

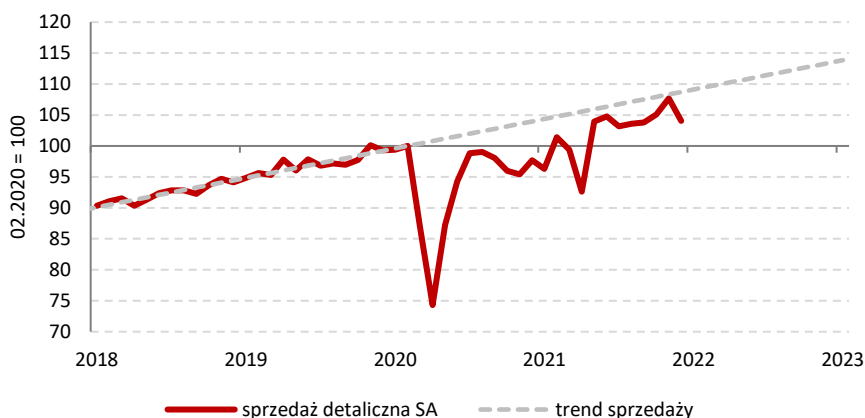
## Solidny początek roku w strefie euro

Wstępne indeksy PMI dla strefy euro za styczeń wypadły lepiej od oczekiwań w przypadku przemysłu (59,0 pkt vs spodziewane 57,5 pkt), nieco gorzej w przypadku usług (51,2 pkt vs spodziewane 52,2 pkt). Za część dodatkowego zaskoczenia w przemyśle odpowiadają Niemcy (60,5 pkt vs 57,0 pkt). W opublikowanym komunikacie Markit wskazuje, że istotnym czynnikiem w tym kraju był silny, największy od września wzrost zamówień na dobra. Natomiast gorszy wynik usług w strefie euro można przypisywać spadkowi zamówień zagranicznych, gdy wzrost zamówień krajowych utrzymał wynik nad kreską (>50 pkt). W tle były nadal rosnąca presja kosztowa, a Markit podkreślił, że przedsiębiorstwa zmagają się z trudnościami w pozyskaniu pracownika i to ogranicza ich możliwości produkcyjne.

Raport wskazuje na mocny początek roku w strefie euro. Uzupełnienie do tych danych poznamy w piątek, gdy Eurostat opublikuje wskaźniki koniunktury ESI.

## Sprzedaż na plusie, ale euforii nie ma

Dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu wyhamowała (do 8,0% r/r z 12,1% r/r) w pożądanym przez nas kierunku (BGK 7,0% r/r, rynek 9,5% r/r). W ujęciu odsezonowanym zmiana wyniosła -3,4% m/m (pierwszy spadek od lipca), czym kolejny raz oddaliła indeks od trendu sprzed pandemii.



W układzie r/r z wyjątkiem farmaceutyków wyhamowała każda wyodrębniona kategoria. Najmocniej do spowolnienia kontrybuowały odzież (-1,1 p.p.) i meble (-0,9 p.p.). Tę zmianę wiążemy częściowo z przesunięciami w zeszl rocznym kalendarzu (lockdown w listopadzie 2020 podbił istotnie wydatki konsumentów w grudniu 2020). W styczniu ten efekt zniknie (znów lockdown w 2021) i podbije to roczną dynamikę sprzedaży, niemniej perspektywy dla dalszego wzrostu konsumpcji pozostają umiarkowane, ponieważ m.in. dalej nurkuje roczna dynamika sprzedaży pojazdów (z -4,9% do -8,5%) spowodowana problemami po stronie podaży. Widzimy także pogorszenie nastrojów konsumentów ([tutaj](#)), które odzwierciedlają ostatnie wzrosty cen żywności, energii i paliw. Uważamy, że nad konsumpcją cieniem będą wisiły także powoli rosnące koszty zaciągniętego długu. O ile dane wskazują na podniesienie rocznej dynamiki konsumpcji z 4,8% r/r do 9,6% r/r, tak w ujęciu kwartalnym odnotujemy wyhamowanie do 2,0% k/k z 4,3% k/k kwartał wcześniej (szybki szacunek PKB za IV kw. zobaczymy 15 lutego).

