

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

21 lutego 2022

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Dalszy wzrost ryzyka geopolitycznego na świecie sprzyja przepływowi kapitału w kierunku bardziej bezpiecznych aktywów (dolar, frank, obligacje bazowe). Początek tygodnia przynosi jednak niewielką odwilż i spadek groźby interwencji militarnej po propozycji organizacji kolejnego spotkania Putin - Biden, które może być decydujące dla perspektyw potencjalnego konfliktu militarne. Tym bardziej, iż bazując na napływających informacjach ze strony przedstawicieli USA prawdopodobnie wchodzimy w decydującą fazę negocjacji w sprawie możliwego zażegnania konfliktu. Złoty próbuje wykorzystać bieżącą mini-deeskalację napięcia do zbliżenia się do poziomu 4,50. O losach rynków finansowych w najbliższych dniach decydować będzie czynnik geopolityczny a nie ekonomiczny, stąd trudno przewidzieć, jak potoczą się notowania szerokiej klasy aktywów. Sytuacja jest bowiem niezwykle dynamiczna.

Najważniejsze dane tego tygodnia

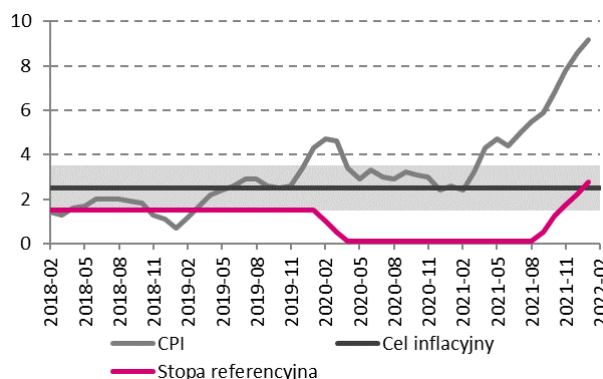
Zestaw amerykańskich danych makro zgodny z podwyżką stóp w marcu

W piątek poznamy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów w styczniu. Według konsensusu prognoz dochody wzrosły o 0,3% m/m po spadku o 0,2% m/m w grudniu. W przypadku wydatków oczekuje się ich wzrostu o 0,5% m/m po spadku o 0,6% m/m miesiąc wcześniej. Realizacja tych oczekiwań potwierdziłaby niewielki wpływ sytuacji epidemicznej w styczniu na gospodarkę amerykańską. Wraz z tymi danymi poznamy wyliczenie za styczeń inflacji PCE w USA (deflator konsumpcji prywatnej), podstawowej miary dynamiki cen konsumpcyjnych dla Fed, która najprawdopodobniej wzrosła z 5,8% r/r w grudniu. Zestaw styczniowych danych potwierdzi dobrą sytuację dochodową amerykańskich gospodarstw domowych, co obok inflacji na wieloletnich szczytach będzie przemawiało za rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych Fed w marcu. Wymowa wstępnych danych PMI dla przemysłu i usług w USA w lutym (publikacja we wtorek) powinna wybrzmiewać w podobnym tonie.

Stabilna sytuacja na rynku pracy

W środę o godz. 10:00 opublikowany zostanie Biuletyn Statystyczny Głównego Urzędu Statystycznego, a w nim szereg danych z krajowej gospodarki, w tym oficjalna stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu oraz wskaźniki koniunktury za luty. Spodziewamy się wzrostu stopy bezrobocia do 5,6% z 5,4% w grudniu, ze względu na wzorzec sezonowości. Wskaźniki koniunktury powinny natomiast potwierdzić stabilną koniunkturę w przemyśle oraz niewielkie jej pogorszenie w handlu detalicznym.

Wykres tygodnia



W styczniu inflacja CPI w Polsce wzrosła do 9,2% r/r z 8,6% r/r w grudniu, a odczyt okazał się bliski konsensusowi prognoz. Dane potwierdzają oddziaływanie Tarczy antyinflacyjnej, która może zostać przedłużona do końca roku. Odczyt ten nie zmienia naszej prognozy wzrostu stopy referencyjnej w 2022 r. do 4,00%, a więc w mniejszej skali niż bieżące oczekiwania rynkowe.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5287	-0,3%
USD/PLN	3,9888	0,4%
CHF/PLN	4,3498	1,2%
EUR/USD	1,1351	-0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	2,95	21
WIBOR 3M	3,47	34

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,65	2
5Y	3,92	0
10Y	3,90	-1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,48	12
5Y	4,02	-5
10Y	3,88	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,20	-2
US 10Y	1,93	2

