

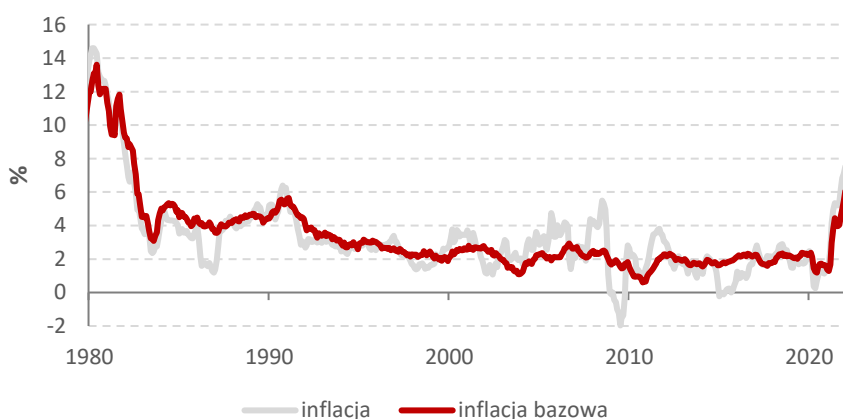
piątek, 11 lutego 2022

## Nastroje w konsumentów w USA w centrum uwagi

Za nami poranny odczyt danych PKB w Wielkiej Brytanii, które przyniosły mieszany obraz brytyjskiej gospodarki. Słabsze momentum w IV kw. i szybszy wzrost w skali roku z powodu rewizji w górę poprzednich okresów. Z kolei przed nami o 16:00 publikacja nastrojów konsumentów wg Uniwersytetu w Michigan. Nastroje amerykańskich gospodarstw domowych pozostają ostatnio pod presją wobec najwyższej od 40 lat inflacji (patrz akapit niżej) i obaw o dochody.

## Inflacja w USA kolejny raz przekracza oczekiwania

Zgodnie z naszymi przypuszczeniami ([tutaj](#)) styczniowy odczyt CPI przebił rynkowy konsensus. Niespodzianka wyniosła +0,1 p.p. m/m zarówno dla CPI, jak i CPI bazowego (oba pokazały wynik 0,6% m/m SA). W ujęciu rocznym oznacza to podniesienie dynamik do odpowiednio 7,5% i 6,0% - poziomy ostatni raz obserwowane w 1982. Tym samym odczyt dziewiąty raz w ciągu ostatnich jedenastu miesięcy pobił konsensus ekonomistów.



To, co może budzić obawy w danych to dominująca kontrybucja do inflacji r/r kosztów transportu (3,2 p.p.), utrzymania mieszkań (2,4 p.p.) i cen żywności (1 p.p.), tj. zaspokojenia podstawowych potrzeb gospodarstw domowych. Do odczytu w kategorii usług najwyższą kontrybucję mają czynsze i rachunki mieszkaniowe oraz usługi medyczne. Jednak pozostałe komponenty koszyka także „nie próżnują”. W przypadku dóbr nie maleją trudnością związane z kwestiami podażowymi – roczna dynamika dóbr bazowych szybuje w kierunku 12% r/r wobec średniej ich rocznej dynamiki na przestrzeni ostatnich lat bliskiej zera. Nawet ceny używanych samochodów, które miały tylko przejściowo rosnąć wobec otwierania gospodarki, kontynuują zwyki. Jest to spowodowane ograniczeniami w dostępności komponentów (głównie elektronicznych).

