

wtorek, 26 kwietnia 2022

## Czekamy na marcowy Biuletyn Statystyczny

O 10:00 GUS opublikuje marcowe wydanie Biuletynu Statystycznego, w którym pojawi się ostatnia dana marca, stopa bezrobocia. Jest to jednak tylko formalność, bowiem dane szacunki ministerialne mówią, że spadała ona z 5,5% w lutym do 5,4% w marcu. Krajowe podwórko będzie jednak mniej ciekawe od popołudniowych danych z amerykańskiego przemysłu za marzec (nowe zamówienia), które zbudują kontekst dla czwartkowego, pierwszego szacunku PKB za I kw. tamże. Niewiele później poznamy marcową sprzedaż nowych domów zza oceanu.

## Jeszcze wyższe stopy NBP na horyzoncie

Wczoraj na Europejskim Kongresie Gospodarczym padła informacja ze strony premiera o utworzeniu Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, na który miałyby złożyć się banki komercyjne w ramach redukcji (cyt.) „niesprawiedliwych zysków” z tytułu wzrostu stóp procentowych w Polsce. Ponadto zapowiedział wprowadzenie trzech miesięcy wakacji kredytowych w latach 2022 i 2023 dla kredytobiorców ogółem oraz 2 tys. zł dopłaty na okres 3 lat dla kredytobiorców z problemami z obsługą długu.

Jednocześnie premier poinformował, że w tym roku deficyt sektora finansów publicznych wyniesie ok. 4,0% PKB (wobec 2,8% zakładanych w uzasadnieniu do ustawy budżetowej). Z powodu różnicy GG – SFP szacujemy, że trzeba dodać do wypowiedzi premiera jeszcze ok. 1 p.p., aby zobrazować całość potrzeb pożyczkowych rządu w tym roku.

W związku z tym dostrzegamy ryzyko w górę dla scenariusza stóp procentowych. Po pierwsze utrudnione zacieśnienie polityki pieniężnej będzie skutkowało koniecznością większych podwyżek stóp procentowych NBP, który wciąż będzie chciał uzyskać ten sam efekt (tzn. zbić inflację), a nie robi tego inaczej niż poprzez wyhamowanie zagregowanego popytu, który FWK będzie pobudzał. Po drugie dodatkowe wydatki z budżetu ponownie zwiększą podaż SPW, a przez to wywrą presję na krajowe obligacje.

## Kolejne oznaki spowolnienia akcji kredytowej

Wobec powyższych uwarunkowań publikacja o krajowym sektorze bankowym przeszła bez większego echa, zwłaszcza, że dynamika głównie wypatrywanej podaży pieniądza (7,9% r/r) była bliska oczekiwaniom (7,7% r/r). Niemniej warto zwrócić uwagę na jej wysoki, miesięczny przyrost (+1,3% m/m), rzadko obserwowany po pandemii. Poza tym w marcu wartość nowo udzielonych kredytów netto była jeszcze wyższa niż w lutym (11,2 mld zł vs 10,7 mld zł) mimo podwyżek stóp procentowych. To z powodu jednorazowego, odstającego od średniej wzrostu należności MIF od pozostałych inst. fin. (fundusze, leasing itd.). Sądzymy, że skok tego agregatu w połączeniu z zaniedbywalnym przyrostem rejestracji nowych pojazdów oraz wyraźnym hamowaniem kredytów dla przedsiębiorstw sugeruje wzrost zobowiązań firm leasingowych wynikający z nieregularności spłat. Kredyt dla przedsiębiorstw rzeczywiście zgodnie z oczekiwaniami wyhamował, a kredyt dla gosp. dom. nawet zmalał (-2,7 mld zł). Ujemnie kontrybuowały także aktywa zagraniczne sektora (też rzadka obserwacja ostatnio) wobec spłaty frankowych kredytów i interwencji walutowych NBP.

Pojawiające się od jakiegoś czasu sygnały spowolnienia w kredytach wskazywaliśmy już Państwu [tutaj](#). Sądzymy, że wobec konsekwentnych podwyżek stóp NBP trend hamowania kredytu będzie postępował.

