

## Przemysł wciąż nad kreską

Wskaźnik PMI za styczeń dla krajowego przemysłu, tak jak prognozowaliśmy, wyhamował do 54,5 pkt. z 56,1 pkt. w grudniu, wobec oczekiwań rynku na poziomie 56,4 pkt. Za wyhamowanie to w największej mierze odpowiadają oceny produkcji oraz zamówień, które wyjaśniają ponad 1,2 pkt. z 1,6 pkt. spadku indeksu. Sugerowały to wcześniej zaprezentowane wskaźniki tych kategorii z publikacji ESI i indeksów koniunktury GUS (wspominaliśmy o nich [tutaj](#)). Z indeksów koniunktury GUS wynika także, że im mniejsza firma tym silniejsze pogorszenie koniunktury. Naszym zdaniem jest to konsekwencja wysokiej liczby osób (obecnie to prawie 700 tys.) przebywających na kwarantannie w styczniu. Wszystkie wyżej wymienione badania pokazały poprawę oceny zatrudnienia.

Warto odnotować widoczną w PMI kontynuację presji kosztowej oraz brak oczekiwanej poprawy w czasie dostaw, co z kolei wskazuje na kontynuację trudności podaźowych. Widzimy w tym m.in. efekt pogorszenia koniunktury w przemyśle naszego głównego partnera handlowego. Naszym zdaniem zbliżamy się do góry lokalnego cyklu lub właśnie ją przekroczyliśmy. Czynnikiem stabilizującym powinien być powrót zakażonych z kwarantanny. Jednak zważywszy oczekiwany negatywny wpływ spadku rentowności firm związany z wzrostem kosztów oraz negatywne oddziaływanie tego czynnika na popyt konsumpcyjny nie będzie to wystarczające do utrzymania dynamiki ożywienia na dotychczasowym poziomie.

## Spokojny wtorek na rynku długu

Ceny obligacji skarbowych w Europie kontynuowały spadki zapoczątkowane kilka dni temu. Paliwo do tego dostarczają spekulacje na temat przekazu na czwartkowej konferencji EBC, a pomagają rosnące indeksy giełdowe (CAC40 +1,4%). Nie przeszkodziły temu nawet słabe dane o niemieckiej sprzedaży detalicznej (-5,5% m/m vs oczekiwane -1,4% m/m). Niemiecka krzywa podniosła się o 1 pb., do -0,53% (2Y), środek krzywej o 2 pb., do 0,04% (10Y), a długi koniec o 3 pb., do 0,32% (30Y). Krótki koniec i środek krzywej są tym samym najwyższe od marca 2019.

Za oceanem także miały miejsce wzrosty dochodowości, aczkolwiek w mniejszej skali i nie dotknęły całej krzywej. Krótki koniec krzywej UST (2Y) zmalał o 1 pb., do 1,18%, środek krzywej (10Y) podniósł się o 2 pb., do 1,80%, a długi koniec (30Y) wzrósł o 1 pb., do 2,13%. W tle była publikacja indeksu ISM dla przemysłu, który okazał się praktycznie zgodny z rynkowymi oczekiwaniami (57,6 pkt vs 57,5 pkt). W danych zaskoczyła wysoka presja cenowa – subindeks cen wzrósł z 68,2 pkt do 76,1 pkt, kolejny miesiąc utrzymując się na historycznie wysokich poziomach.

