

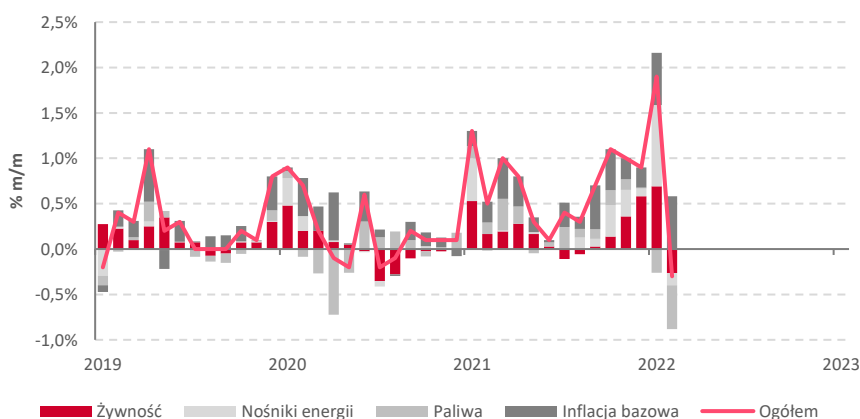
## Oczekiwane rozpoczęcie cyklu podwyżek w USA

Publikację decyzji FOMC nt. wysokości stóp zaplanowano na godzinę 19:00. O 19:30 rozpocznie się konferencja prasowa Jerome Powella i poznamy projekcje makroekonomiczne Fed na najbliższe kwartały. Rynkowy konsensus przewiduje wzrost stopy funduszy federalnych o 25 pb. do przedziału 0,25- 0,50%. Uważamy, że pomimo podwyżki stóp przekaz Jerome Powella na konferencji będzie gołębi, aby nie „spłoszyć” i tak już rozbujanych w ostatnim czasie nastrojów amerykańskich inwestorów.

Po drodze o 13:30 zostaną upublicznione dane o sprzedaży detalicznej z USA. O 14:00 poznamy odczyt krajowej inflacji bazowej, którą szacujemy na 6,6% r/r (patrz akapit niżej). Równocześnie zostanie opublikowana informacja o krajowym saldzie rachunku obrotów bieżących (spodziewamy się -1460 mln EUR).

## Inflacja w lutym powyżej oczekiwań

Inflacja w lutym okazała się wyższa od rynkowych prognoz (8,5% r/r vs oczekiwane 8,1% r/r). Zrewidowany także został odczyt za poprzedni miesiąc (z 9,2% r/r do 9,4% r/r) z powodu ustalenia nowych wag koszyka konsumenckiego. W wyniku rewizji wag zmalał istotnie udział żywności (-1,2 p.p. do 26,6%), wzrósł natomiast udział energii (nośników energii i paliw) o 1,4 p.p. do 17,1%. Wypadkowo udział inflacji bazowej pozostał praktycznie niezmienny (56,3% vs 56,5% w poprzednim roku).



Luty był pierwszym miesiącem oddziaływania tarczy antyinflacyjnej, której głównym narzędziem była redukcja VAT na ceny żywności. Niestety te zmalały tylko o 1,0% m/m, utrzymując roczną dynamikę na wciąż wysokim poziomie +7,6% r/r vs +9,3% r/r w styczniu. Sytuacja na wschodzie (Ukraina i Rosja były istotnym źródłem importu nawozów, surowców rolnych i energetycznych) oraz rosnące globalnie ceny surowców będą w nadchodzących miesiącach podnosiły dynamikę tej kategorii (możliwe, że nawet powyżej 10% r/r).

