

wtorek, 22 marca 2022

## Bankierzy centralni głównymi bohaterami na scenie

Z rynkowego punktu widzenia dzisiejsza dane z Polski (indeksy koniunktury gosp. i dane NBP o sektorze bankowym) nie będą tak istotne jak kilka wystąpień bankierów centralnych zaplanowanych na dziś. Za nami już wystąpienie Luis de Guindos z EBC, przed nami wystąpienie Christine Lagarde (prezes EBC) o wyzwaniach dla bankowości centralnej na konferencji BIS o 14:15. Po drugiej stronie Oceanu z kolei wypowiedzi Williamsa (15:30) i Mester (22:00) z Fed. Węgierski bank centralny (MNB) zapewne podniesie stopy procentowe o 75 pb.

## Rozczarowujące dane o sprzedaży

Roczna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 8,1% r/r wobec 10,6% r/r w poprzednim miesiącu. To istotnie poniżej naszej prognozy na poziomie 13,1% r/r. Nie spodziewaliśmy się aż tak dużego wyhamowania w sprzedaży odzieży (spadek kontrybucji z +3,8 do +0,1 p.p. r/r) oraz dalszego pogorszenia w branży motoryzacyjnej (spadek kontrybucji z -1,3 do -2,3 p.p. r/r). Ze względu na wybuch wojny pod koniec lutego sprzedaż paliw wybiła istotnie ponad wzorec sezonowy (+23% m/m vs. -4% m/m w lutym). Ten jednorazowy czynnik podniósł dynamikę agregatu o 3,5 p.p. r/r. Obniżyły się dynamiki prasy i książek oraz mebli.

Warto odnotować, że w ujęciu odsezonowanym sprzedaż wzrosła o 1,4% m/m (+3,6% m/m w styczniu). Gdy jednak odejmiemy efekt przezornościach inwestycji w paliwo, okaże się, że sprzedaż zmalała realnie o 1,8% m/m SA. To już drugi w ostatnim czasie (po grudniu) ujemny odczyt. Naszym zdaniem widać tutaj sygnał spowolnienia popytu konsumenckiego. Bardzo możliwe, że wzrost cen dał się odczuć na tyle budżetom gospodarstw domowych, że przekierowują one część mniej pilnych wydatków na wydatki o sztywnej elastyczności popytu oraz na utrzymanie dotychczasowego napływu oszczędności.

Poza tym zaburzenia związane z wojną na wschodzie mogą dalej odbijać się rykoszetem na krajowej branży motoryzacyjnej i utrudniać powrót do przedkryzysowej działalności (obecnie sprzedaż samochodów spadła do poziomów z 2017), zwłaszcza wobec dalej występujących **niedoborów chipów**. W międzyczasie ceny samochodów rosną w rekordowym tempie +8,2% r/r. Tutaj podobnie jak z odzieżą (nasz komentarz [tutaj](#)): od 2020 roku ich ceny rosną w ogóle, bo wcześniej przez wiele lat spadały, co obrazuje z jakiego rodzaju powszechności presją inflacyjną mamy do czynienia. Naszym zdaniem napływ uchodźców będzie w tym roku amortyzował dynamikę konsumpcji, która traci oryginalny impuls po bardzo udanym 2021 roku. Przyczyny tego wyhamowania widzimy w balansującej blisko zera dynamice realnych wynagrodzeń oraz w przeprowadzonym zacieśnieniu polityki pieniężnej przez NBP.

## Budownictwo „dowodzi” wyniki

Dynamika produkcji budowlano-montażowej była względnie bliska naszym oczekiwaniom i podniosła się symbolicznie z 20,8% r/r w styczniu do 21,2% r/r. W ujęciu odsezonowanym oznacza to wzrost z 18,5% r/r do 19,1% r/r. Towarzyszył temu odsezonowany spadek o 6,0% m/m, ale to w końcu najbardziej zmienny sektor w gospodarce. Prawdopodobnie też mogliśmy już w tym miesiącu odczuć efekt niespodziewanego odpływu części ukraińskich pracowników z placów budowy oraz dające się zauważyć problemy z zaopatrzeniem w materiały budowlane. Ponownie najwięcej do wyniku kontrybuowała budowa budynków, która rośnie w tempie bliskim rekordów (+38,7% r/r).

