,07%
USDJPY	113,48	-0,45%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	25,68	0,09%
EURHUF	364,63	0,10%
EURRON	4,95	-0,01%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	1,87	0,03
Polska PS1026	2,34	0,07
Polska DS0432	2,83	0,08
Niemcy 10L	-0,10	0,00
Francja 10L	0,24	0,00
USA 10L	1,64	-0,06
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	0,50	0,00
1M	0,59	0,00
3M	0,70	0,00
6M	0,91	0,01
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	73 602,06	-0,29%
FTSE 100	7 204,55	0,20%
DAX	15 542,98	0,46%
S&P 500	4 544,90	-0,11%
TOPIX	2 002,23	0,07%
Szanghaj	3 582,60	-0,34%

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.

## Kredyty hipoteczne wspomagają wzrost akcji kredytowej

Podaż pieniądza przyrosła we wrześniu zgodnie z rynkowymi i naszymi oczekiwaniami na poziomie +8,6% r/r. Ponownie jej wzrost (+11,6 mld zł) wynikał przeważająco ze wzrostu aktywów zagranicznych sektora bankowego (+14,7 mld zł), wzrostu długoterminowych zobowiązań sektora bankowego (-13,3 mld zł) i dopiero na trzecim miejscu ze wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego (+9,6 mld zł). Ponownie za większość przyrostu kredytu odpowiadały kredyty mieszkaniowe dla gosp. dom. i kredyt bieżący dla przedsiębiorstw. Roczna dynamika kredytu bieżącego po raz pierwszy od kwietnia 2020 r. jest dodatnia. Niemniej skuteczne zaspokojenie potrzeb płynnościowych sektora przedsiębiorstw przez PFR oraz FPC sprawiło, że jego agregat wciąż jest niemal o 20 mld zł niższy niż przed pandemią. Obie kategorie rosną zauważalnie poniżej nominalnego PKB, w wyniku czego kredyt dla sektora niefinansowego jako % PKB obniżył się już o 4 p.p. PKB od początku pandemii do 49,2% i jest najniższy od 2011 r. To wielkość względnie mała w porównaniu do wielu gospodarek. Popytowi na kredyt w dodatku nie sprzyja rekordowo wysoki udział gotówki w aktywach finansowych przedsiębiorstw (ponad 20%) oraz także rekordowo wysoka zyskowność (66,5 mld zł zysku netto w II kwartale).

Rzeczą bardzo zwracającą uwagę jest polityka płynnościowa MF. Od początku pandemii sektor rządowy podwyższył posiadane wolne środki w sektorze o 137,7 mld zł, ściągając pieniądź z rynku. W wyniku tych operacji dług netto wobec sektora bankowego jest niewiele wyższy niż był przed pandemią, pomimo wzrostu wyemitowanego i zakupionego przez banki długu o 154,1 mld zł. W ostatnich kilkunastu miesiącach MF konsekwentnie realizuje tę politykę (we wrześniu +6,7 mld zł). Widać to w relacji wolnych środków jako % długu SP, przed pandemią wynosiły one średnio 8%, teraz wynoszą ponad 20%. Jest to naszym zdaniem polisa na niepewność związaną ze ścieżką dochodów podatkowych wobec niespotykanego wcześniej zjawiska (lockdownu).

Środki sektora rządowego w systemie bankowym



Spodziewamy się, że gdy osłabną obawy związane z pandemią unormuje się to, a to będzie stanowiło dodatkowy (sądzimy, że w wysokości ok. 100 mld zł) zastrzyk depozytów do sektora bankowego, co powinno podnieść zauważalnie dynamikę M3, mimo słabości akcji kredytowej.

## Dalsze płaszczenie krzywych

Na zakończenie tygodnia krótki koniec krzywej UST (2Y) wzrósł o 1 pb. do 0,46%, ale środek (10Y) i długi koniec (30Y) obniżyły się o 6 i 7 pb. do odpowiednio 1,64% oraz 2,07%. Nizki dochodowości trwały już od początku dnia, ale spadki przyspieszyły w trakcie piątkowego wystąpienia Jerome Powella na konferencji Banku Rozrachunków Międzynarodowych. W jej trakcie szef Fed przyznał, że inflacja jest zauważalnie powyżej celu i najpewniej taka będzie także w przyszłym roku. Co więcej, zastrzegł, że Fed sam nie jest do końca pewien, ile taka sytuacja potrwa. Dodał, że ma ona źródła głównie w utrudnieniach podaźowych. Jego zdaniem nie jest to jeszcze moment na podwyżkę stóp, ponieważ FOMC prowadzi politykę (cytat) „cierpliwego podejścia” do inflacji.



