

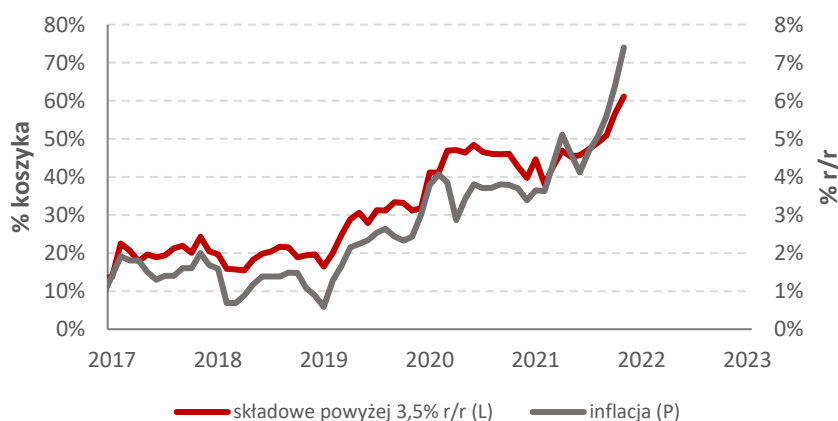
## W tym tygodniu w kalendarzu

Za nami już dane z chińskiej sfery realnej, pokazały one 4,0% r/r wzrostu PKB w IV kw. (oczekiwano 3,6%). Odczyty za grudzień ułożyły się na 4,3% r/r dla produkcji przemysłowej (konsensus 3,6% r/r) i 1,7% r/r dla sprzedaży detalicznej (3,7%). Odczyty te zostały okraszane decyzją o redukcji stóp procentowych przez Bank Centralny Chin o 0,1 pp., wobec spowalniającej gospodarki chińskiej i obaw o negatywny wpływ wariantu omikron. Dziś przed nami jeszcze o 14:00 publikacja inflacji bazowej przez NBP. Spodziewamy się odczytu na poziomie 5,3% r/r, czyli na najwyższym od 2001 r.

W dalszej części tygodnia będą prezentowane dane z krajowego przemysłu, sektora budowlanego i rynku pracy w piątek, które zamkną poprzedni rok. W przypadku przemysłu oczekujemy utrzymania przyzwoitego tempa wzrostu (nasza prognoza to 12,3% r/r), choć nieco niższego niż w grudniu, kiedy to zanotowano 15,3% r/r. Za granicą z kolei publikacje ZEW dla Niemiec, rynek nieruchomości w USA i wskaźnik wyprzedzający Conference Board, tutaj nie oczekujemy drastycznych zmian w relacji do poprzednich wyników.

## CPI zgodny z oczekiwaniami

Grudniowy odczyt CPI został potwierdzony na 8,6% r/r i 0,9% m/m. Złożyły się na to wzrost cen towarów o 9,0% r/r i wzrost cen usług o 7,6% r/r. Obraz publikacji jest podobny do tego z poprzedniego miesiąca: rośnie prawie wszystko (z wymienionych przez GUS kategorii tylko ceny sprzętu telekomunikacyjnego zmalały w przeciągu ostatniego roku) i przeważają przy dynamikach wyższych niż górne odchylenie od celu NBP. Odsyłamy także do naszego wcześniejszego komentarza nt. szybkiego szacunku z 10.01. [tutaj](#). Po publikacji tych danych szacujemy, że inflacja w styczniu wyniesie 9,4% r/r



Implikowaną z powyższych danych inflację bazową szacujemy na 5,3% r/r i 0,4% m/m. Dokładną wartość poznamy dziś o 14:00 wraz z publikacją NBP. W grudniu, podobnie jak w listopadzie, odpowiadała tylko za niecałe 25% wzrostu cen, co obrazuje jak duże znaczenie mają komponenty niebazowe w ostatnim wzroście cen.