Mediana inflacji w styczniu podniosła się z 0,43% m/m do 0,58% m/m, co potwierdza powszechność wzrostów widoczną w dystrybucji zmian - około 80% koszyka rośnie powyżej 3% r/r. O ile Fed przestał wierzyć w scenariusz przejściowości inflacji już jakiś czas temu, teraz zapewne dojdzie do wniosku, że powolne wychodzenie z akomodacyjnej polityki pieniężnej może nie wystarczyć, aby sprowadzić inflację do celu we względnie krótkim czasie.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5167	-0,24%
USD	3,9530	-0,41%
CHF	4,2798	-0,41%
GBP	5,3633	-0,30%
JPY (100)	3,4263	-0,41%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1424	0,08%
EURJPY	132,01	0,07%
EURGBP	0,8443	0,21%
EURCHF	1,0559	-0,03%
USDJPY	115,51	-0,04%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,32	0,31%
EURHUF	353,02	-0,21%
EURRON	4,94	-0,04%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	3,61	0,03
Polska PS1026	3,99	0,09
Polska DS0432	3,96	0,06
Niemcy 10L	0,22	-0,04
Francja 10L	0,67	-0,05
USA 10L	1,94	-0,02
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	2,75	9 lut 22
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0-0,25	16 mar 20
WIBOR		Zmiana
O/N	2,77	0,02
1M	2,80	0,03
3M	3,23	0,06
6M	3,70	0,05
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	68 491,39	0,62%
FTSE 100	7 643,42	1,01%
DAX	15 482,01	1,57%
S&P 500	4 587,18	1,45%
TOPIX	1 952,22	0,94%
Szanghaj	3 479,95	0,79%

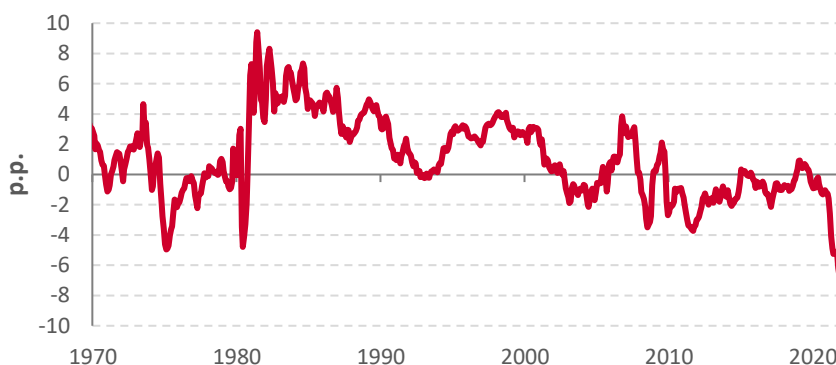
Notowania z końca ostatniego dnia roboczego, zmiana w stosunku do poprzedniego notowania (dla stóp banków centralnych od ostatniego posiedzenia).

Źródła: Bloomberg, Reuters, PAP, GUS, NBP, NYMEX, GPW.

piątek, 11 lutego 2022

Po odczycie CPI USD FRA zaczęły wyceniać częściową szansę na podwyżkę o 50 pb. w marcu wobec dotychczasowych oczekiwań na poziomie +25 pb. (pisałmy o tym [tutaj](#)). Przy obecnym momentum inflacji nie zapowiada się na jej powrót do celu bez poważnej interwencji banku centralnego. Jednocześnie roczna dynamika cen jest na poziomie, gdy na przełomie lat 70-tych i 80-tych ówczesny szef Fed, Paul Volcker, postanowił konsekwentnie zbijać inflację bardzo agresywnymi podwyżkami stóp. Obecnie „realna stopa procentowa” (definiowana jako różnica między bieżącymi stopami procentowymi i przeszłą inflacją) w Stanach Zjednoczonych jest historycznie niska (-7,5%). W tej sytuacji Jerome Powell będzie zapewne poddawany silnej presji, aby nie przejść do historii jako szef FOMC, który utrzymywał stopy bliskie zera, gdy inflacja biła rekordy dziesięcioleci (patrz wykres). Warto jednak przy tym pamiętać, że źródła szoków przełomu lat 70-tych i 80-tych były nieco inne i wynikały ze wzrostów cen surowców energetycznych bardziej niż teraz.