poniedziałek, 25 października 2021

Rynki zareagowały na to wystąpienie mieszane. Rentowność obligacji inflacyjnych wzrosła na wieloletnie maksimum, dochodowości UST i USD IRS obniżyły się, FRA USD podniosły się, a indeksy giełdowe przeważnie obniżyły się delikatnie. Interpretujemy to tak, że rynek dalej akceptuje wysoce ujemne realne stopy, ale jednocześnie uważa, że Fed złamie się i podniesie stopy względnie niedługo, ale nie będzie to pełen cykl podwyżek. Podobny ruch miał miejsce na krzywej niemieckiej. W jej przypadku krótki koniec oraz środek krzywej pozostały bez zmian na -0,64% oraz -0,10%, a długi koniec zniżył się o 2 pb. do 0,25%.

Dziś od rana obserwujemy wzrosty na azjatyckich rynkach akcji, czemu towarzyszy poprawa wyceny euro do dolara oraz cen ropy naftowej. Sądzymy, że w tych warunkach należy się spodziewać presji na wzrost krótkich końców dochodowości na bazowych rynkach. W perspektywie końca tygodnia czeka nas decyzja EBC oraz publikacja danych o nastrojach konsumentów w USA. Zważywszy wysokie wyceny surowców energetycznych oraz retorykę przedstawicieli Fed i EBC może to przekładać się na dyskontowanie scenariusza stagflacji przez inwestorów, co będzie oznaczało wypłaszczenie krzywej dochodowości, w dużej mierze za sprawą spadków długiego końca krzywej.

## Dochodowości SPW znów liderem wzrostów

Pomijając Rosję wśród 10-letnich tenorów (+22 pb.), rentowności SPW ponownie podniosły się najbardziej ze wszystkich obligacji skarbowych na rynku. Krótki koniec (2Y) wzrósł o 3 pb. do 1,87%, środek krzywej (5Y) o 7 pb. do 2,34%, natomiast długi koniec (10Y) o 8 pb. do 2,83%. Podobnie wzrosła krzywa PLN IRS. Ostatni rajd na SPW jest na tyle znaczący, że tenor 10Y jest już najwyższy od maja 2019, a 2Y najwyższy od sierpnia 2017 r.

Źródeł tych wzrostów należy upatrywać w piątkowej wypowiedzi Rafała Surę z RPP, który wskazał, że należy znormalizować politykę pieniężną w Polsce. To istotna zmiana układu sił w Radzie, ponieważ jeszcze we wrześniu Sura głosował przeciwko podwyżce stóp o 15 pb., a wcześniej należał do bardziej gołębi członków RPP. Przypominamy, że na 3 listopada zaplanowane jest decyzyjne posiedzenie RPP. Niemniej wraz z Rafałem Surą jest już pięciu członków RPP, którzy do tej pory zadeklarowali poparcie dla postulatu rozpoczęcia cyklu podwyżek (Hardt, Gatnar, Zubelewicz,

Żyżyński, Sura). To istotnie zwiększa prawdopodobieństwo rynkowego scenariusza, który wycenia podwyżkę o co najmniej 50 pb. na listopadowym posiedzeniu.

Dziś spodziewamy się korekty piątkowych zwyżek dochodowości za sprawą oczekiwanej stabilizacji lub lekkich spadków rentowności długich końców krzywych na rynkach bazowych. W perspektywie końca tygodnia

## Spokojne zamknięcie tygodnia na dolarze...

W piątek dolar oddał to, co zyskał w czwartek, i wobec euro wrócił do 1,1650 przy dość niskiej śróddziennej zmienności na poziomie 36 pipsów. Jego deprecjacja miała charakter powszechny i umocnił się tylko wobec tureckiej liry oraz funta, który tracił na gorszych od oczekiwań danych. Ogółem zyskiwały bezpieczne przystanie (JPY, CHF), traciły waluty surowcowe. Waluty rynków rozwijających się pozostały względnie bez zmian.

W nadchodzącym tygodniu spodziewamy się większej zmienności dolara wobec napływających danych makro we wtorek i w środę. W tle wciąż płyną mieszane doniesienia z Chin (nie tylko Evergrande, o którym pisaliśmy [tutaj](#), ale także wciąż nierozwiązany kryzys energetyczny w Państwie Środka). Złe wieści mają szansę wspomóc notowania amerykańskiej waluty.

Dziś rano widoczna jest lekka przecena euro do dolara, na co wpływ mają obawy o rozwój sytuacji epidemicznej w Chinach. W perspektywie końca tygodnia widzimy szansę na umocnienie euro w obliczu oczekiwań na bardziej jastrzębią komunikację EBC.

