

piątek, 27 maja 2022

## Makro piątek

Dzisiejsze dane będą ciekawsze dla ekonomistów niż inwestorów. Na dzień dobry sektor bankowy w UE o 10:00 – więcej szczegółów niż „headline’ów”. Z kolei o 14:30 raport BEA o dochodach i wydatkach amerykańskich gospodarstw domowych za kwiecień na podstawie danych, które już można było zawczasu oszacować na podstawie innych raportów (rynek pracy, CPI, sprzedaż detaliczna), więc ponownie więcej szczegółów niż kluczowych zmiennych. Tydzień zamkniemy finalnym raportem Uniwersytetu w Michigan, którego wstępną wersję zdążyliśmy poznać w połowie maja ([tutaj](#)).

## Dywergencja po dwóch stronach Oceanu

W czwartek, podobnie jak w środę, amerykański dług miał wyraźniejsze tendencje do umocnienia w przeciwieństwie do europejskiego. Krzywa UST ponownie obniżyła się na krótkim końcu (2Y), pozostała bez zmian na środku (10Y) i podniosła się na długim końcu (30Y). Zmiany wyniosły odpowiednio -1 i +1 pb., w wyniku czego krzywa zamknęła się na 2,49%, 2,75% i 2,99%. W tle był komentowany jako potwierdzające spowolnienie i w znacznej mierze już zdyskontowany przez rynek długu, drugi odczyt PKB za I kw. w USA. Opublikowane dane pokazały szybszy niż wstępnie szacowano spadek PKB w I kw. (z -1,3% k/k, do -1,5%). Struktura tego spadku była praktycznie identyczna jak przy pierwszym odczycie ([tutaj](#)). Inwestorzy odpowiedzieli na to solidnym popytem na aukcji UST, na której amerykański Departament Skarbu ulokował 42 mld USD.

W Europie dochodowość długu z wyjątkiem Włoch (-6 pb.) przeważnie rosta. W ich wypadku zaważyły spekulacje na temat możliwej skali podwyżek na lipcowym spotkaniu (+0,25 pb. vs +50 pb.). W przypadku krzywej niemieckiej zmiany na głównych węzłach wyniosły odpowiednio 0, +4 i +9 pb. do odpowiednio 0,33%, 1,00% i 1,28%. Analogicznie podniosła się także EUR IRS, ale nie EUR FRA.

Dziś o poranku kontrakty na Bunda i UST delikatnie umacniają się przy dosyć niskim wolumenie. Jednocześnie za nami całkiem udana sesja na azjatyckich parkietach, gdzie przeważała głęboka zieleń na większości ważniejszych indeksów. Inwestorzy podążyli za udaną sesją na Wall Street dzień wcześniej, w trakcie której kupującym udało się odrobić niemałą część strat z poprzedniego tygodnia.

Sądzymy, że pomimo wzrostów na giełdach czeka nas kontynuacja zniżek rentowności UST w oczekiwaniu na dane inflacyjne PCE (tu spodziewamy się słabszych niż poprzednie dynamik). W tym otoczeniu oraz wobec braku publikacji ważniejszych danych w Europie krzywe europejskie mają szanse stabilizować się.

## Krajowy dług reaguje na politykę fiskalną

W czwartek krajowe SPW ponownie były wyprzedawane, tym razem już na całej krzywej. Na głównych węzłach krzywej (2Y, 5Y, 10Y) wyżki wyniosły odpowiednio +18, +8 i +12 pb., przez co krzywa SPW zamknęła sesję na poziomach 6,41%, 6,85% i 6,67%. Wzrosty zaczęły się jeszcze przed wczorajszą, udaną aukcją sprzedaży MF. Towarzyszyły temu analogiczne wzrosty krzywej PLN IRS (+13 pb.) oraz krzywej PLN FRA (+12 pb.).