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6405	0,09%
USD	4,3188	0,59%
CHF	4,5047	0,26%
GBP	5,5054	-0,49%
JPY (100)	3,3707	0,70%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,0713	-0,76%
EURJPY	137,26	-1,11%
EURGBP	0,8410	-0,01%
EURCHF	1,0279	-0,55%
USDJPY	128,14	-0,34%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,37	0,14%
EURHUF	372,25	0,07%
EURRON	4,95	0,05%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	6,48	-0,09
Polska PS0527	6,67	-0,11
Polska DS0432	6,22	-0,10
Niemcy 10L	0,85	-0,12
Francja 10L	1,31	-0,12
USA 10L	2,82	-0,09
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	4,5	7 kwi 22
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0,25-0,5	17 mar 22
WIBOR		Zmiana
O/N	4,59	0,01
1M	4,99	0,06
3M	5,79	0,05
6M	6,01	0,08
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	59 442,53	-2,40%
FTSE 100	7 380,54	-1,88%
DAX	13 924,17	-1,54%
S&P 500	4 296,12	0,57%
TOPIX	1 876,52	-1,50%
Szanghaj	2 928,51	-5,13%

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.

## Dobre środowisko do zakupów obligacji

Obawy o spowolnienie wzrostu przyczyniły się do kontynuacji wyprzedaży akcji, a w związku z awersją do ryzyka zyskiwały obligacje. W Stanach krzywa UST otworzyła się ujemną luką i kontynuowała spadki dochodowości przez resztę sesji. Finalnie obniżyła się na całej długości o śr. 12 pb. do odpowiednio 2,55% (2Y), 2,77% (10Y) i 2,87% (30Y).

W Europie podobnie zyskiwały ceny papierów każdego kraju członkowskiego strefy euro z wyjątkiem Grecji, w przypadku której spowolnienie w Europie to tradycyjnie dodatkowa premia do ryzyka dla obligatariuszy. W przypadku krzywej niemieckiej niżki wyniosły na kluczowych węzłach -13 pb. (2Y), -12 pb. (10Y) i -6 pb. (30Y), w wyniku czego krzywa zamknęła sesję na odpowiednio 0,15%, 0,85% i 1,00%. Dwa kroki w tył dał także rynek pieniężny (18x24 - 26 pb.).

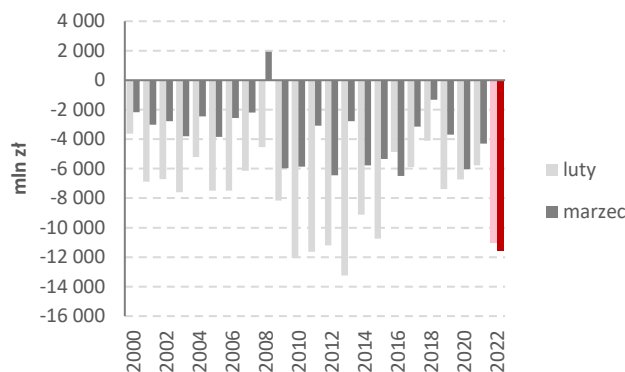
Dziś od rana obserwujemy próby odbicia na rynkach akcji w Azji w ramach odreagowania po wczorajskich spadkach oraz w obliczu spekulacji na temat możliwego wsparcia słabnącego wzrostu przez chińskie władze. W tle były rachityczne próby korekty wczorajskich spadków cen ropy naftowej. W tym otoczeniu widzimy miejsce dla kontynuacji zniżek dochodowości, szczególnie wobec porannych ostrzeżeń ministra spraw zagranicznych Rosji, że grozi nam konflikt nuklearny. W tej sytuacji zapowiedziane na popołudnie publikacje danych o zamówieniach w przemyśle i nastrojach konsumentów Conference Board w USA, raczej nie będą w stanie odwrócić zniżkowego trendu dochodowości.

## Globalna awersja do ryzyka silniejsza od krajowych czynników

W czasach awersji do ryzyka rynki przeważnie chodzą razem i rzadko zdarzają się wyraźne wyjątki. Tak było też w przypadku SPW, których dochodowość obniżyła się na całej długości krzywej o śr. 11 pb., w tym na głównych węzłach (2Y, 5Y, 10Y) o 9, 11 i 10 pb. do odpowiednio 6,49%, 6,68% i 6,22%. Z kolei ciekawie zachowała się krzywa FRA: krótki koniec zmaleł (w ślad za awersją do ryzyka), długi wzrósł (wycena FWK). W międzyczasie WIBOR 6M dołączył do grupy tenorów z szóstką z przodu.

W tle MF opublikowało szacunkowe wykonanie BP za marzec, z którego wynika, że odnotowaliśmy najwyższy marcowy deficyt w historii (-11,5 mld zł). To pochodna znacznie silniejszego od wzorca sezonowego spadku dochodów (-13,4% m/m) oraz zaangażowania polskiego rządu w skutki konfliktu na Ukrainie (dodatkowe wydatki).

Deficyt BP w danym miesiącu w roku



Dziś możliwa jest kontynuacja spadków dochodowości SPW w ślad za spodziewanym zachowaniem rynków bazowych. Wspomagać ten scenariusz powinny spadające ceny ropy naftowej. Ograniczeniem dla poprawy wycen jest komponent związany z wzrostem napięcia na Ukrainie po porannych wypowiedziach Ławrowa.