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,7221	0,74%
USD	4,2707	0,72%
CHF	4,5701	1,27%
GBP	5,6109	0,44%
JPY (100)	3,5908	0,45%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1057	-0,31%
EURJPY	131,68	0,09%
EURGBP	0,8388	-0,57%
EURCHF	1,0297	-0,93%
USDJPY	119,19	0,50%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,85	0,42%
EURHUF	375,27	1,17%
EURRON	4,95	0,01%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	5,23	0,01
Polska PS0527	5,12	0,01
Polska DS0432	4,74	-0,02
Niemcy 10L	0,37	-0,02
Francja 10L	0,82	-0,01
USA 10L	2,15	-0,01
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	3,5	9 mar 22
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0,25-0,5	17 mar 22
WIBOR		Zmiana
O/N	3,55	0,00
1M	3,78	0,04
3M	4,40	0,03
6M	4,77	0,02
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	63 658,84	-0,74%
FTSE 100	7 404,73	0,26%
DAX	14 413,09	0,17%
S&P 500	4 463,12	1,17%
TOPIX	1 909,27	0,54%
Szanghaj	3 251,07	1,12%

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, 22 marca 2022

Cieszy wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę o 3,3 tys. Liczba mieszkań oddanych do użytku (18,4 tys.) utrzymywała średnią w trendzie wzrostowym, a liczba rozpoczętych budów wyraźnie odbiła od styczniowego dołka o 6 tys. do 17,9 tys. Powyższe przepływy utrzymały liczbę mieszkań w budowie na bliskim rekordzie poziomie 867 tys. Jednak dane powyższe to jedynie pocztówka z przeszłości. Wywołane wojną braki w dostępie do materiałów budowlanych (drewno i stal w dużej mierze importowaliśmy ze Wschodu) będą negatywnie wpływać na wyniki budownictwa w nadchodzących miesiącach. W tej sytuacji silne zacieśnienie warunków udzielania hipotek będzie tylko akompaniamentem dla spowolnienia budownictwa, w tym mieszkaniowego.

## Rynki bazowe ponownie w górę

Piątkowa korekta na rynku długu nie trwała długo i w poniedziałek inwestorzy zdecydowali się wyraźnie przecenić obligacje w Europie. Skala przeceny była podobna we wszystkich krajach członkowskich strefy euro (śr. +5 pb. na całej długości krzywej). W przypadku krzywej niemieckiej 2Y podniósł się o 3 pb. do -0,32%, a 10Y i 30Y o 7 pb. do odpowiednio 0,43% i 0,63%. Tym samym Bund (10Y) jest najwyższy od listopada 2018, a 30Y najwyższy od maja 2019. W pojedynku inwestorów z drużyny „wyższa inflacja” vs drużyna „spowolnienie z powodu wojny” na razie wydaje się wygrywać ta pierwsza.

W Stanach z kolei krzywa UST podniosła się na całej długości o 9 pb. do odpowiednio 2,03% (2Y), 2,23% (10Y) i 2,50% (30Y). Tym samym 2Y UST znalazło się najwyższe od maja 2019. Spread USD IRS (30Y-2Y) nurkuje w kierunku zera i zostało mu do niego tylko 11 pb., co oznacza, że duża część rynku nie wierzy w istotnie wyższe stopy przy obecnym cyklu zacieśnienia w USA.

Dziś rano sytuacja na rynkach akcji jest nieoczywista. Towarzyszą jej wzrosty cen ropy naftowej, surowców rolnych i złota. W tym otoczeniu przed południem spodziewamy się stabilizacji wycen długu po silnych zwyczajach dochodowości wczoraj. Dalszy marsz rentowności w górę mogą wspierać zapowiedziane na dziś wystąpienia bankierów centralnych. Uważamy, że ich wpływ będzie widoczny głównie na krótkim końcu krzywych.

## Koniec korekty na rynku SPW

W poniedziałek zaczęliśmy tydzień od pokaźnego wzrostu dochodowości krajowych obligacji. Krótki koniec krzywej SPW (2Y) podniósł się o 16 pb. do 5,39%, a środek krzywej (5Y) oraz długi koniec (10Y) o 19 pb. do odpowiednio 5,30% i 4,93%. Krzywe PLN IRS oraz PLN FRA tradycyjnie nieco tonowały nastroje i podniosły się średnio o 11 i 10 pb. Ta druga wycenia szczyt podwyżek RPP na wrzesień tego roku z WIBOR 3M na poziomie 5,94%, co odpowiada decyzjom o podwyżkach stóp przez następne 5 posiedzeń, po 50 pb. na każdym.

Rentowność SPW rosła wczoraj przed publikacją danych o 10:00. Następnym ruch w górę miał miejsce po 12:00. Pojawiła się wtedy informacja o podjęciu rozmów umożliwiających wprowadzenie poprawki do Konstytucji, która pozwoliłaby zwiększyć wydatki na zbrojenia poza limitem długu. Wydaje się, że rynek zinterpretował to jako wzrost prawdopodobieństwa pojawienia się dodatkowych potrzeb pożyczkowych w nadchodzących latach.