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,6135	0,39%
USD	4,3189	0,28%
CHF	4,5003	0,62%
GBP	5,4257	0,59%
JPY (100)	3,4088	0,57%
Waluty bazowe		Zmiana
EURUSD	1,0726	0,41%
EURJPY	136,35	0,30%
EURGBP	0,8513	0,25%
EURCHF	1,0290	0,17%
USDJPY	127,16	-0,13%
Waluty regionu		Zmiana
EURCZK	24,71	0,15%
EURHUF	393,32	0,07%
EURRON	4,94	-0,01%
Rynki długu		Zmiana
Polska PS0424	6,41	0,18
Polska PS0527	6,85	0,08
Polska DS0432	6,67	0,12
Niemcy 10L	1,00	0,04
Francja 10L	1,51	0,03
USA 10L	2,74	-0,01
Stopy banków centralnych		Zmiana
Polska	5,25	6 maj 22
strefa euro	0	16 mar 16
USA	0,75-1	5 maj 22
WIBOR		Zmiana
O/N	5,38	0,03
1M	5,79	0,04
3M	6,53	0,02
6M	6,75	0,03
Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	56 929,76	1,36%
FTSE 100	7 564,92	0,56%
DAX	14 231,29	1,59%
S&P 500	4 057,84	1,99%
TOPIX	1 877,58	0,05%
Szanghaj	3 123,11	0,50%

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, 27 maja 2022

Wiążemy te zmiany z wczorajszą legislatywą Sejmu (14. emerytura, podwyżki dla medyków, Izba Dyscyplinarna (otwarta furtka dla KPO)), które będą działać propopytowo i wymagać reakcji polityki pieniężnej. Nie należy też zapominać o wysoko ustawionych oczekiwaniach rynku dotyczących odczytu inflacji za maj, który ujrzymy w przyszłym tygodniu. W tle NBP podał swoje szacunki dotyczące kosztu wakacji kredytowych, który w wersji maksimum ma wynieść 20 mld zł i jednocześnie przekazał negatywną opinię nt. powszechnych wakacji kredytowych.

Na wczorajszej aukcji MF sprzedało 5,5 mld zł obligacji (+0,253 mld zł na dodatkowej) przy popycie ok. 7 mld zł. Sprzedaż i popyt koncentrowały się w segmencie 5Y (1,51 mld PS0527 i 1,57 mld WZ1127) i 10Y (1,38 mld DS0432), pokazując coraz większe zainteresowanie inwestorów segmentem stało-kuponowym. Dziś spodziewamy się kontynuacji wzrostów dochodowości SPW, aczkolwiek w ograniczonej skali. Paliwem dla tego ruchu będzie konieczność dostosowania ścieżki stóp procentowej w górę wobec dalszej stymulacji fiskalnej rządu w kontrze do polityki NBP.

## Dolar w odwrocie

Spudłowaliśmy. Dolar nie kontynuował w czwartek ruchu aprecjacyjnego wobec większości rynku. W przypadku EURUSD kurs podniósł się o 45 pb. do 1,0725. W tle była ujemna rewizja danych o amerykańskim PKB za I kw. i spekulacje na temat prawdopodobnej skali podwyżek stóp po obu stronach oceanu (w USA szacunki szły w dół, w Europie stabilizacja lub w górę).

W trakcie sesji azjatyckiej dolar ponownie jest intensywnie wyprzedawany i osłabia się do większości walut. Sądzymy, że rynek gra pod wyhamowanie podwyżek Fed (stąd też łatwość wzrostu na Wall Street) wobec globalnych problemów na horyzoncie. Sądzymy, że tendencja ta utrzyma się w dalszej części dnia wobec oczekiwań na publikację danych inflacyjnych PCE i o nastrojach konsumentów z USA (w obu wypadkach spodziewamy się słabszych wyników).

## (Chwilowe?) wyhamowanie wzrostów złotego

W czwartek krajowa waluta kontynuowała deprecjację, ale w bardzo umiarkowanym tempie. Na zamknięciu EURPLN był wyższy o 0,5 gr i wynosił 4,6020. W ciągu dnia kupujący euro wypchnęli kurs nawet powyżej 4,61, ale sprzedający pozostają czujni i zawczasu powstrzymali ewentualne próby podbicia kursu. Naszym zdaniem niska zmienność złotego była pochodną pogarszających się perspektyw dla silnych zwyżek stóp w USA i doniesień o większej ekspansji fiskalnej z krajowego parlamentu.