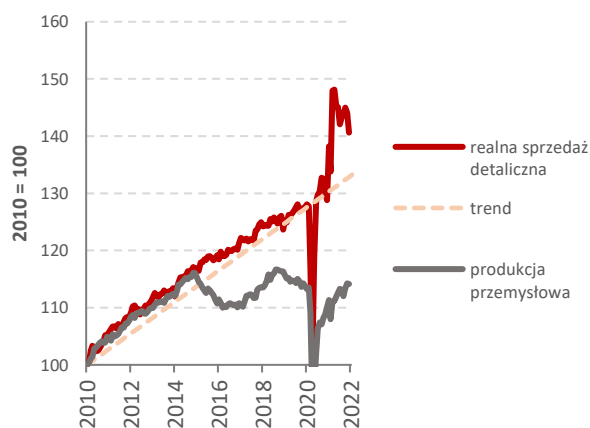
Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5372	0,23%
USD	3,9597	0,34%
CHF	4,3466	0,51%
GBP	5,4387	0,33%
JPY (100)	3,4451	-0,33%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1416	-0,34%
EURJPY	130,38	-0,33%
EURGBP	0,8345	-0,08%
EURCHF	1,0435	-0,03%
USDJPY	114,19	-0,39%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,51	-0,14%
EURHUF	356,73	0,54%
EURRON	4,94	-0,01%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	3,14	-0,17
Polska PS1026	3,89	0,01
Polska DS0432	4,06	0,06
Niemcy 10L	-0,05	0,04
Francja 10L	0,33	0,09
USA 10L	1,70	-0,05
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	2,25	5 sty 22
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0-0,25	16 mar 20
WIBOR		Zmiana
O/N	2,29	0,00
1M	2,38	0,01
3M	2,77	0,02
6M	3,13	0,03
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	72 563,29	-0,93%
FTSE 100	7 542,95	-0,28%
DAX	15 883,24	-0,93%
S&P 500	4 662,85	0,08%
TOPIX	1 977,66	-1,39%
Szanghaj	3 555,26	-1,17%

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.

## Duże rozczarowanie grudniowymi danymi z USA

Sprzedaż detaliczna w grudniu zmalała o 1,9% m/m wobec oczekiwań pozostania na tym samym poziomie. Wreszcie dały o sobie znać kiepskie nastroje amerykańskich gospodarstw domowych, o których wspominaliśmy m.in. w ostatnim kwartalniku ([tutaj](#)). Nie jest to wina zmagającej się ostatnio z problemami branży automotive, ponieważ wyłączając ten segment sprzedaż obniżyła się jeszcze bardziej (-2,3% m/m). Spadki były szerokie i traktujemy je jako normalizację wydatków konsumenckich wraz z zmniejszaniem skali stymulacji fiskalnej i pieniężnej. Zważywszy utrzymujące się w badaniach koniunktury solidne wskaźniki planów zakupowych gospodarstw domowych, nie uważamy by należało wyniki te traktować jako negatywną reakcję reakcję gospodarstw domowych na silnie rosnące ceny podstawowych pozycji w budżetach domowych i usług (żywność, energia, paliwa, utrzymanie domu).



Podobnie słabsza od oczekiwań okazała się także produkcja przemysłowa (-0,1% m/m vs oczekiwane 0,3% m/m), choć tu sytuację ratuje rewizja poprzedniego miesiąca (+0,7% m/m vs +0,5% m/m przed rewizją) i skala niespodzianki była znacznie mniejsza. Żeby tego było mało gorszy od oczekiwań był także odczyt nastrojów konsumenckich Uniwersytetu w Michigan, który zmalał (do 68,8 pkt) jeszcze bardziej niż oczekiwał rynek (oczekiwane 70,1 pkt vs 70,6 pkt w poprzednim miesiącu).

Dane mogą stanowić argument przeciwko przedczesnemu zdaniem dostosowaniu polityki pieniężnej w USA dla gołębiej frakcji FOMC. Jakkolwiek los QE jest przesądzony i zakończy się ono w marcu, w grze wciąż jest liczba podwyżek stóp w tym roku.

## Wypzedaż obligacji

Obligacje rynków bazowych traciły w piątek powszechnie, rozczarowania danymi z USA. Krzywa UST podniosła się na całej długości: krótki koniec (2Y) o 7pb., do 0,97%, a środek krzywej (10Y) i długi koniec (30Y) o 9pb., do odpowiednio 1,79% i 2,13%. W tle miała miejsce dosyć nośna wypowiedź prezesa JP Morgan, który powiedział, że nie zdziwi się, jeżeli w tym roku zobaczy 6 lub 7 podwyżek stóp.