Efekte tarczy widać jednak w cenach nośników energii (-1,2% m/m) i częściowo w cenach paliw (-8,1% m/m). Ten efekt został już jednak zneutralizowany przez obawy o problemy podażowe w konsekwencji konfliktu na Wschodzie. Na podstawie powyższych danych szacujemy inflację bazową na +6,6% r/r i +1,0% m/m, czyli najwyższą od stycznia 2001 roku. Dokładne dane od NBP poznamy dziś o godzinie 14:00.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,7465	-0,96%
USD	4,3221	-1,08%
CHF	4,6310	-1,24%
GBP	5,6375	-1,32%
JPY (100)	3,6653	-1,91%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,0940	0,27%
EURJPY	129,30	1,01%
EURGBP	0,8415	0,52%
EURCHF	1,0270	0,71%
USDJPY	118,19	0,76%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,90	-0,80%
EURHUF	374,10	-2,11%
EURRON	4,95	0,00%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	5,52	0,16
Polska PS0527	5,54	0,17
Polska DS0432	5,11	0,14
Niemcy 10L	0,37	0,10
Francja 10L	0,84	0,11
USA 10L	2,14	0,14
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	3,5	9 mar 22
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0-0,25	16 mar 20
WIBOR		Zmiana
O/N	3,55	0,00
1M	3,68	0,04
3M	4,30	0,08
6M	4,66	0,05
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	60 044,05	-2,09%
FTSE 100	7 193,47	0,53%
DAX	13 929,11	2,21%
S&P 500	4 173,11	-0,74%
TOPIX	1 812,28	0,71%
Szanghaj	3 223,53	-2,60%

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, 16 marca 2022

## Korekta obligacji rynków bazowych

Po raz pierwszy od kilku sesji dochodowość obligacji UST zmalała. Krzywa obniżyła się na prawie całej długości od -4 pb. na 2Y przez -1 pb. na 10Y i na braku zmian na 30Y kończąc. Tym samym zamknęła sesję na 1,82%, 2,13% i 2,48%. W tle miał miejsce słaby odczyt indeksu nowojorskiego Fed dla przemysłu oraz publikacja PPI, którego dynamika wskoczyła na 10,0% r/r vs 9,7% r/r w styczniu. Trwała dalsza wymiana ciosów między światem zachodu a Rosją – tym razem Rosja nałożyła sankcje personalne na premiera Kanady i przedstawicieli amerykańskiej administracji.

W Europie najmocniej obniżyła się krzywa austriacka (6Y -12 pb.). Śledzona przez nas najpilniej krzywa bundowa z kolei obniżyła się o 8 pb. na 2Y, o 4 pb. na 10Y i o 3 pb. na 30Y. Wypadkowo zamknęła dzień na -0,38%, 0,35% i 0,56%. Obniżyły się także kontrakty EUR FRA, ale nie EURIBOR, który nieustannie prze do góry w ostatnim czasie (1Y +2 pb. do -0,24%). Wszystko to w tle miało spadające ceny surowców energetycznych, dla których napędem były starania administracji USA o włączenie nowych źródeł podaży (Wenezuela, Iran) oraz zapowiedzi kontynuacji negocjacji Ukraina-Rosja. Ponadto indeks ZEW, mierzący oczekiwania wzrostu w Niemczech, odnotował rekordowy spadek z 54,3 pkt do -39,3 pkt.

Dziś od rana obserwujemy zwężki dochodowości obligacji na bazowych rynkach w ślad za rosnącymi giełdami przy stabilizacji cen ropy naftowej. Paliwo dla przecen obligacji dały sugestie chińskiej administracji o planach wsparcia gospodarki w obliczu spodziewanego spowolnienia w Państwie Środka. Swoje robią także spekulacje wokół dzisiejszej podwyżki stóp Fed, choć wydaje się, że tu wszystko „zostało powiedziane”. W tym otoczeniu spodziewamy się kontynuacji marszu dochodowości UST w górę, skoncentrowanym na krótkim końcu krzywej. Europejski rynek powinien podążyć za UST, choć skala zmian będzie prawdopodobnie mniejsza ze względu na ryzyka związane z sytuacją na Ukrainie.