## Dolar aprecjonuje wobec ciemnych chmur

Dolar zyskiwał powszechnie na fali awersji do ryzyka. W przypadku kursu EURUSD notowania obniżyły się o 80 pb. do 1,0720. Jedynymi walutami, wobec których dolar nie zyskał, były frank i jen – sztandarowe bezpieczne przystanie.

Dziś rano EURUSD nerwowo zareagował na wzrost napięcia w relacjach Zachód-Rosja po wypowiedziach rosyjskiego ministra spraw zagranicznych. Sądzymy, że w tym otoczeniu presja na osłabienie euro utrzyma się, zaś publikowane po południu dane z USA będą wspierały umocnienie dolara.

## Złoty na razie jeszcze stabilny

W poniedziałek złoty osłabił się symbolicznie wobec euro o 0,2 gr. Aczkolwiek zmienność w ciągu dnia była zauważalna, choć poniżej średniej. Na tle walut regionu (CZK i HUF) złoty wypadł najlepiej, szczególnie względem forinta (-0,8%). Para wciąż walczy z oporem na 4,65. Sądzymy jednak, że z dwóch ograniczeń konsolidacji łatwiej będzie kursowi przebić to górne.

Dziś rano złoty osłabił do euro. Deprecjację naszej waluty wsparło umocnienie euro do dolara oraz wzrost ryzyka geopolitycznego. W dalszej części dnia spodziewamy się podtrzymania presji na osłabienie złotego.

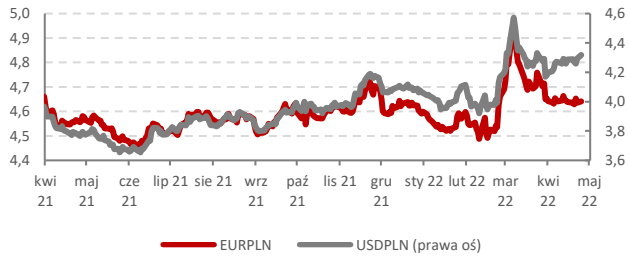
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 25 kwietnia 2022</b>								
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	kwi 22	pkt	91,8	-	89,1	90,8
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	mar 22	%	7,9	7,7	7,7	8
<b>Wtorek, 26 kwietnia 2022</b>								
10:00	PL	Stopa bezrobocia	mar 22	%		5,4	5,4	5,5
14:00	HU	Stopa procentowa banku centralnego	kwi 22	%		-	5,4	4,4
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	mar 22	%		-	1	-2,1
14:30	US	Zamówienia na dobra kap. z wył. obrony i lot.	mar 22	%		-	0,5	-0,2
15:00	US	Indeks cen domów Case-Shiller r/r	lut 22	%		-	19	19,1
16:00	US	Zaufanie konsumentów Conf. Board	kwi 22	pkt		-	108	107,2
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	mar 22	mln		-	0,765	0,772
<b>Środa, 27 kwietnia 2022</b>								
16:00	US	Umowy sprzedaży domów, zmiana % m/m	mar 22	%		-	-1,7	-4,1
18:00	RU	Sprzedaż detaliczna, r/r	mar 22	%		-	4,3	5,9
18:00	RU	Stopa bezrobocia	mar 22	%		-	4,5	4,1
18:00	RU	Realne wynagrodzenia	lut 22	%		-	0,9	1,9
18:00	RU	Produkcja przemysłowa, r/r	mar 22	%		-	-2,6	6,3
<b>Czwartek, 28 kwietnia 2022</b>								
11:00	EU	Wskaźnik zaufania konsumentów	kwi 22	pkt		-	-16,9	-16,9
11:00	EU	Syntetyczny indeks nastrojów gospodarczych	kwi 22	pkt		-	108	108,5
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.		-	180	184
14:30	US	PKB kwart., I szacunek	I kw. 2022	%		-	1,1	6,9
<b>Piątek, 29 kwietnia 2022</b>								
8:00	DE	Ceny importu r/r	mar 22	%		-	28,6	26,3
10:00	PL	CPI wstępny, % r/r	kwi 22	%		-		11
10:00	EU	Podaż pieniądza M3	mar 22	%		-	6,2	6,3
11:00	EU	Szacunki inflacji HICP r/r	kwi 22	%		-	7,5	7,4
12:30	RU	Stopa banku centralnego	29 Apr	%		-		17
14:30	US	Wydatki Amerykanów	mar 22	%		-	0,7	0,2
14:30	US	Dochody Amerykanów	mar 22	%		-	0,4	0,5
15:00	RU	Rezerwy walutowe	poprz. tydz.	USD		-		611,1
16:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	kwi 22	pkt		-	65,7	65,7