## ... i złotym

W piątek kurs złotego wobec euro pozostał praktycznie bez zmian, blisko 4,5960, choć w trakcie dnia inwestorzy próbowali pchnąć notowania w górę. Nieudany ruch w tę stronę może sugerować, że rzeczywistość przy 4,60 już zaczyna pojawiać się podaż. Podobnie zachowały się waluty regionu z wyjątkiem forinta, co wiążemy z wypowiedzią Viktora Orbana nt. nadrzędności prawa węgierskiego nad europejskim.

Dziś rano złoty traci do euro, w reakcji na osłabienie tureckiej liry. W perspektywie końca tygodnia pozycja złotego powinna ulec poprawie wobec rosnących oczekiwań na podwyżkę stóp przez RPP w listopadzie

**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

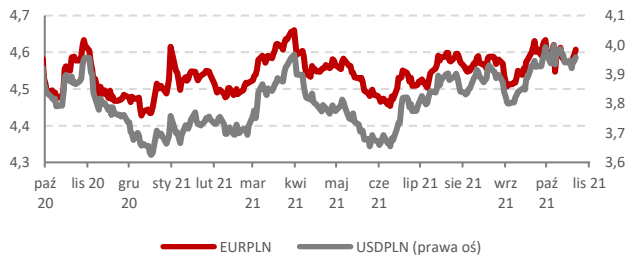
Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 25 października 2021</b>								
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	paź 21	Indeks	-		97,9	98,8
10:00	DE	Ifo bieżąca koniunktura	paź 21	Indeks	-		99,4	100,4
10:00	DE	Ifo oczekiwania	paź 21	Indeks	-		96,4	97,3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	wrz 21	%	5,7		5,7	5,8
-	PL	Emisja obligacji FPC	paź 21	mln zł				
<b>Wtorek, 26 października 2021</b>								
15:00	US	Indeks cen domów Case-Shiller r/r	sie 21	%	-		20,1	19,9
16:00	US	Zaufanie konsumentów Conf. Board	paź 21	Indeks	-		108,8	109,3
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	wrz 21	mln	-		0,755	0,74
16:00	US	Sprzedaż nowych domów, % m/m	wrz 21	%	-			1,5
<b>Środa, 27 października 2021</b>								
8:00	DE	Ceny w imporcie	wrz 21	%	-		1,5	1,4
8:00	DE	Ceny importu r/r	wrz 21	%	-		17,9	16,5
10:00	EU	Podaż pieniądza M3	wrz 21	%	-		7,5	7,9
13:00	US	Stopa kredytu hipotecznego 30 lat	poprz. tydz.	%	-			3,23
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	wrz 21	%	-		-1	1,8
14:30	US	Zamówienia na dobra trw. bez obrony	wrz 21	%	-			2,4
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe bez obrony i samolotów	wrz 21	%	-		0,5	0,6
14:30	US	Zamówienia na dobra trw. bez transportu	wrz 21	%	-		0,4	0,3
<b>Czwartek, 28 października 2021</b>								
11:00	EU	Wskaźnik zaufania konsumentów	paź 21	pkt	-			-4,8
11:00	EU	Wskaźnik zaufania w przemyśle	paź 21	pkt	-			14,1
11:00	EU	Syntetyczny indeks nastrojów gospodarczych	paź 21	Indeks	-			117,8
11:00	EU	Wskaźnik zaufania w usługach	paź 21	pkt	-			15,1
13:45	EU	Decyzja ECB o stopach	paź 21	%	0	0	0	0
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	-		292	290
14:30	US	PKB kwart., I szacunek	III kw. 2021	%	-		2,8	6,7
16:00	US	Umowy sprzedaży domów	wrz 21	Indeks	-			119,5
16:00	US	Umowy sprzedaży domów, zmiana % m/m	wrz 21	%	-		0,5	8,1
<b>Piątek, 29 października 2021</b>								
10:00	PL	CPI wstępny, % r/r	paź 21	%	-			5,9
11:00	EU	Szacunki inflacji HICP r/r	paź 21	%	-		3,7	3,4
14:30	US	Wydatki prywatne, spożycie	wrz 21	%	-		0,5	0,8
14:30	US	Indeks cen PCE bazowych r/r	wrz 21	%	-		3,7	3,6
14:30	US	Indeks cen konsumpcyjnych m/m	wrz 21	%	-			0,4
14:30	US	Indeks cen PCE bazowych m/m	wrz 21	%	-		0,2	0,3
14:30	US	Indeks kosztów zatrudnienia	III kw. 2021	%	-		0,9	0,7
14:30	US	Spożycie prywatne, realne	wrz 21	%	-			0,4
14:30	US	Dochoody osobiste	wrz 21	%	-		-0,1	0,2
16:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	paź 21	Indeks	-		71,6	71,4
16:00	US	Indeks Uni. Mich. bieżący, dane ost.	paź 21	Indeks	-			77,9
16:00	US	Indeks Uni. Mich. przyszły, dane ost.	paź 21	Indeks	-			67,2