## Wreszcie odreagowanie

Po kilku wyprzedawczych sesjach wreszcie znalazł się popyt na SPW. Dużą w tym rolę grała korelacja z rynkami bazowymi, ale zmiany na krajowym rynku były istotnie większe. Krótki koniec (2Y) obniżył się o 7 pb., o 5,46%, środek krzywej (5Y) o 22 pb. do 5,31%, a długi koniec (10Y) o 19 pb. do 4,92%. Tym samym nachylenie 10Y-2Y krzywej SPW spadło do rekordowych -53 pb. Podobnie jak ostatnim razem zmiany na krzywych IRS oraz FRA były znacznie mniejszej skali (odpowiednio średnio -8 pb. i -9 pb.). Nachylenie krzywej swapowej nurkuje analogicznie jak krzywej SPW i przekracza już -1,0 p.p. W międzyczasie WIBOR tradycyjnie do góry (1Y już 4,80%).

Dziś spodziewamy się odreagowania wczorajszych zniżek rentowności SPW wobec oczekiwanej wieczorem decyzji Fed. Skala zwężek dochodowości powinna być jednak umiarkowana wobec sugestii powrotu do stołu rozmów przez Rosję i Ukrainę. W horyzoncie kolejnych dni to ten czynnik (oraz będące tego pochodną dalsze umocnienie/stabilizacja złotego) będzie mieć największy (spodziewamy się, że pozytywny) wpływ na krajowy dług.

## Dolar i bezpieczne przystanie słabną

Wobec istotnej poprawy nastrojów na światowych parkietach (NASDAQ +2%) inwestorzy pokazali mniejszą awersję do ryzyka. USD, JPY i CHF osłabiły się wobec szerokiego rynku o około 0,2%. Wypadkowo EUR i GBP zyskiwały. EURUSD rósł drugi dzień, tym razem o 17 pb. do 1,0960. Wreszcie także zmienność tej pary zmalała i znalazła się poniżej średniej.

Dziś rano widoczne było chwilowe umocnienie dolara. W dalszej części dnia widzimy pola do osłabienia amerykańskiej waluty, choć w umiarkowanej skali. Po południu potencjalne rozczarowanie decyzją i konferencją Fed lub danymi o sprzedaży detalicznej w USA mogą wywierać presję na dalsze osłabienie amerykańskiej waluty. Szczególnie, jeżeli towarzyszyłby temu postęp w negocjacjach Rosja-Ukraina.



środa, 16 marca 2022

## Waluty CEE wciąż w cenie

We wtorek waluty regionu ponownie umocniły się wobec szerokiego rynku, choć już istotnie słabiej niż miało to miejsce w poprzednich dniach, gdy notowania spadały z wieloletnich szczytów. W przypadku EURPLN kurs zyskał kolejne 3,4 gr i obniżył się do 4,7110. Tym samym naszym zdaniem kończy się korekta ostatnich, napędzanych konfliktem zbrojnym wzrostów i dalszy rozwój wypadków będzie zależeć od FOMC

Dziś o poranku złoty stabilizuje się, co naszym zdaniem jest „zapowiedzią” wyhamowywania kilkudniowej aprecjacji w obliczu spodziewanej dziś decyzji Fed. W tle jest wyczerpywanie się rynkowego potencjału dla pozytywnych sygnałów sugerujących większy udział dyplomacji niż wojska w „negocjacjach” prowadzonych przez Rosję z Ukrainą. Naszym zdaniem przekaz z konferencji prezesa Fed będzie gołębi, co powinno dać po południu szansę złotemu, by kontynuował aprecjację, choć już w ograniczonej skali. Uważamy, że wobec wysokiej inflacji EURPLN w okolicach 4,50 jest poza zasięgiem.