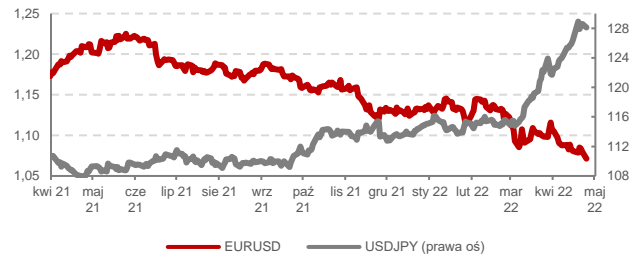
# BIULETYN EKONOMICZNY

wtorek, 26 kwietnia 2022

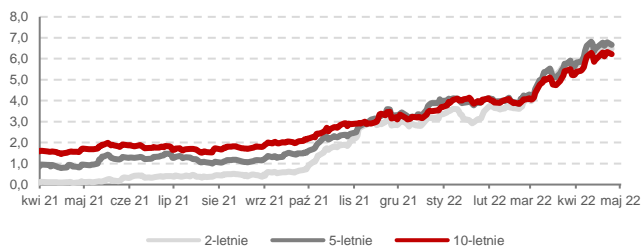
## Fixing NBP



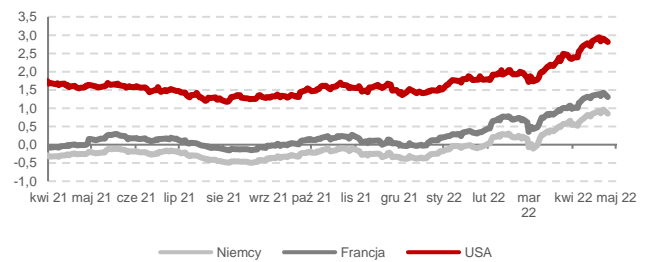
## Bazowe pary walutowe



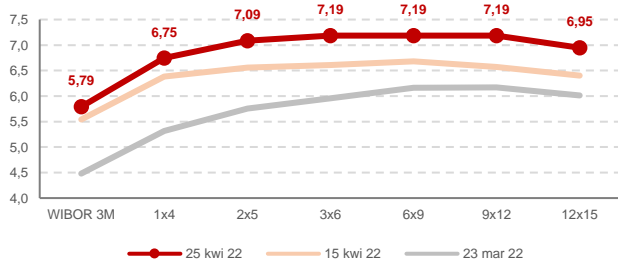
## Rentowności SPW



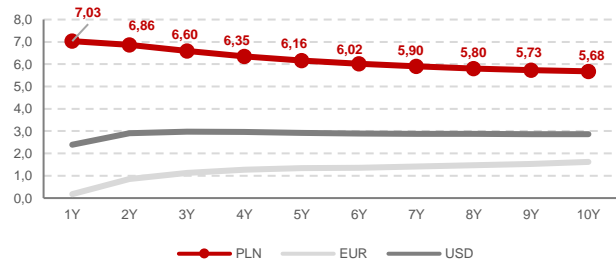
## Rentowności obligacji 10-letnich



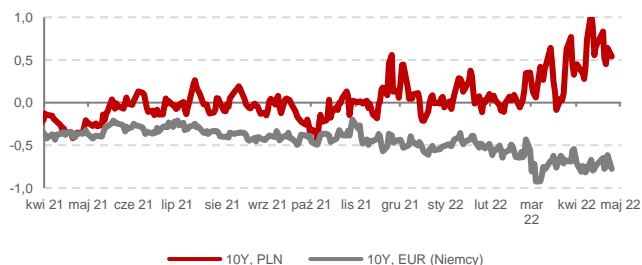
## Krzywa FRA



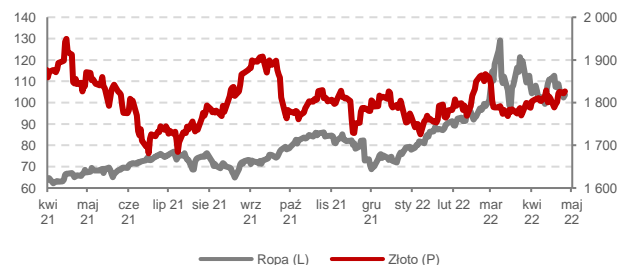
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





BIULETYN

# EKONOMICZNY

BGK  
BANK GOSPODARSTWA  
KRAJOWEGO

wtorek, 26 kwietnia 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. 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. 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 ryzyka 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