

## Dziś dane o koniunkturze konsumenckiej

W środę kalendarz danych makro nie zawiera pozycji, które mają potencjał do większego ruszenia rynkami finansowymi. Najwięcej uwagi mogą przy tym zwracać dane o koniunkturze konsumenckiej (rano odczyt GUS, a po południu dane KE dla strefy euro). Będą one ukazywać jak bardzo wojna na wschodzie osłabia nastroje gospodarstw domowych. Wczorajsze krajowe dane o koniunkturze z sektora przedsiębiorstw prezentowały się pesymistycznie. Nastroje pogorszyły się we wszystkich badanych branżach z wyjątkiem gastronomii. Najmocniej zmalał indeks dla transportu (-9,3 pkt do -13,8 pkt). Ponadto dzisiaj, istotne mogą być także wypowiedzi członków FOMC. Ich jastrzębi wydzwięk nie powinien jednak zaskakiwać. Tę będzie publikacja Biuletynu Statystycznego GUS wraz ze stopą bezrobocia na koniec lutego.

## Kredyty dla firm podnoszą podaż pieniądza

Podaż pieniądza M3 wzrosła w lutym o 8,0% r/r, co znajduje się nieco powyżej naszej (7,7% r/r), jak i rynkowej (7,8% r/r) prognozy. Powodem niespodzianki jest pokaźny wzrost agregatu kredytu po dwóch miesiącach stagnacji. Wyjaśnił on 15,5 z 23,8 mld zł wzrostu podaży pieniądza w lutym (0,8 p.p. z +1,2% m/m). Niemniej tylko 10,7 mld zł to zmiany transakcyjne (tzn. wynikające z udzielania i spłacania kredytów). Reszta to w dużej mierze efekt deprecjacji złotego w tym miesiącu.

Za większość przyrostu kredytu odpowiadają kredyty dla przedsiębiorstw – wyjaśniają 0,8 p.p. z 1,2% m/m wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego. Dynamika złotych kredytów korporacyjnych przyspieszyła z 7,9% r/r do 10,3% r/r. Tym razem cegiełkę dołożyły także kredyty inwestycyjne (+5,9 mld zł). Dołączyły one do kredytów bieżących, które do tej pory właściwie same ciągnęły cały agregat. Zwalniają za to złotowe hipoteki – ich dynamika z 1,2% m/m jeszcze pod koniec zeszłego roku spadła do 0,2% m/m w lutym. Mieliśmy już okazję zwrócić Państwu uwagę na to [tutaj](#).



Z ciekawostek: pozostałe MIF (lista [tutaj](#)) ulokowały w NBP na depozycie niemal rekordowe 78 mld zł (więcej w historii tylko raz w 12.2021), a „pozostałe aktywa” dalej szybują w kosmos i wynoszą już 181,4 mld zł (6,7% aktywów, więcej niż nawet aktywa zagraniczne sektora). Z kolei gotówka w kasach banków wystrzeliła o ponad 10 mld zł wobec trudności logistycznych w dowozie banknotów do prowincji Polski wobec paniki gotówkowej z końca lutego. To skala nienotowana nawet w trakcie covidowej paniki z marca i kwietnia 2020.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6930	-0,62%
USD	4,2444	-0,62%
CHF	4,5614	-0,19%
GBP	5,5819	-0,52%
JPY (100)	3,5593	-0,88%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1016	-0,37%
EURJPY	131,61	-0,06%
EURGBP	0,8367	-0,25%
EURCHF	1,0285	-0,12%
USDJPY	119,48	0,24%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,71	-0,59%
EURHUF	373,33	-0,52%
EURRON	4,95	-0,04%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	5,43	0,20
Polska PS0527	5,30	0,19
Polska DS0432	4,94	0,21
Niemcy 10L	0,46	0,09
Francja 10L	0,91	0,09
USA 10L	2,30	0,14
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	3,82	0,04
3M	4,43	0,03
6M	4,79	0,02
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	63 588,98	-0,11%
FTSE 100	7 442,39	0,51%
DAX	14 326,97	-0,60%
S&P 500	4 461,18	-0,04%
TOPIX	1 909,27	0,54%
Szanghaj	3 253,69	0,08%

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, 23 marca 2022

Publikacja ogółem ukazuje stabilny sektor bankowy, który bez twardego lądowania wchodzi w okres spowolnienia akcji kredytowej. Sądzymy, że aż tak wysoki wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw był raczej tylko jednorazową przygodą, więc spodziewamy się dalszego spadku relacji kredytu do PKB.

## Rynki bazowe nadal wyprzedają obligacje

Za nami drugi dzień wzrostów dochodowości obligacji skarbowych. W Europie dochodowość podniosła się średnio o 4 pb. W przypadku krzywej niemieckiej 2Y urósł o 4 pb. do -0,23%, 10Y o 5 pb. do 0,51%, a 30Y o 2 pb. do 0,67%. Tym samym tenor 2Y jest najwyższy od października 2015 roku. Podobnie w USA krzywa UST podniosła się na analogicznych tenorach o 5, 8 i 8 pb. do odpowiednio 2,17%, 2,36% i 2,60%. W tle miały miejsce wypowiedzi bankierów centralnych (Mester, Daly), które podsycały dalsze spadki cen papierów.