**Różnica między stopą funduszy federalnych a inflacją**



## Wyprzedaż obligacji, nachylenie maleje

Odczyt inflacji w USA nie pozostawił innego wyboru inwestorom niż wyprzedaż obligacji. Krzywa UST podniosła się na całej długości. Krótki koniec (2Y) podniósł się o 18 pb. do 1,54%, środek krzywej (10Y) o 7 pb., do 2,02%, a długi koniec (30Y) o 5 pb., do 2,30%. Krzywa USD IRS podniosła się analogicznie. Niemniej nachylenie tych krzywych nurkuje dalej i jest najniższe od pierwszej połowy 2020.

Dochodowości długu rosły także w Europie. Z pojedynczymi wyjątkami podniosły się wszystkie rentowności. Szczególne wzrosty były widoczne na włoskich papierach (10Y +13 pb.). Z kolei niemiecka krzywa zwykła o 2 pb. na krótkim końcu (2Y), do -0,33%, o 7 pb., do 0,29% na środku krzywej (10Y) oraz o 4 pb., do 0,48% na długim końcu (30Y). Tym samym niemiecki długi koniec jest najwyższy od maja 2019. W tle miała miejsce publikacja prognoz KE nt. wzrostu w Europie w tym roku, ale przeszła bez echa. Dalej szybują eurowe stawki FRA - długi koniec tej krzywej (18x24) jest już na 0,89%.

Po wczorajszej wyprzedaży wywołanej obawami o agresywną odpowiedź Fed na rosnącą inflację dziś rano część rynków akcji stabilizuje się. Podobnie zachowuje się rynek długu, gdzie dochodowości z długiego końca i środka krzywej są poddane lekkiej presji spadkowej, zaś z krótkiego nieznacznie rosną. W tych warunkach i wobec oczekiwań na słabsze dane o nastrojach konsumentów w USA spodziewamy się utrzymania porannych trendów na rynku długu i płaszczenia krzywej. Sprzyjać takim zachowaniom obligacji powinna nocna wypowiedź Jamesa Bullarda (z gołębiego skrzydła Fed), który opowiedział się za 100-punktową podwyżką stóp w horyzoncie pół roku.

## SPW w korelacji z rynkami bazowymi

Popołudniowe nastroje na rynku nie pozwoliły SPW na oderwanie się od globalnych trendów, aczkolwiek skala wzrostów nad Wisłą by znacznie słabsza. Krótki koniec (2Y) wzrósł o 3 pb., do 3,64%, środek krzywej (5Y) o 2 pb., do 4,01%, a długi koniec (10Y) o 3 pb., do 3,99%. Krzywa PLN IRS podniosła się mocniej – średnio o 6 pb. na całej długości. Podobnie PLN FRA. WIBOR ponownie zbliżył tenor 1Y do niewidzianej od 2012 czwórki z przodu – brakuje tylko 2 pb.



piątek, 11 lutego 2022

Dziś spodziewany się stabilizacji krajowej krzywej wobec oczekiwanego płaszczenia krzywych na bazowych rynkach długu. Wraz z przybliżaniem się końca dnia nastroje te jednak powinny słabnąć w obliczu zbliżających się (we wtorek) publikacji krajowych danych inflacyjnych za styczeń i PKB za IV kw. 2021 r. Naszym zdaniem wesprą one w oczach inwestorów wizję zdecydowanych podwyżek zaprezentowaną na ostatniej konferencji przez prezesa NBP Adama Glapińskiego.

Dzisiaj MF przeprowadzi aukcję zamiany, na której będzie chciało skupić papiery PS0422, OK0722, WS0922, WZ1122 i PS0123. Na ostatniej aukcji 27.01 (sprzedaży) dominował popyt na papiery WZ (nasz komentarz [tutaj](#)) i spodziewamy się, że podobnie będzie tym razem.

## Rynek pieniężny w strefie euro kluczowy

Mogłoby wydawać się, że po tak dużym zaskoczeniu inflacją w USA dolar będzie miał solidne wsparcie. Tak się jednak nie stało i amerykańska waluta odnotowała mieszane zachowanie wobec szerokiego rynku. Wobec euro dolar osłabił się o 28 pb. i zamknął dzień na 1,1450. Tym razem oczekiwane zacieśnienie na europejskim rynku pieniężnym miało silniejszy wpływ niż wzrosty krótkiego końca w USA.