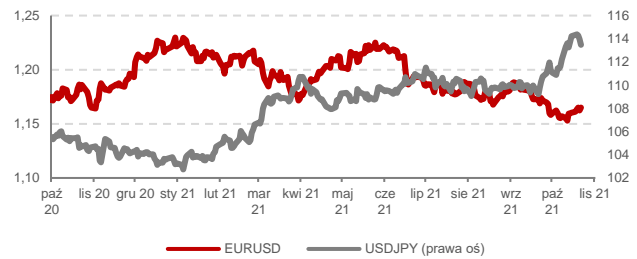
# BIULETYN EKONOMICZNY

poniedziałek, 25 października 2021

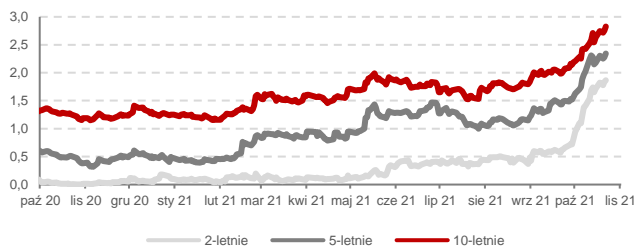
## Fixing NBP



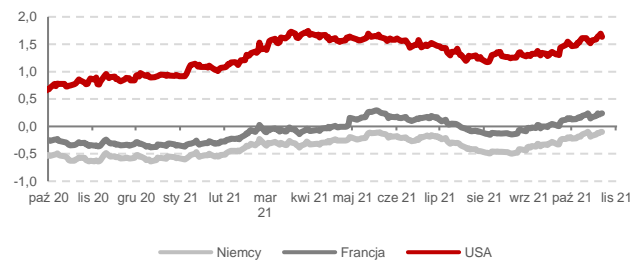
## Bazowe pary walutowe



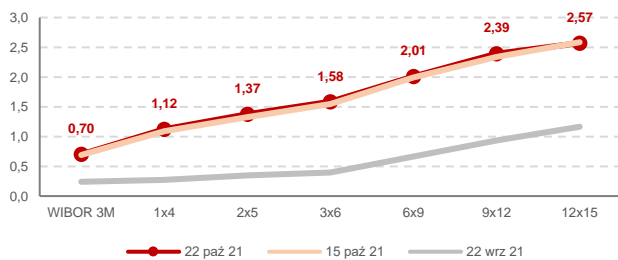
## Rentowności SPW



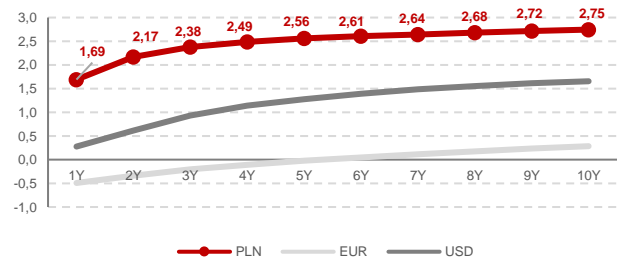
## Rentowności obligacji 10-letnich



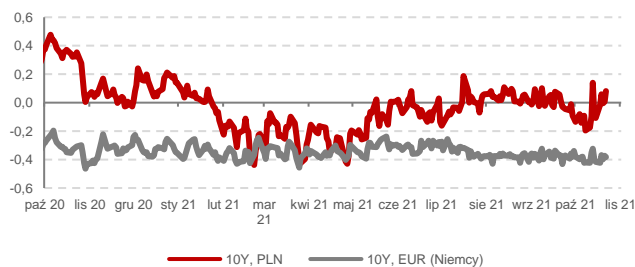
## Krzywa FRA



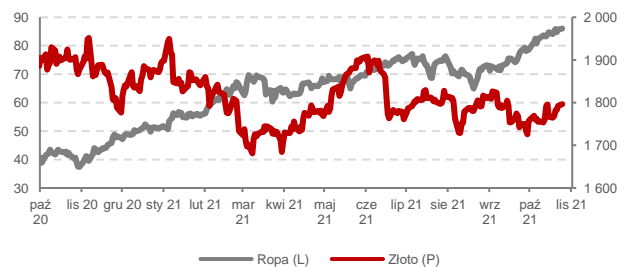
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





# BIULETYN EKONOMICZNY



poniedziałek, 25 października 2021

#### Współpraca z klientami (dealerzy 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 Piąt – Menedżer zespołu  
Rafał Boguszewski – Ekspert. ds. ewaluacji  
Maciej Rozkrut – Ekspert. ds. analiz sektorowych  
Olivia 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. 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 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 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