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5358	0,12%
USD	4,0049	0,24%
CHF	4,3932	0,33%
GBP	5,4169	-0,08%
JPY (100)	3,5250	0,55%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1325	-0,15%
EURJPY	129,09	0,12%
EURGBP	0,8398	0,30%
EURCHF	1,0352	0,09%
USDJPY	113,94	0,21%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,54	0,53%
EURHUF	360,99	0,70%
EURRON	4,94	-0,08%
Rynki długu		Zmiana
Polska DS1023	3,12	0,15
Polska PS1026	3,98	0,20
Polska DS0432	3,97	0,12
Niemcy 10L	-0,10	-0,04
Francja 10L	0,31	-0,02
USA 10L	1,78	0,01
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	2,28	0,00
1M	2,52	0,05
3M	2,89	0,04
6M	3,26	0,03
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	66 220,35	-4,40%
FTSE 100	7 297,15	-2,63%
DAX	15 011,13	-3,80%
S&P 500	4 410,13	0,28%
TOPIX	1 929,87	0,14%
Szanghaj	3 524,11	0,04%

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.



wtorek, 25 stycznia 2022

## Niepokoje inwestorów wokół Ukrainy

Światowy rynek obligacji rozpoczął tydzień od kolejnego dnia spadków rentowności, mimo wyraźnych oczekiwań na zapowiedź pierwszej podwyżki stóp w marcu przez FOMC na śródowym spotkaniu (najwidoczniej jest to już w cenach). Tym razem motywem przewodnim na ustach inwestorów są napięcia na linii Rosja-Ukraina. W weekend USA i UK poleciły ewakuować część personelu ambasad w Kijowie. W poniedziałek wieczorem spłynęła informacja o decyzji prezydenta Bidena o przygotowaniu 8,5 tys. amerykańskich żołnierzy rezerwy do przemieszczenia na wschodnią flankę NATO.

Krótki koniec krzywej UST (2Y) zmalał o 4 pb. do 0,97%. Natomiast środek krzywej (10Y), dzięki ruchowi w drugiej części sesji, zdążył podnieść się o 1 pb. do 1,78%, a długi koniec (30Y) o 3 pb. do 2,12%. Podobne nastroje były obecne w strefie euro na rynku obligacji każdego państwa członkowskiego. W przypadku niemieckiej krzywej krótki koniec (2Y) zmalał o 3 pb. do -0,65%, środek krzywej (10Y) o 4 pb. do -0,10%, a długi koniec o 3 pb. do 0,21%.

Dziś rano obserwujemy spadki na rynkach akcji w Azji napędzane zniżkami wycen spółek technologicznych i deweloperów. W tle wisi niepewność związana z sytuacją na granicy Ukraina-Rosja. Pomimo widocznej na rynkach akcji awersji do ryzyka, na bazowych rynkach długu można zauważyć odbicie dochodowości, co zapewne jest pochodną oczekiwań na podwyżki stóp w USA. W dalszej części dnia spodziewamy się kontynuacji umiarkowanego odreagowania wczorajszych zniżek rentowności, czemu sprzyjać powinny niezłe odczyty danych Ifo. Jednak miejsca na wyraźne zwwyżki dochodowości nie jest zbyt wiele wobec wciąż niejasnej sytuacji na Ukrainie

## Opóźniona reakcja na komentarz prezesa NBP

W poniedziałek rynek pomaszerował na północ po piątkowym komentarzu prezesa, który dał do zrozumienia inwestorom, że powinni podnieść swoje oczekiwania dotyczące stóp procentowych. Nie pomogła ogólna awersja do ryzyka na rynkach, choć częściowo złagodziła wzrosty w porównaniu do krzywej FRA. Krótki koniec krzywej SPW (2Y) podniósł się o 15 pb. do 3,12%, środek krzywej (5Y) o 20 pb. do 3,98%, natomiast długi koniec (10Y) o 12 pb. do 3,97%. Krzywa FRA podniosła się na całej długości o 40 pb. i przewiduje lokalny szczyt podwyżek w lipcu na poziomie ponad 4,4%.

Na ten czwartek MF planuje aukcję sprzedaży, na której planuje ulokować od 3 do 6 mld zł obligacji skarbowych.

Dziś od rana obserwujemy zwwyżki dochodowości na bazowych rynkach długu, co powinno dawać paliwo dla dalszych wzrostów rentowności SPW. Naszym zdaniem miejsca na wyraźne przeceny nie jest jednak zbyt wiele zważywszy, że wczoraj krajowy rynek zignorował awersję do ryzyka i wynikające z tego spadki dochodowości na świecie. Szczególnie, że według nas dziś pole do przecen na bazowych rynkach długu nie jest zbyt duże.

## Dolar na prowadzeniu

Amerykańska waluta wykoleiła waluty surowcowe oraz waluty rynków rozwijających się według standardowego mechanizmu znanego inwestorom z okresów awersji do ryzyka. Jedynymi walutami, wobec których dolar nie umocnił, się były juan i turecka lira. Kurs EURUSD osunął się o 17 pb. do 1,1323, czyli wciąż powyżej ostatnich dołków jeszcze z tego roku.