Podobnie traciły obligacje strefy euro (FR10Y + 9pb.). W przypadku najuważniej śledzonej przez nas krzywej niemieckiej krótki koniec (2Y) podniósł się o 2pb., do -0,59%, a środek krzywej (10Y) oraz długi koniec (30Y) o 4pb., do odpowiednio -0,05% oraz 0,25%. Tutaj w tle była publikacja wstępnych danych o niemieckim PKB za 2021 rok, który wzrósł zgodnie z prognozami o 2,7% r/r (wobec spadku o 4,6% r/r w 2020).

Dziś od rana rentowności kontynuują zwyżki, w czym nie przeszkodziło słabe zachowanie giełd w Azji, słabsze niż oczekiwano wyniki chińskiej sprzedaży detalicznej i decyzja Banku Centralnego Chin o obniżce stóp. Napędem dla zwyżek dochodowości są komentarze o podwyżkach stóp w starych gospodarkach (w tym w Japonii i awaryjnych - poza kalendarzem Fed - w USA) i rosnące ceny ropy naftowej. Sądzymy, że taka sytuacja utrzyma się do końca dnia. W kolejnych dniach spodziewamy się stabilizacji wycen długu, wobec braku publikacji ważniejszych danych.

## Dna spadków rentowności 2Y SPW nie widać

Kierunki zmian na rynku SPW były w piątek mieszane. Tenory 1Y-4Y obniżyły się istotnie, natomiast 5Y-10Y podniosły się, zwiększając nachylenie całej krzywej do 0,92 p.p. Krótki koniec (2Y) obniżył się o 17pb., do 3,14%, co oznacza spadek o aż 47 pb. na przestrzeni tygodnia. Z kolei środek krzywej (5Y) podniósł się o 1pb., do 3,89%, a długi koniec (10Y) o 6pb., do 4,06%. Warto odnotować, że krzywa PLN IRS nie powieliła zachowania SPW i podniosła się na całej długości średnio o 4 pb., oddalając marżę 10Y ASW dalej od zera (0,31 p.p.).

Sądzymy, że za spadkami może stać przekonanie części rynku, że wprowadzenie tarcz antyinflacyjnych, jak i gorsze dane ze Stanów (patrz akapit wyżej) może istotnie ograniczać zapędy bankierów centralnych do tak rychłego zacieśniania polityki pieniężnej, w tym w Polsce.



poniedziałek, 17 stycznia 2022

Dziś oczekujemy kontynuacji wzrostów dochodowości, tym razem wzdłuż całej krzywej. Napęd dla tych zmian powinno dawać zachowanie rynków bazowych oraz rosnące ceny ropy naftowej. W perspektywie połowy tygodnia spodziewamy się stabilizacji wycen długu. Publikowane w końcu tygodnia dane za grudzień z krajowej gospodarki nie powinny mieć większego wpływu na SPW.

### **Dolar koryguje czwartkowe spadki**

Słaba sesja na europejskich parkietach oraz wzrost rentowności obligacji rynków bazowych pociągnęły za sobą wyprzedaż euro i walut surowcowych. Wypadkowo dolar umocnił się prawie wobec całego rynku. W przypadku kursu EURUSD obniżył się on o 39 pb. do 1,1414, choć i tak zamyka ubiegły tydzień wyżej o 55 pb. Na ten moment kurs znajduje się w konsolidacji po spadkach z listopada. Nie wykluczamy, że może próbować kolejnych podejść wyżej pod 1,15.

Dziś od rana EURUSD próbuje powrócić do wzrostów po piątkowej przerwie. W tle są poprawiające się prognozy wzrostu niemieckiej gospodarki prezentowane przez instytucje

publiczne i izby handlowe z Niemiec. W tych warunkach spodziewamy się kontynuacji poprawy wycen euro do dolara w horyzoncie połowy tygodnia.