W porannym handlu złoty ponownie kieruje się wyraźnie na południe i rozpoczyna sesję europejską blisko 4,5980. Wygląda na to, że nawet inwestorzy spekulują na temat dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej przez NBP wobec nowej legislatywy o kredytobiorcach. Z technicznego punktu widzenia dolne knoty z ostatnich trzech dni mogą niepokoić, ale ewentualnym potwierdzeniem zanegowania impulsu spadkowego będzie dopiero dzisiaj sesja.

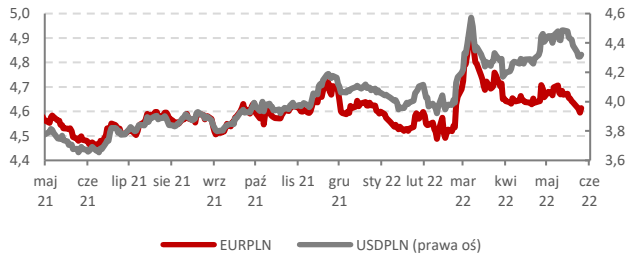
**Kalendarz publikacji makroekonomicznych**

Godz.	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Odczyt	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
<b>Poniedziałek, 23 maja 2022</b>								
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna, r/r	kwi 22	%	19	12,1	16,9	9,6
10:00	DE	Ifo Klimat w biznesie	maj 22	pkt	93	-	91,4	91,8
<b>Wtorek, 24 maja 2022</b>								
10:00	EU	Flash PMI łączny	maj 22	pkt	54,9	-	55,3	55,8
10:00	EU	Flash PMI w przemyśle	maj 22	pkt	54,4	-	54,9	55,5
10:00	EU	Flash PMI w usługach	maj 22	pkt	56,3	-	57,5	57,7
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	kwi 22	%	8,2	8,3	8,6	7,9
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	kwi 22	mln	0,591	-	0,75	0,763
<b>Środa, 25 maja 2022</b>								
10:00	PL	Stopa bezrobocia	kwi 22	%	5,2	5,2	5,3	5,4
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	kwi 22	%	0,4	-	0,6	1,1
14:30	US	Zamówienia na dobra kap. z wył. obrony i lot.	kwi 22	%	0,3	-	0,5	1,3
18:00	RU	PPI r/r	kwi 22	%	31,5	-	-	26,7
<b>Czwartek, 26 maja 2022</b>								
9:30	RU	Stopa banku centralnego	maj	%	11	-	-	14
14:30	US	Nowi bezrobotni	poprz. tydz.	tys.	210	-	215	218
14:30	US	Drugi szacunek PKB	I kw. 2022	%	-1,5	-	-1,3	-1,4
15:00	RU	Rezerwy walutowe	poprz. tydz.	USD	583,4	-	-	585,7
16:00	US	Umowy sprzedaży domów, zmiana % m/m	kwi 22	%	-3,9	-	-2	-1,2
-	PL	Aukcja sprzedaży MF	maj 22	mln zł	-	-	-	-
<b>Piątek, 27 maja 2022</b>								
10:00	EU	Podaż pieniądza M3	kwi 22	%	-	-	6,3	6,3
14:30	US	Wydatki Amerykanów	kwi 22	%	-	-	0,7	1,1
14:30	US	Dochody Amerykanów	kwi 22	%	-	-	0,5	0,5
16:00	US	Nastroje konsumentów Michigan, dane ost.	maj 22	pkt	-	-	59,1	59,1