Dziś oczekujemy kontynuacji zwyczaj dochodowości krajowego długu napędzanej podobnym spodziewanym zachowaniem krótkiego końca krzywych na rynkach bazowych. Dodatkowe paliwo do przecen będą dawać rosnące ceny ropy naftowej i surowców rolnych.

## Cicha woda i niskie fale nad Atlantykiem

Euro i dolar traciły wobec większości walut na rynku. Pozostałe waluty bezpiecznych przystani (GBP, CHF i JPY) znajdowały się na delikatnym plusie. W tym otoczeniu trudno o jakąś sensowną interpretację spadku EURUSD o 8 pb. do 1,1050. Zmienności na EURUSD nie pomogą także pusty kalendarz makro, choć w tle nie brakowało wypowiedzi bankierów centralnych (Bostic z Fed), które zakotwiczyły oczekiwania na proces podwyżek w USA.

Dziś od rana EURUSD spada w reakcji na sugestię szefa Fed Jerome Powella podwyżek stóp o 50 pb. na najbliższym spotkaniu. W tle są niesprzyjające gospodarce europejskiej zwyczajki cen surowców przemysłowych, energetycznych i rolnych oraz obawy o trwałość ich dostaw. W dalszej części dnia możliwe jest przejściowe odreagowanie, o ile zapowiedziane na dziś wystąpienia przedstawicieli EBC będą zawierały sugestię podwyżek stóp (co wydaje się być prawdopodobne w tym otoczeniu).



wtorek, 22 marca 2022

## Waluty regionu ponownie na plusie

Korekta z końca zeszłego tygodnia nie trwała długo i waluty regionu CEE powróciły do wzrostów, pozytywnie wyróżniając się na tle szerokiego rynku. Najmocniej aprecjonowała CZK (+0,6%), na drugim miejscu PLN (+0,5%), a podium zamknął HUF (+0,4%). EURPLN obniżył się o 2 gr do 4,69 przy zmienności poniżej średniej.

Ten wzrost nie jest jednak bardzo typowy, ponieważ ani nie towarzyszyły temu powszechne wzrosty indeksów giełdowych, a w tle zyskiwały metale szlachetne, sugerując zwiększoną awersję do ryzyka. W dodatku większość z tego wzrostu jest z luki otwarcia wobec piątku. W związku z tym pozostajemy jeszcze ostrożni w oczekiwaniach na kontynuację trendu aprecjacyjnego rozpoczętego 8 marca.

Dziś rano złoty nieco traci do euro w ślad za spadającym EURUSD. W perspektywie końca dnia widzimy pole do dalszej przeceny złotego w obliczu oczekiwanych sugestii podwyżek stóp przy okazji wystąpień głównych bankierów centralnych oraz obaw o stabilność dostaw i wzrost cen kluczowych surowców.

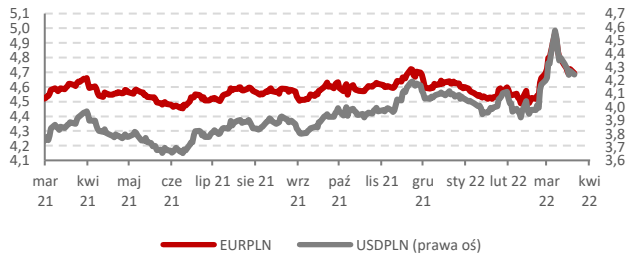
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 21 marca 2022</b>								
2:15	CN	Stopa procentowa	mar 22	%	3,7	-		3,7
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących, r/r	lut 22	%	16,5	-	16,7	20
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych, r/r	lut 22	%	8,1	13,1	8,3	10,6
<b>Wtorek, 22 marca 2022</b>								
10:00	EU	Bilans obrotów bieżących, odsez.	sty 22	EUR		-		22,596
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lut 22	%		7,7	7,8	7,7
14:00	HU	Stopa procentowa banku centralnego	mar 22	%		-	4,15	3,4
<b>Środa, 23 marca 2022</b>								
10:00	PL	Stopa bezrobocia	lut 22	%		5,3	5,5	5,5
15:00	US	Sprzedaż nowych domów	lut 22	mln		-	0,813	0,801
17:00	RU	PPI r/r	lut 22	%		-		23,1
<b>Czwartek, 24 marca 2022</b>								
10:00	EU	Flash PMI łączny	mar 22	pkt		-	54	55,5
10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	mar 22	pkt		-	56	58,2
10:00	EU	Flash PMI w usługach	mar 22	pkt		-	54,1	55,5
13:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	211	214
13:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	lut 22	%		-	-0,5	1,6
13:30	US	Zamówienia na dobra kap. z wył. obrony i lot.	lut 22	%		-		1
-	PL	Aukcja sprzedaży MF	mar 22	mln zł				
<b>Piątek, 25 marca 2022</b>								
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	mar 22	Indeks		-	94	98,9
10:00	EU	Podaż pieniądza M3	lut 22	%		-	6,3	6,4
15:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	mar 22	Indeks		-	59,7	59,7
15:00	US	Umowy sprzedaży domów, zmiana % m/m	lut 22	%		-	1,5	-5,7
17:00	RU	Produkcja przemysłowa, r/r	lut 22	%		-		8,6