Dziś od rana znów widać presję na umocnienie dolara. Naszym zdaniem jest to na równi pochodna utrzymujące się awersji do ryzyka o podłożu geopolitycznym, jak i oczekiwań na podwyżki stóp w USA. W dalszej części dnia spodziewamy się utrzymania tego kierunku na EURUSD. Pewien oddech dać może publikacja danych Ifo, które prawdopodobnie pokażą solidny odczyt.

## Złoty traci na awersji do ryzyka

Waluty regionu, podobnie zresztą jak większości rynków rozwijających się, straciły na otwarciu tygodnia wobec niepokoju o zaostrenie kryzysu wokół Ukrainy. Kurs EURPLN podniósł się o ponad 3,6 gr do 4,5640. Zmienność była 2,5 razy wyższa niż zazwyczaj, co może oznaczać, że mamy wciąż pole do wzrostów.

Dziś o poranku złoty nieznacznie przecenił się po nocnym odreagowaniu. Sądzymy, że utrzymujące się napięcie geopolityczne w naszym regionie będzie negatywnie wpływać na złotego, podobnie jak oczekiwania na śródową decyzję Fed.

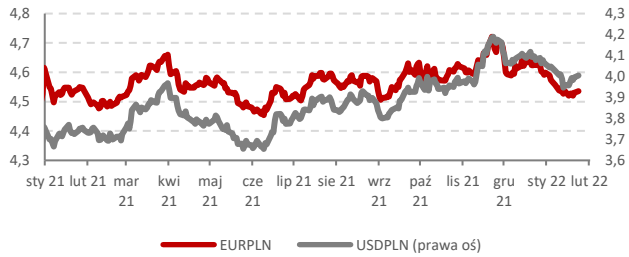
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 24 stycznia 2022</b>								
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących, r/r	gru 21	%	16,9	-	18,5	21,2
10:00	EU	Indeks Flash PMI	sty 22	pkt	52,4	-	52,6	53,3
10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	sty 22	pkt	59	-	57,5	58
10:00	EU	Flash PMI w usługach	sty 22	pkt	51,2	-	52,2	53,1
<b>Wtorek, 25 stycznia 2022</b>								
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	sty 22	Indeks	-	-	94,7	94,7
15:00	US	Indeks cen domów Case-Shiller r/r	lis 21	%	-	-	18	18,4
16:00	US	Zaufanie konsumentów Conf. Board	sty 22	Indeks	-	-	111,8	115,8
<b>Środa, 26 stycznia 2022</b>								
10:00	PL	Stopa bezrobocia	gru 21	%	-	5,5	5,4	5,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	gru 21	%	-	9,7	9,9	10,1
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	gru 21	mln	-	-	0,76	0,744
16:00	US	Sprzedaż nowych domów, % m/m	gru 21	%	-	-	-	12,4
20:00	US	Decyzja Fed o stopach	sty 22	%	-	0-0,25	0,125	0,125
<b>Czwartek, 27 stycznia 2022</b>								
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	-	-	260	286
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	gru 21	%	-	-	-0,5	2,6
14:30	US	PKB kwart., I szacunek	IV kw 2021	%	-	-	5,5	2,3
14:30	US	Pobierane zasiłki dla bezrobotnych	poprz. tydz.	tys.	-	-	1,65	1,635
14:30	US	Zamówienia na dobra kap. z wył. obrony i lot.	gru 21	%	-	-	0,4	0
16:00	US	Umowy sprzedaży domów	gru 21	Indeks	-	-	-	122,4
16:00	US	Umowy sprzedaży domów, zmiana % m/m	gru 21	%	-	-	-0,2	-2,2
<b>Piątek, 28 stycznia 2022</b>								
8:00	DE	Ceny importu r/r	gru 21	%	-	-	26,4	24,7
10:00	EU	Podaż pieniądza M3	gru 21	%	-	-	6,8	7,3
11:00	EU	Wskaźnik zaufania konsumentów	sty 22	pkt	-	-	-8,5	-8,5
11:00	EU	Syntetyczny indeks nastrojów gospodarczych	sty 22	Indeks	-	-	114,5	115,3
14:30	US	Wydatki prywatne, spożycie	gru 21	%	-	-	-0,6	0,6
14:30	US	Indeks cen PCE bazowych r/r	gru 21	%	-	-	4,8	4,7
14:30	US	Indeks cen konsumpcyjnych m/m	gru 21	%	-	-	-	0,6
14:30	US	Indeks cen PCE bazowych m/m	gru 21	%	-	-	0,5	0,5
14:30	US	Spożycie prywatne, realne	gru 21	%	-	-	-	0
14:30	US	Dochody osobiste	gru 21	%	-	-	0,5	0,4
16:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	sty 22	Indeks	-	-	68,7	68,8