### **Delikatny spadek EURPLN**

Złoty zdołał odrobić nieco strat z czwartku, w piątek jego kurs wobec euro obniżył się o 0,6 gr do 4,5355. Podobnie zachowała się czeska korona, ale już węgierski forint znajdował się pod wyraźną presją wobec słabnących od początku roku oczekiwań (BUBOR FRA) na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej nad Dunajem.

Dziś od rana złoty umacnia się do euro, sprzyjają temu komentarze na temat dobrych perspektyw niemieckiej gospodarki (których jesteśmy tradycyjnymi beneficjentami). Sądzymy, że presja na umocnienie złotego utrzyma się do końca dnia, czemu sprzyjać powinny rosnące giełdy. W horyzoncie tygodnia uważamy, że EURPLN będzie próbować przebić środowe minimum na poziomie 4,5240, w ślad za spodziewanym umocnieniem euro do dolara.

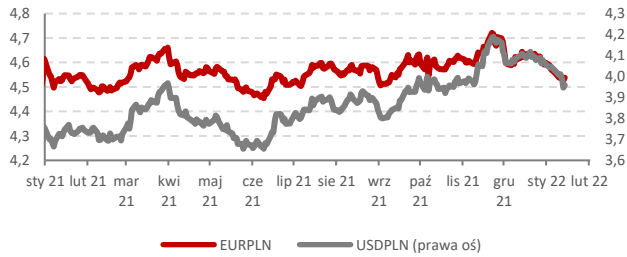
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 17 stycznia 2022</b>								
3:00	CN	Inwestycje, r/r	gru 21	%	4,9	-	4,8	5,2
3:00	CN	Produkcja przemysłowa	gru 21	%	4,3	-	3,6	3,8
3:00	CN	Sprzedaż detaliczna, r/r	gru 21	%	1,7	-	3,7	3,9
3:00	CN	PKB, r/r	IV kw 2021	%	4	-	3,6	4,9
3:00	CN	PKB, k/k	IV kw 2021	%	1,6	-	1,1	0,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	gru 21	%		5,3	5,1	4,7
<b>Wtorek, 18 stycznia 2022</b>								
11:00	DE	Indeks ZEW	sty 22	pkt		-	32,7	29,9
16:00	US	Indeks rynku nieruchomości NAHB	sty 22	Indeks		-	84	84
<b>Środa, 19 stycznia 2022</b>								
8:00	DE	Finalny szacunek inflacji, m/m	gru 21	%		-	0,5	0,5
10:00	EU	Bilans obrotów bieżących, odsez.	lis 21	EUR		-		18,1
14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	gru 21	mln		-	1,65	1,679
14:30	US	Pozwolenia na budowę	gru 21	mln		-	1,701	1,717
<b>Czwartek, 20 stycznia 2022</b>								
2:30	CN	Stopa procentowa	sty 22	%		-		3,8
11:00	EU	Inflacja, ost. dane, r/r	gru 21	%		-	5	5
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	220	230
14:30	US	Pobierane zasiłki dla bezrobotnych	poprz. tydz.	tys.		-	1,61	1,559
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	gru 21	mln		-	6,43	6,46
16:00	US	Sprzedaż domów istniejących, % m/m	gru 21	%		-		1,9
<b>Piątek, 21 stycznia 2022</b>								
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	gru 21	%		10	9,1	9,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	gru 21	%		12,3	13	15,2
10:00	PL	PPI r/r	gru 21	%		12,4	13,5	13,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	gru 21	%		5,5	5,4	5,4
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	gru 21	%		0,5	0,6	0,7
16:00	US	Wskaźnik wyprzedzający Conf. Board	gru 21	%		-	0,8	1,1