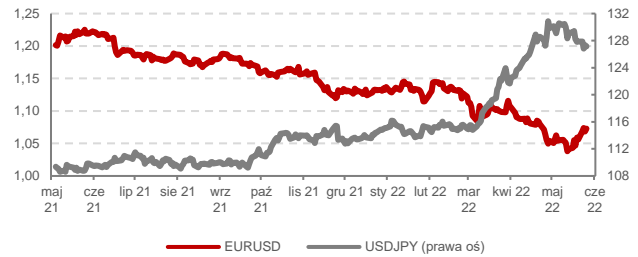
# BIULETYN EKONOMICZNY

piątek, 27 maja 2022

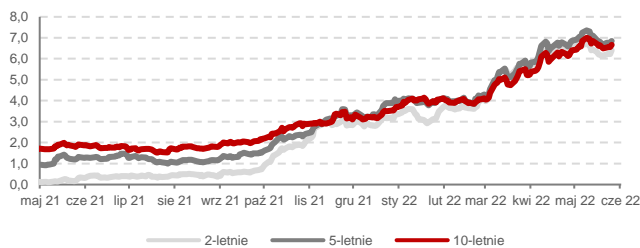
## Fixing NBP



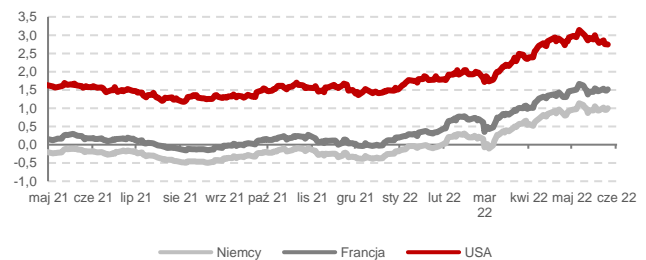
## Bazowe pary walutowe



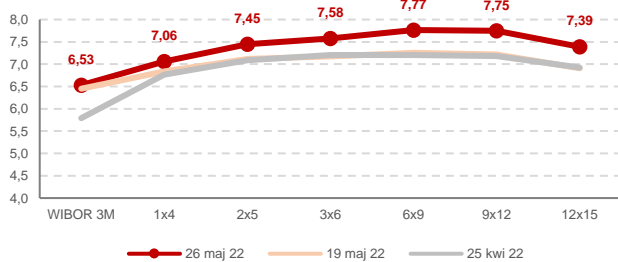
## Rentowności SPW



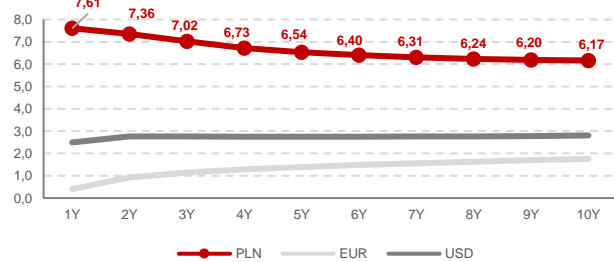
## Rentowności obligacji 10-letnich



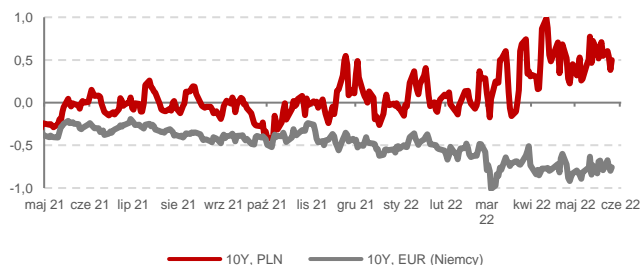
## Krzywa FRA



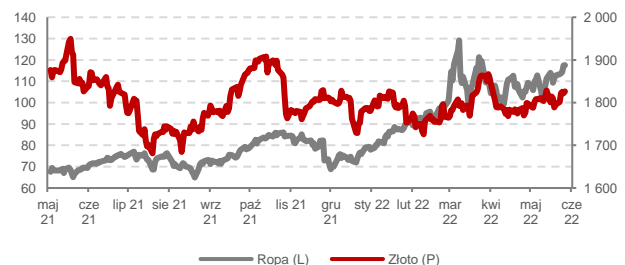
## Krzywa IRS



## Marża ASW



## Rynek surowców





piątek, 27 maja 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  
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 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.

**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