Dziś od rana obserwujemy zwyżki na rynkach akcji. Spodziewamy się, że w ślad za nimi pomaszerują także rentowności obligacji. Sprzyjać temu scenariuszowi powinna zapowiedziana na dziś publikacja wstępnych danych inflacyjnych HICP z Eurostrefy za styczeń. Sądzymy, że odczyt ten okaże się, podobnie jak opublikowane wcześniej dane z Niemiec, wyższy niż prognozy.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5820	-0,35%
USD	4,0689	-1,11%
CHF	4,4087	-0,16%
GBP	5,4920	-0,72%
JPY (100)	3,5475	-0,49%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1271	0,32%
EURJPY	129,28	-0,06%
EURGBP	0,8337	-0,19%
EURCHF	1,0379	-0,32%
USDJPY	114,73	-0,34%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,28	-0,23%
EURHUF	355,31	0,00%
EURRON	4,95	0,01%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	3,75	0,05
Polska PS1026	4,11	0,00
Polska DS0432	4,06	-0,06
Niemcy 10L	0,03	0,02
Francja 10L	0,45	0,02
USA 10L	1,79	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	2,34	0,03
1M	2,65	0,02
3M	3,04	0,02
6M	3,50	0,03
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	67 972,26	0,82%
FTSE 100	7 535,78	0,96%
DAX	15 619,39	0,96%
S&P 500	4 546,54	0,69%
TOPIX	1 896,06	0,01%
Szanghaj	3 361,44	-0,97%

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.



środa, 2 lutego 2022

## Nachylenie krzywej SPW znów w dół

Krótki koniec krzywej SPW (2Y) wzrósł wczoraj o 5 pb., do 3,75%, środek krzywej (5Y) pozostał bez zmian na 4,11%, natomiast długi koniec obniżył się o 6 pb., do 4,06%. Tym samym spread pomiędzy 10Y i 2Y na krzywej SPW ponownie zmalał w kierunku historycznych minimów. Oznacza to, że pomimo sugestii dalszych znaczących podwyżek stóp, ze strony przygotowującego się do przyszłotygodniowego spotkania RPP, prezesa NBP Adama Glapińskiego, inwestorzy na długim końcu krzywej nie wierzą w wysoki poziom stóp procentowych na dłużej.

Dziś oczekujemy postępujących wzdłuż całej krzywej zwyżek dochodowości SPW w ślad za spodziewanym zachowaniem rynków bazowych. Tłum dla tych zmian będą publikowane dane inflacyjne z Eurostrefy oraz oczekiwania na bardziej jastrzębi wydzwięk czwartkowej konferencji EBC.

## Waluty surowcowe nadal na fali

Wzrost cen surowców wsparł kolejną sesję waluty na antypodach oraz waluty skandynawskie. Z rynków rozwijających się ponownie aprecjonowały także rubel i brazylijski real. Z walut bazowych traciły dolar i euro, zyskiwały natomiast funt, jen i frank. W przypadku EURUSD kurs pomaszerował z 1,1230 na 1,1270. Mocniejsze euro do dolara to pochodna widocznego wzrostu apetytu na ryzyko oraz oczekiwań na dzisiejsze dane inflacyjne z Eurostrefy i czwartkową konferencją EBC.

Dziś rano EURUSD ustabilizował się, pomimo widocznych dalszych zwyżek na giełdach. W dalszej części dnia widzimy przestrzeń do kontynuacji aprecjacji wspólnej waluty. Szczególnie wobec wysokiego prawdopodobieństwa zaskoczenia w górę kolejnymi, publikowanymi dziś, wskaźnikami inflacyjnymi z Europy. Zapowiedziana na jutro konferencja prasowa EBC może stać się okazją do realizacji zysków z ostatnich zwyżek EURUSD.

## Złoty broni się przed deprecjacją

Z walut naszego regionu PLN i CZK przeważnie zyskiwały we wtorek, natomiast forint i lej traciły. W przypadku EURPLN kurs osunął się o 1,5 gr, do 4,5650, czyli zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Aprecjacji złotego dodatkowo pomagała wypowiedź prezesa Glapińskiego o sporym polu do podwyżek stóp w Polsce, tym samym tworząc potencjał dla powrotu do trendu spadkowego na kursie.

Dziś spodziewamy się kontynuacji umocnienia złotego do wspólnej waluty. Pomagać w tym powinny dobre nastroje na giełdach oraz oczekiwania na jutrzejszą podwyżkę stóp przez Bank Centralnych Czech.