Po wczorajszych wieczornych zwyczajach dziś rano EURUSD maszeruje na południe. Sądzymy, że presja na umocnienie dolara utrzyma się w dalszej części dnia. Szczególnie w obliczu nocnych deklaracji Jamesa Bullarda na temat pożądanego jego zdaniem drastycznych podwyżek stóp w USA.

## EURPLN wraca nad 4,50

W czwartek złoty osłabił się wobec euro o 1,4 gr do 4,5050. Wbrew zwyczajowym reakcjom, umocnienie euro nie pomogło złotemu i walutom regionu (patrz akapit wyżej). Niemniej sądzymy, że nie jest to sygnał trwałego osłabiania złotego, a jedynie wyczekiwana od jakiegoś czasu realizacja zysków.

Dziś od rana złoty osłabia się w ślad za częścią spadających giełd i w klasycznej reakcji na umocnienie dolara do euro. Sądzymy, że presja na przecenę złotego utrzyma się, co najmniej do popołudnia, kiedy rynki powinny w pełni zdyskontować sugestię agresywnych podwyżek stóp Jamesa Bullarda z Fed.

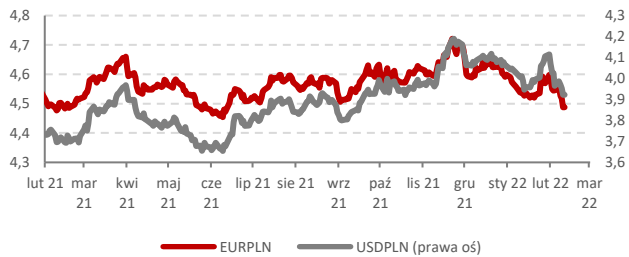
## Kalendarz publikacji makroekonomicznych

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 7 lutego 2022</b>								
8:00	DE	Produkcja przemysłowa m/m	gru 21	%	-0,3	-	0,4	-0,2
14:00	PL	Aktywa rezerwowe NBP	sty 22	EUR	144,15	-		146,58
21:00	US	Kredyt konsumencki	gru 21	USD	18,9	-	22	39,99
<b>Wtorek, 8 lutego 2022</b>								
14:30	US	Bilans handlowy	gru 21	USD	-80,7	-	-83	-80,2
:	PL	Decyzja RPP	lut 22	%	2,75	2,75	2,75	2,25
<b>Środa, 9 lutego 2022</b>								
16:00	US	Sprzedaż hurtowa	gru 21	%	0,2	-	1,2	1,3
<b>Czwartek, 10 lutego 2022</b>								
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	223	-	230	238
14:30	US	Inflacja, m/m, odsez.	sty 22	%	0,6	-	0,5	0,5
14:30	US	CPI bez żywności i energii, m/m odsez.	sty 22	%	0,6	-	0,5	0,6
14:30	US	Inflacja bazowa, r/r	sty 22	%	6	-	5,9	5,5
14:30	US	Inflacja, r/r	sty 22	%	7,5	-	7,3	7
14:30	US	Pobierane zasiłki dla bezrobotnych	poprz. tydz.	tys.	1,621	-	1,615	1,628
<b>Piątek, 11 lutego 2022</b>								
8:00	DE	Finalny szacunek inflacji, m/m	sty 22	%	0,4	-	0,4	0,4
16:00	US	Indeks Uniwersytetu Michigan, wstępny	lut 22	Indeks		-	67,5	67,2