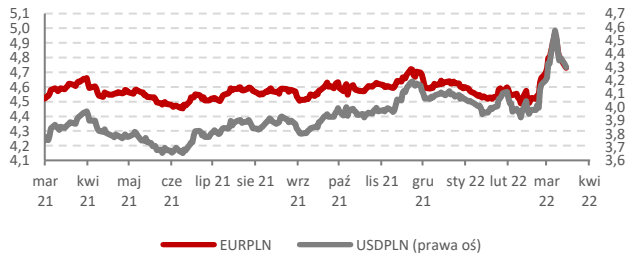
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 14 marca 2022</b>								
14:00	RU	Bilans handlowy	sty 22	USD	21,173	-		26,72
<b>Wtorek, 15 marca 2022</b>								
3:00	CN	Inwestycje, r/r	lut 22	%	12,2	-	5	4,9
3:00	CN	Produkcja przemysłowa, r/r	lut 22	%	7,5	-	3,9	4,3
3:00	CN	Sprzedaż detaliczna, r/r	lut 22	%	6,7	-	3	1,7
10:00	PL	Inflacja CPI r/r	lut 22	%	8,5	8	8,1	
11:00	DE	Indeks ZEW	mar 22	pkt	-39,3	-	10	54,3
11:00	EU	Produkcja przemysłowa m/m	sty 22	%	0	-	0,1	1,2
13:30	US	PPI m/m	lut 22	%	0,8	-	0,9	1
13:30	US	PPI, r/r	lut 22	%	10	-	10	9,7
13:30	US	Indeks NY Fed dla przemysłu	mar 22	Indeks	-11,8	-	7	3,1
<b>Środa, 16 marca 2022</b>								
13:30	US	Sprzedaż detaliczna m/m	lut 22	%		-	0,4	3,8
13:30	US	Ceny w eksporcie	lut 22	%		-	1,6	2,9
13:30	US	Ceny w imporcie	lut 22	%		-	1,5	2
14:00	PL	Saldo rachunku obrotów bieżących	sty 22	EUR		-1460	-943	-3957
14:00	PL	Inflacja bazowa	lut 22	%		5,3	6,3	5,3
15:00	US	Indeks rynku nieruchomości NAHB	mar 22	Indeks		-	81	82
19:00	US	Decyzja Fed o stopach	mar 22	%		0,375	0,375	0,125
<b>Czwartek, 17 marca 2022</b>								
11:00	EU	Inflacja, ost. dane, r/r	lut 22	%		-	5,8	5,8
13:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	220	227
13:30	US	Rozpoczęte budowy domów	lut 22	mln		-	1,69	1,638
13:30	US	Pozwolenia na budowę	lut 22	mln		-	1,85	1,895
13:30	US	Pobierane zasiłki dla bezrobotnych	poprz. tydz.	tys.		-	1,485	1,494
14:15	US	Produkcja przemysłowa m/m	lut 22	%		-	0,5	1,4
<b>Piątek, 18 marca 2022</b>								
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	lut 22	%		9,8	10	9,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa, r/r	lut 22	%		20,8	16,6	19,2
10:00	PL	PPI r/r	lut 22	%		14,2	15,1	14,8
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	lut 22	%		2,1	2,2	2,3
11:00	EU	Bilans handlowy	sty 22	EUR		-		-4,6
11:30	RU	Stopa banku centralnego	18 Mar	%		-		20
15:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	lut 22	mln		-	6,1	6,5
15:00	US	Wskaźnik wyprzedzający Conf. Board	lut 22	%		-	0,3	-0,3