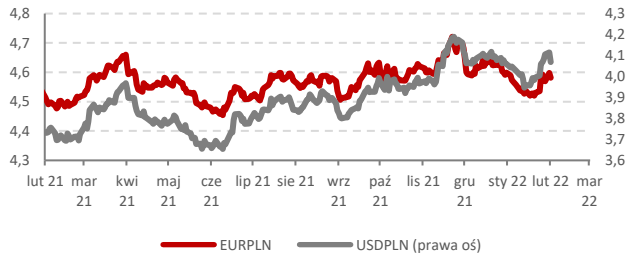
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 31 stycznia 2022</b>								
10:00	PL	PKB roczne	lip 05	%	5,7	5,7	5,5	-2,5
<b>Wtorek, 1 lutego 2022</b>								
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna m/m	gru 21	%	-5,5	-	-1,4	0,6
9:00	PL	PMI w przemyśle	sty 22	pkt	54,5	54,5	56,4	56,1
10:00	EU	Indeks PMI w przemyśle	sty 22	pkt	58,7	-	59	59
11:00	EU	Stopa bezrobocia	gru 21	%	7	-	7,1	7,2
16:00	US	Indeks ISM w przemyśle	sty 22	Indeks	57,6	-	57,5	58,7
16:00	US	Wydatki na inwestycje budowlane	gru 21	%	0,2	-	0,6	0,4
16:00	US	Nowe wakaty w gospodarce	gru 21	tys.	10,925	-	10,3	10,562
<b>Środa, 2 lutego 2022</b>								
11:00	EU	Szacunki inflacji HICP r/r	sty 22	%	-	-	4,4	5
14:15	US	Liczba miejsc pracy wg ADP	sty 22	tys.	-	-	207	807
<b>Czwartek, 3 lutego 2022</b>								
9:55	DE	Indeks PMI w usługach	sty 22	pkt	-	-	52,2	52,2
10:00	EU	Indeks PMI w usługach	sty 22	pkt	-	-	51,2	51,2
10:00	EU	Indeks PMI łączny	sty 22	pkt	-	-	52,4	52,4
11:00	EU	PPI r/r	gru 21	%	-	-	26,1	23,7
13:30	US	Zwolnienia, Challenger	sty 22	tys.	-	-	-	19,052
13:45	EU	Decyzja ECB o stopach	lut 22	%	-	0	0	0
14:30	CZ	Stopa procentowa	lut 22	%	-	-	4,5	3,75
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	-	-	245	260
14:30	US	Pobierane zasiłki dla bezrobotnych	poprz. tydz.	tys.	-	-	1,62	1,675
16:00	US	PMI w usługach	sty 22	Indeks	-	-	59,5	62
16:00	US	Indeks ISM poza przemysłem, bieżący	sty 22	Indeks	-	-	-	67,6
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałe, bez trans.	gru 21	%	-	-	-	0,4
16:00	US	Zamówienia na dobra trwałe	gru 21	%	-	-	-	-0,9
16:00	US	Zamówienia w przemyśle m/m	gru 21	%	-	-	-0,2	1,6
16:00	US	Zamówienia na dobra kap. z wył. obrony i lot.	gru 21	%	-	-	-	0
<b>Piątek, 4 lutego 2022</b>								
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle m/m	gru 21	%	-	-	0,5	3,7
11:00	EU	Sprzedaż detaliczna m/m	gru 21	%	-	-	-0,5	1
14:30	US	Nowe miejsca pracy, poza rolnictwem	sty 22	tys.	-	-	150	199
14:30	US	Stopa bezrobocia	sty 22	%	-	-	3,9	3,9
14:30	US	Zatrudnienie w sektorze prywatnym	sty 22	tys.	-	-	150	211