Dzisiaj przy skromnym kalendarzu makro może brakować impulsów do podtrzymania przeceny obligacji na rynkach bazowych. Wypowiedzi członków FOMC nie będą już zaskakiwać. Jednocześnie perspektywa jutrzejszej publikacji danych o koniunkturze PMI dla strefy euro (spodziewamy się wyraźnych spadków indeksów) może zatrzymać wzrosty rentowności, a nawet przełożyć się na ich lekką korektę.

## Rentowności SPW dalej szybują

We wtorek polskie obligacje skarbowe nadal taniały wraz z najważniejszymi benchmarkami z rynków bazowych. Krzywa SPW podniosła się od 13 do 15 pb. na całej długości, zamykając sesję na 5,57% (2Y), 5,46% (5Y) i 5,08% (10Y). Tym samym rentowność krótkiego końca jest najwyższą od czerwca 2009. Krzywe PLN IRS i PLN FRA podobnie (średnio +16 pb. i +15 pb. na całej długości).

Na jutrzejszej aukcji sprzedaży MF zaoferuje obligacje OK0724, PS0527, WZ1127, WZ1131 i DS0432 o łącznej wartości od 3 do 5 mld zł. Zwracamy uwagę, że ostatnio MF nie może pochwalić się popytem na swoje obligacje, co komentowaliśmy obszerniej [tutaj](#). Dla kontekstu warto odnotować, że MF opublikowało wczoraj wyniki budżetu za luty, które wskazały na 11,0 mld zł deficytu w tym miesiącu – zgodnie ze wzorcem sezonowym, aczkolwiek najwięcej od 2013 roku.

Dzisiaj polskie obligacje będą dalej poruszać się za rynkami bazowymi. Spodziewamy relatywnie spokojnej sesji, choć niska płynność rynku sprzyja utrzymaniu podwyższonej zmienności. Uważamy, że zwiększa się potencjał do umocnienia SPW ze względu na osłabienie krajowej koniunktury, czego potwierdzeniem będą dzisiejsze dane GUS. Aby inwestorzy w większym stopniu uwzględniali ten czynnik w wycenach, musi on jednak być odnotowany przez krajowe władze monetarne.

## EURUSD ponownie powyżej 1,10

Powszechne wzrosty indeksów giełdowych oznaczały wzrost skłonności do ryzyka i taki też kierunek było widać na rynku walutowym. Z wyjątkiem funta waluty bazowe przeważnie traciły (szczególnie JPY), zyskiwały waluty surowcowe i rynków rozwijających się (szczególnie AUD i NZD). EURUSD po porannych spadkach (do 1,096) powrócił do poziomów z poniedziałkowego popołudnia (1,1040). Wydaje się, że poprawa apetytu na ryzyko zneutralizowała wydzźwięk jastrzębich komentarzy członków FOMC, w tym J. Powella.

Uważamy, że perspektywa osłabienia indeksów PMI w strefie euro będzie sprzyjać wycenie amerykańskiej waluty w stosunku do euro. Nie oczekujemy jednak, aby dzisiejsze impulsy były na tyle silne, by EURUSD mógł testować poziomy poniżej wczorajszego minimum.

## Forint na czele walut regionu

Wczoraj złoty zyskiwał wraz z innymi walutami regionu na fali poprawy apetytu na ryzyko. EURPLN testował poziomy poniżej 4,68, pozostając przy tym wyraźnie powyżej lokalnego minimum z ubiegłego czwartku (4,66). Można dodać, że liderem CEE był wczoraj forint, który umocnił się wczoraj o 0,7% wobec szerokiego rynku po podwyżce stóp procentowych przez węgierski bank centralny (+1,0 p.p. do 4,4%). Ponadto, wczoraj wieczorem Minister Nowak poinformował, że zapadła zgoda polityczna na uruchomienie KPO, przy czym dzisiaj rano o wiele ostrożniej wypowiadał się w tej kwestii rzecznik polskiego rządu.

Spodziewamy się, że informacje o słabnącej koniunkturze w kraju i w strefie euro mogą blokować dalszy ruch EURPLN w dół. Niemniej, jeśli informacje dotyczące KPO byłyby potwierdzone, EURPLN ma szansę zejść poniżej czwartkowego minimum.