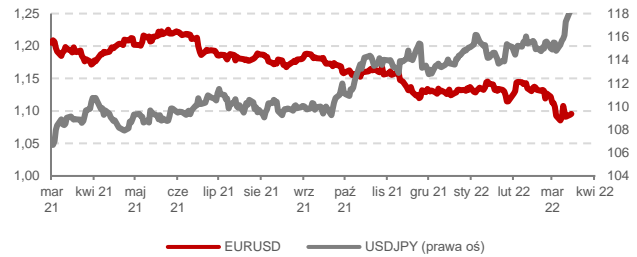
# BIULETYN EKONOMICZNY

Środa, 16 marca 2022

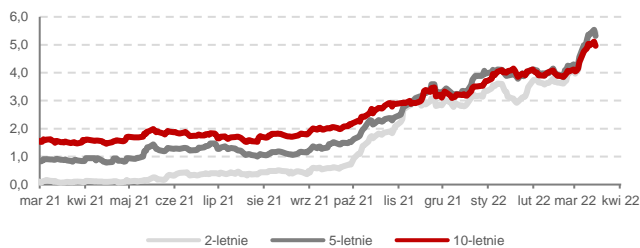
## Fixing NBP



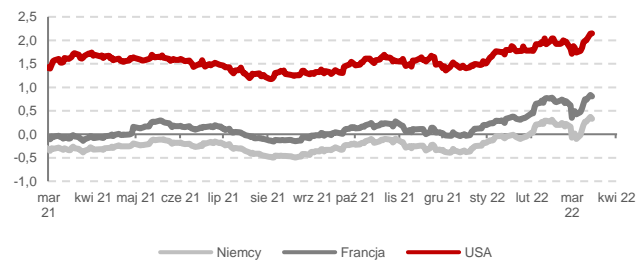
## Bazowe pary walutowe



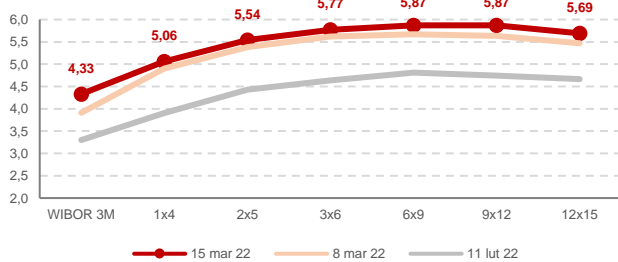
## Rentowności SPW



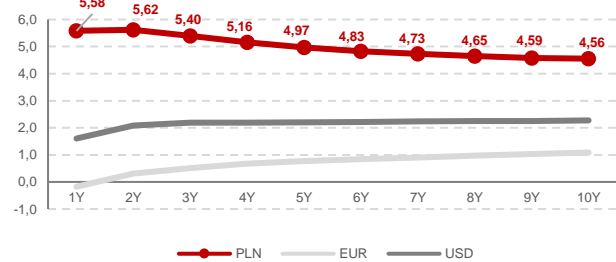
## Rentowności obligacji 10-letnich



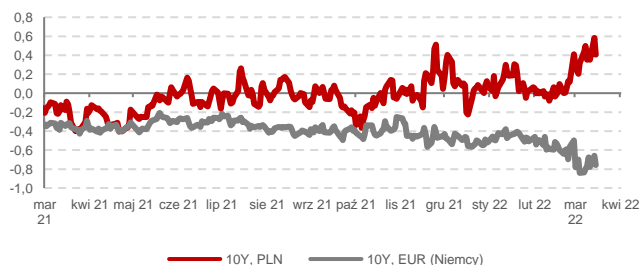
## Krzywa FRA



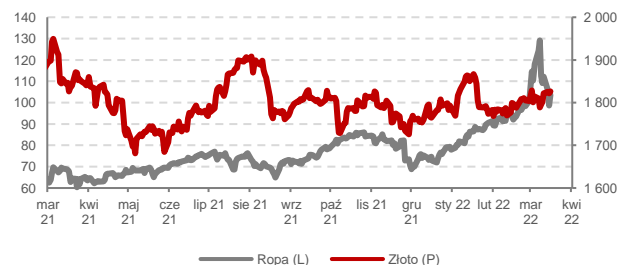
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





Środa, 16 marca 2022

#### Współpraca z klientami (dealery 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  
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. 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. 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 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