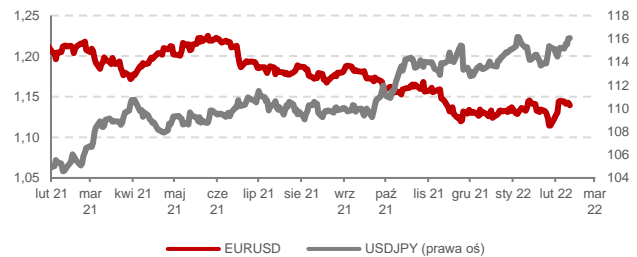
# BIULETYN EKONOMICZNY

piątek, 11 lutego 2022

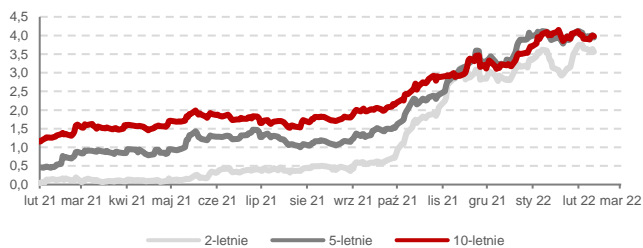
## Fixing NBP



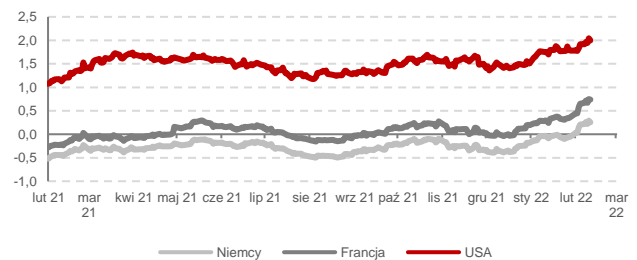
## Bazowe pary walutowe



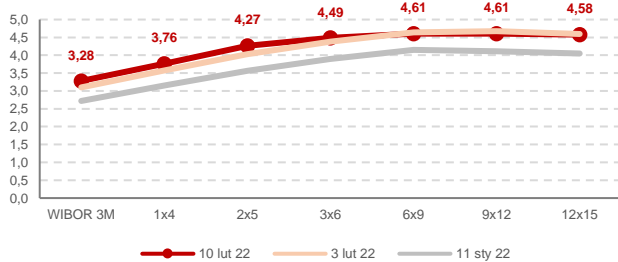
## Rentowności SPW



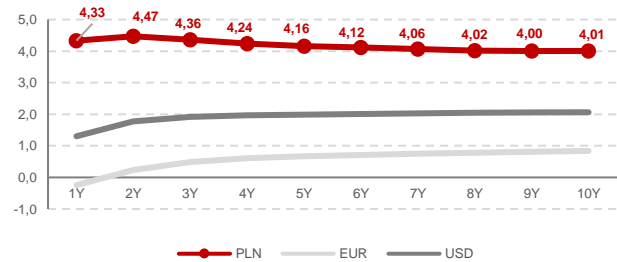
## Rentowności obligacji 10-letnich



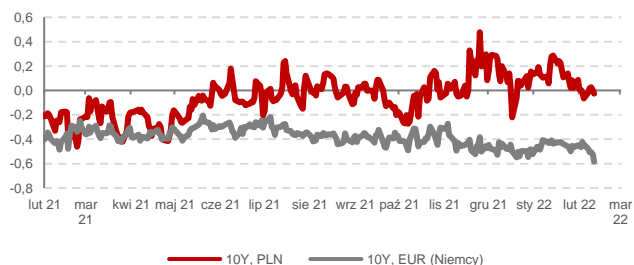
## Krzywa FRA



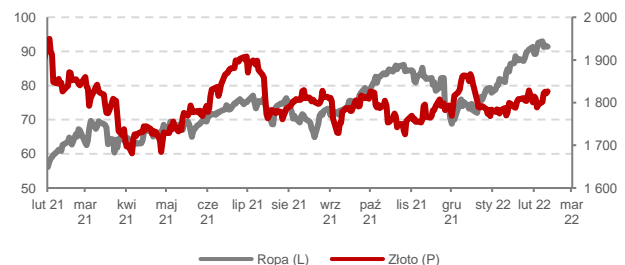
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców







piątek, 11 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 podlegać 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. 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 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 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 Pięknęj 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