środa, 23 marca 2022

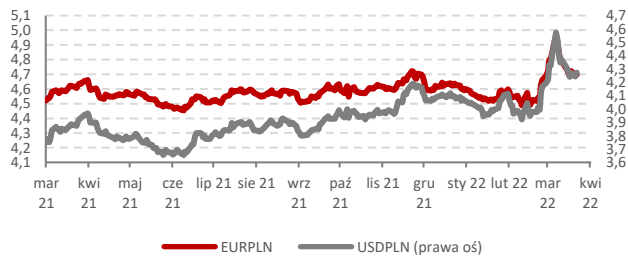
## Kalendarz publikacji makroekonomicznych

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	22,57	-		22,596
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	lut 22	%	8	7,7	7,8	7,7
14:00	HU	Stopa procentowa banku centralnego	mar 22	%	4,4	-	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		-	0,81	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		-	53,9	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		-	54,2	55,5
13:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	212	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	%		-	0,5	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		-	94,2	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	-5,7
17:00	RU	Produkcja przemysłowa, r/r	lut 22	%		-		8,6

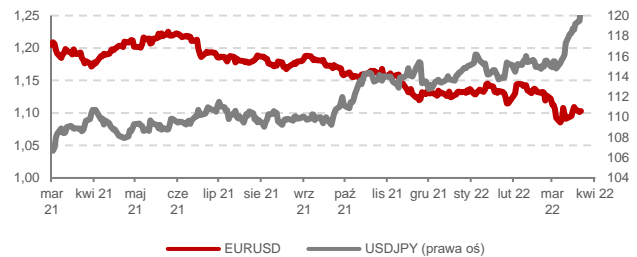
# BIULETYN EKONOMICZNY

środa, 23 marca 2022

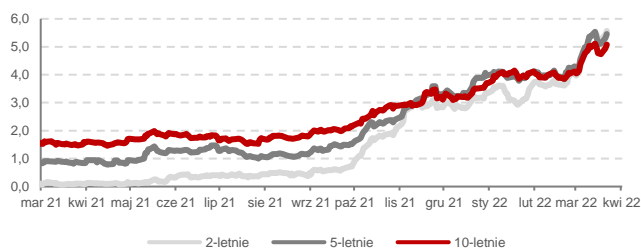
## Fixing NBP



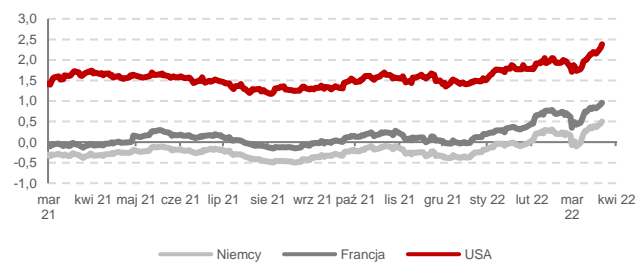
## Bazowe pary walutowe



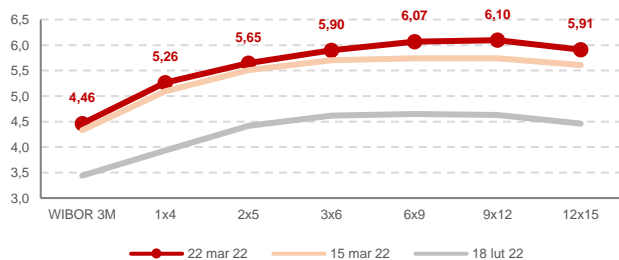
## Rentowności SPW



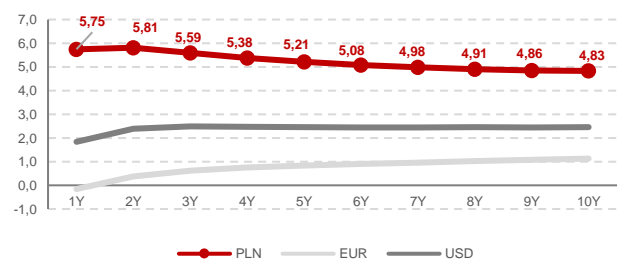
## Rentowności obligacji 10-letnich



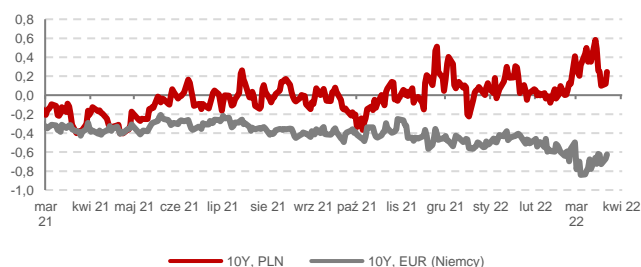
## Krzywa FRA



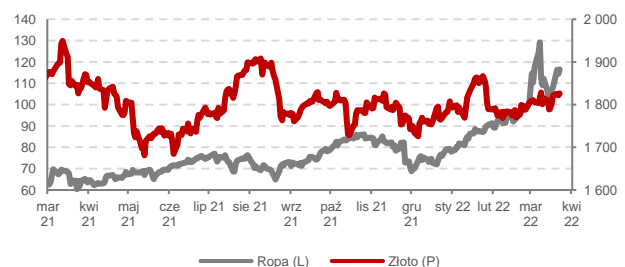
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców



Środa, 23 marca 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.