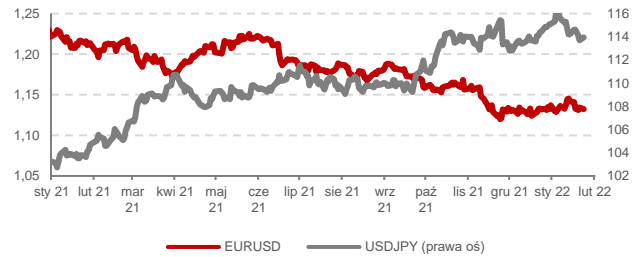
# BIULETYN EKONOMICZNY

wtorek, 25 stycznia 2022

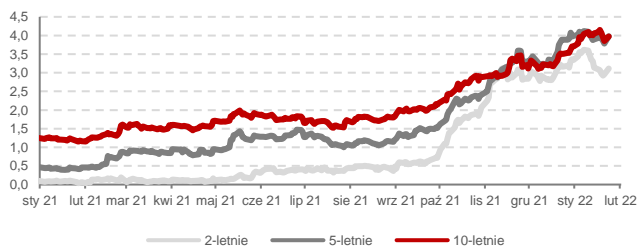
## Fixing NBP



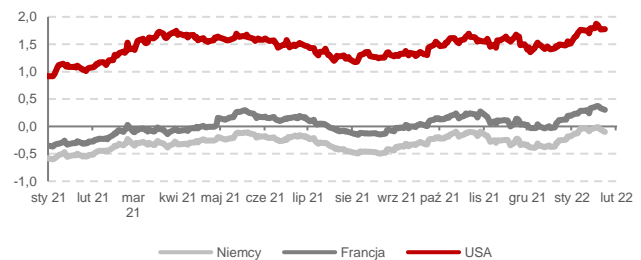
## Bazowe pary walutowe



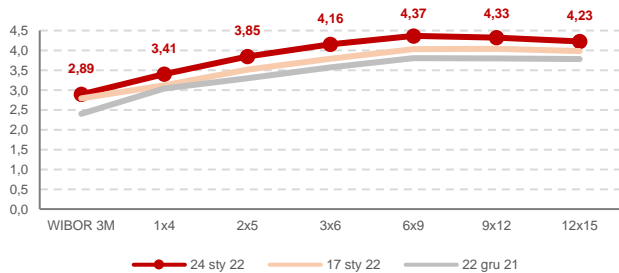
## Rentowności SPW



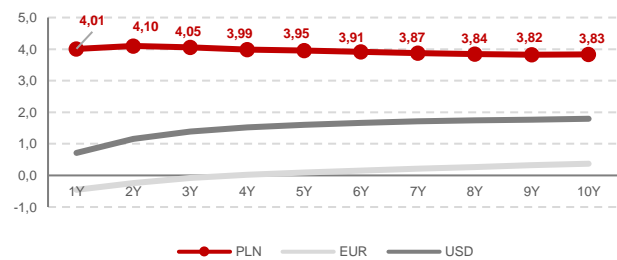
## Rentowności obligacji 10-letnich



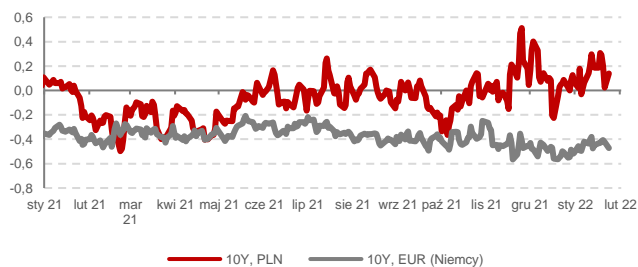
## Krzywa FRA



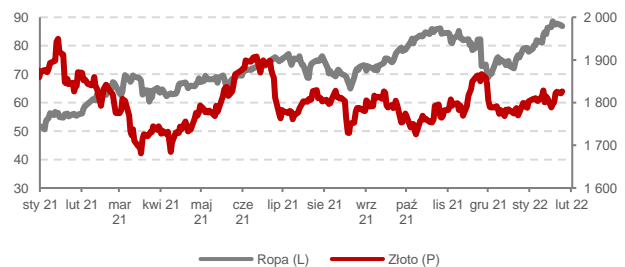
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





BIULETYN

# EKONOMICZNY

**BGK**  
BANK GOSPODARSTWA  
KRAJOWEGO

wtorek, 25 stycznia 2022

## 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 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