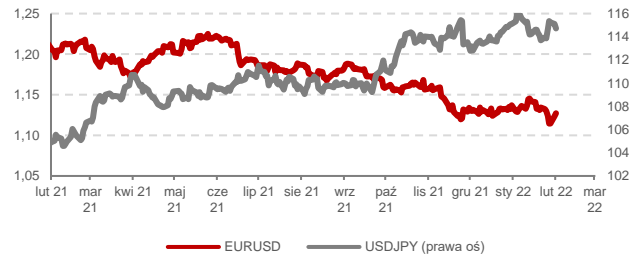
# BIULETYN EKONOMICZNY

środa, 2 lutego 2022

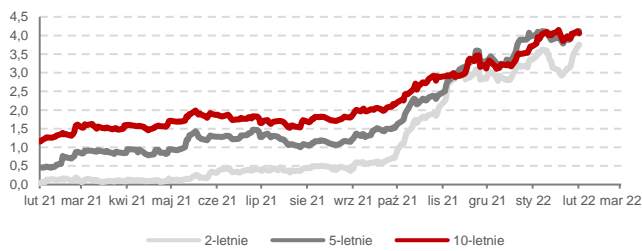
## Fixing NBP



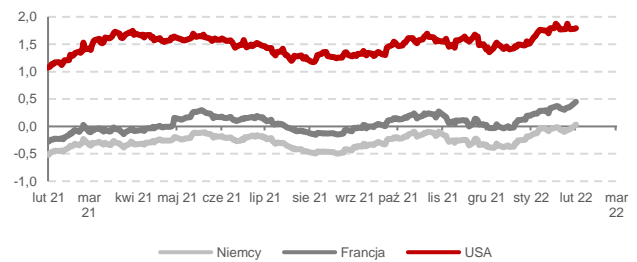
## Bazowe pary walutowe



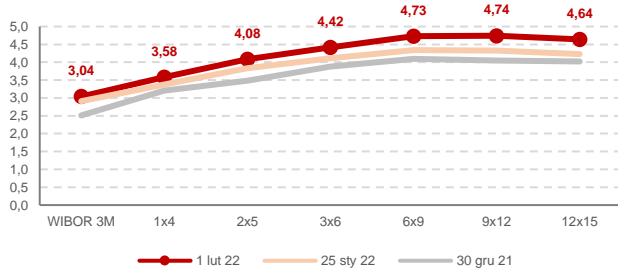
## Rentowności SPW



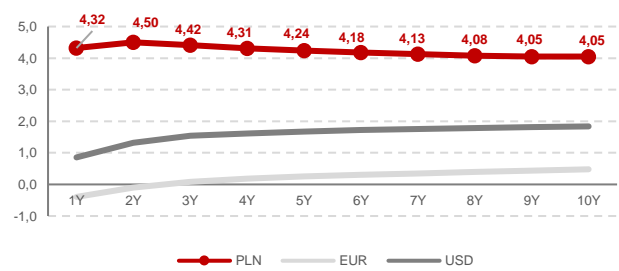
## Rentowności obligacji 10-letnich



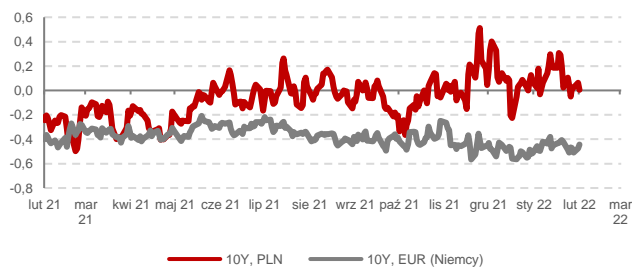
## Krzywa FRA



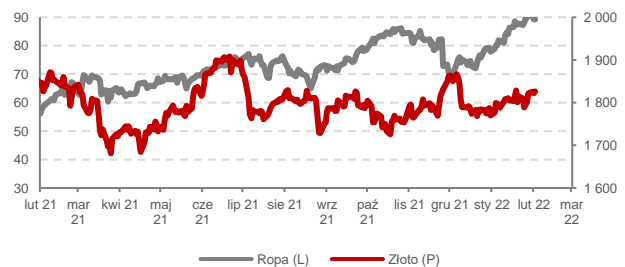
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





środa, 2 lutego 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 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