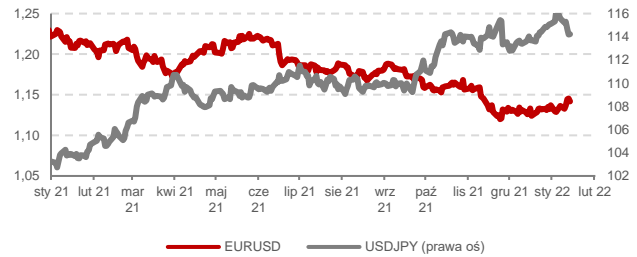
# BIULETYN EKONOMICZNY

poniedziałek, 17 stycznia 2022

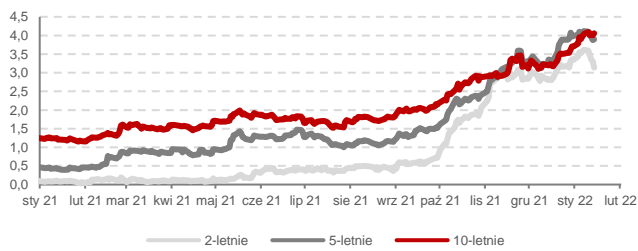
## Fixing NBP



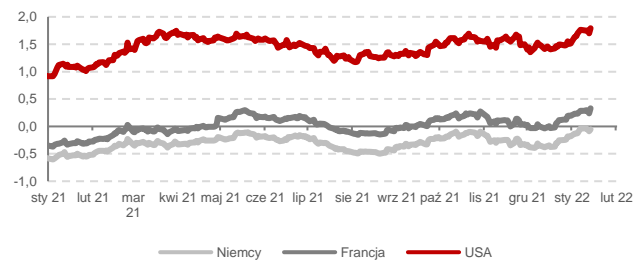
## Bazowe pary walutowe



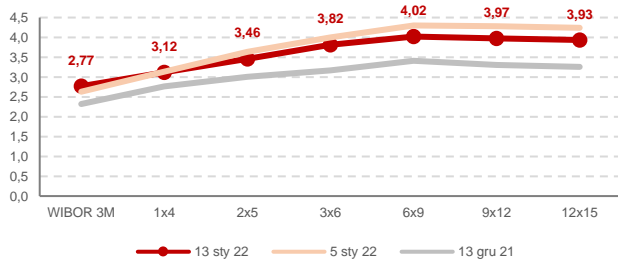
## Rentowności SPW



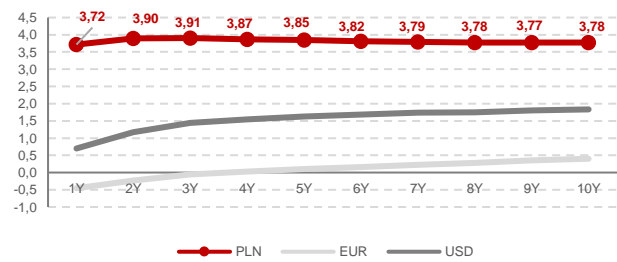
## Rentowności obligacji 10-letnich



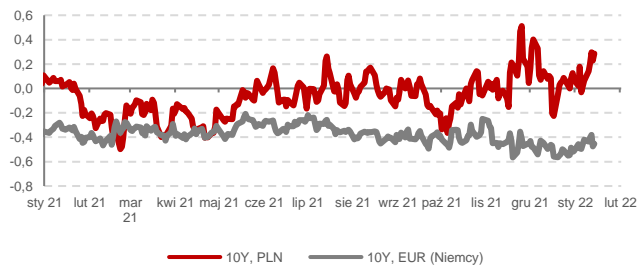
## Krzywa FRA



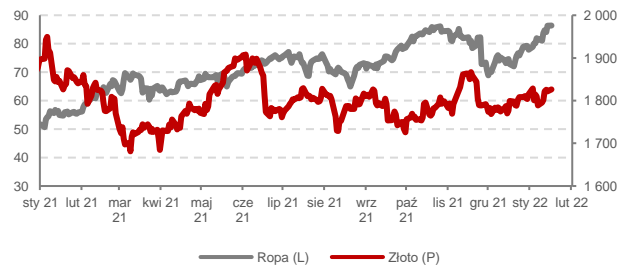
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców







BIULETYN

# EKONOMICZNY



poniedziałek, 17 stycznia 2022

## Współpraca z klientami (dealery korporacyjni)

Aleksandra Szafrańska, 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  
Olivia 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. uzupełniającej 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 bezwzględnego i względnego 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 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