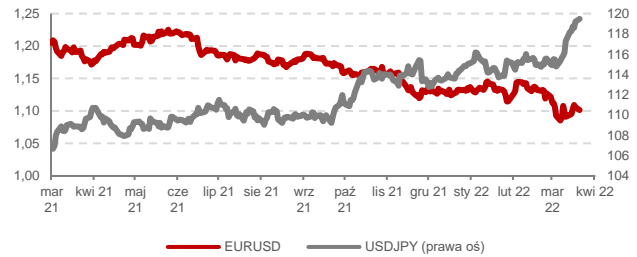
# BIULETYN EKONOMICZNY

wtorek, 22 marca 2022

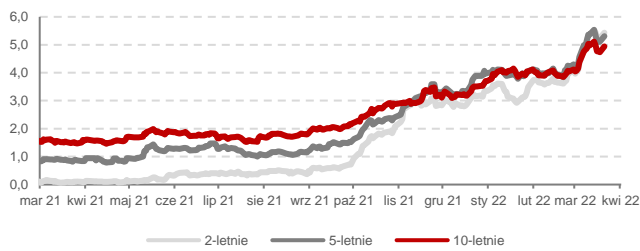
## Fixing NBP



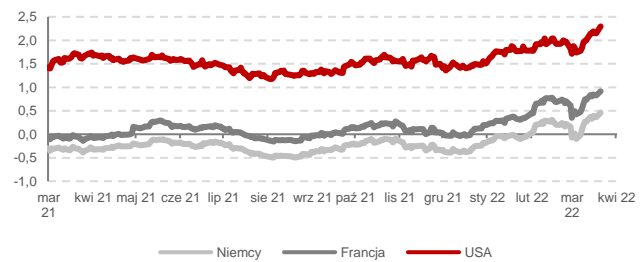
## Bazowe pary walutowe



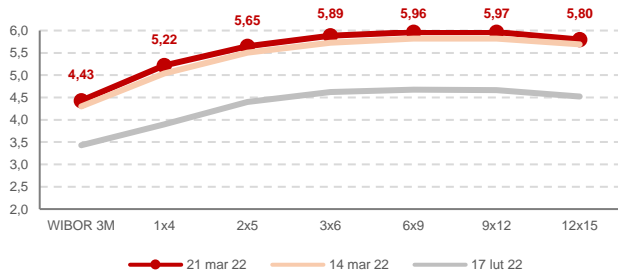
## Rentowności SPW



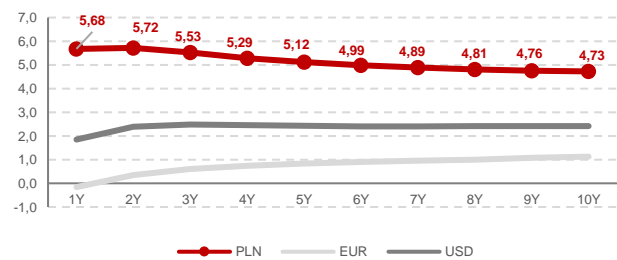
## Rentowności obligacji 10-letnich



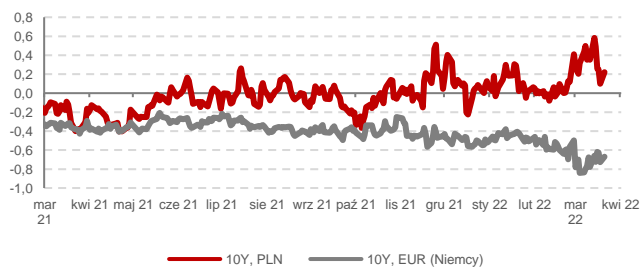
## Krzywa FRA



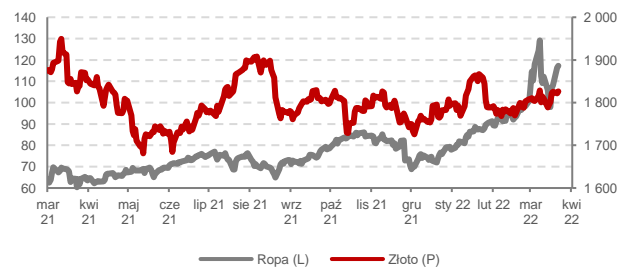
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców







wtorek, 22 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 Piłkuła, 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. 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 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