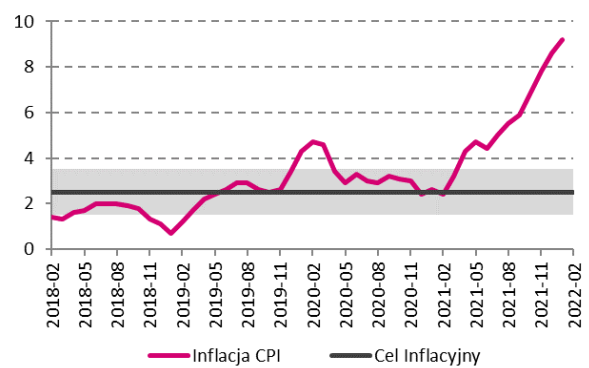
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	65284,2	-1,2
S&P 500	4348,9	-1,6
Nikkei 225	26910,9	-0,6

Źródło: Refinitiv

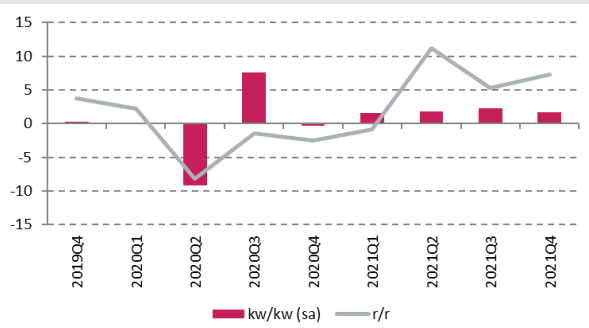
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



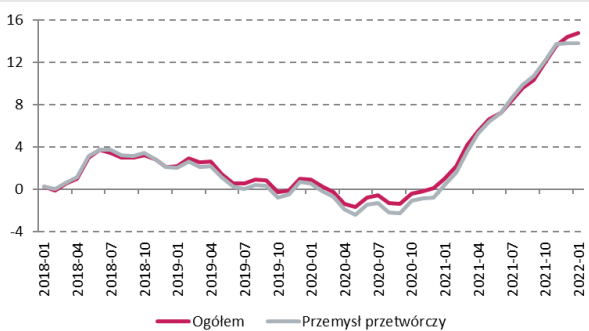
Dynamika PKB w cenach stałych



Produkcja sprzedana przemysłu [% r/r]



Inflacja cen produkcji sprzedanej w przemyśle [% r/r]



Inflacja CPI w styczniu poniżej oczekiwań

Inflacja CPI wzrosła w styczniu do 9,2% r/r z 8,6% r/r w grudniu, do najwyższej wartości do listopada 2000 r. Odczyt okazał się niższy od konsensusu. Tylko w styczniu wskaźnik cen konsumenta wzrósł 1,9% m/m, najsilniej od co najmniej 2000 r. Głównym źródłem niespodzianki był silniejszy niż oczekiwaliśmy spadek m/m cen paliw, a jednocześnie mniejszy wzrost m/m cen nośników energii. Oznacza to, że efekt wprowadzonych rozwiązań w ramach tarczy inflacyjnej był nieco silniejszy i skutecznie obniżył odczyt inflacji na początku tego roku. Jednocześnie jednak wyższa okazała się inflacja bazowa, która według naszych szacunków wzrosła do ok. 6% r/r z 5,3% r/r w grudniu. Potwierdza to, iż presja inflacyjna ze strony popytu pozostaje silna. Szczegółowa struktura koszyka nie jest znana, więc trudno ocenić jej źródła, niemniej publikowane w minionych miesiącach dane wskazywały, że ma ona szeroki zakres. Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne, choć wprowadzone w ramach tarczy antyinflacyjnej rozwiązania obniżają ścieżkę inflacji w najbliższych miesiącach. Działania te nie eliminują jednak jej źródeł i nie obniżają średniookresowych prognoz inflacji. Wręcz przeciwnie, biorąc pod uwagę, że obniżka podatków ma charakter stymulacji fiskalnej, to będą przyczyniały się do podwyższenia ścieżki inflacji w średnim okresie. W tym samym kierunku działać będzie ekspansywna polityka fiskalna i zwiększanie transferów socjalnych.

Mocny wzrost PKB w 4Q 2021

Według wstępnych danych wzrost PKB w 4Q 2021 przyspieszył do 7,3% r/r z 5,3% r/r kwartał wcześniej, a więc nieco bardziej niż nasze szacunki i konsensus prognoz. W tym ujęciu kw/kw dynamika obniżyła się natomiast do 1,7% kw/kw z 2,3% kw/kw w 3Q 2021, co biorąc pod uwagę nasilenie pandemii oraz wysoką inflację należy uznać za bardzo dobry wynik. W kolejnych kwartałach gospodarka utrzyma się na ścieżce wzrostu, choć będzie ona niższa niż w 2021 r., do czego przede wszystkim będzie przyczyniać się konsumpcja gospodarstw domowych, pomimo spodziewanej nadal bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy. Perspektywy inwestycji przedsiębiorstw pozostają korzystne w świetle zaległości w robotyzacji i niedoboru pracowników o poszukiwanych kwalifikacjach. Natomiast inwestycje sektora publicznego w 2022 r. najprawdopodobniej nie będą znacząco podnosić PKB. Spodziewamy się zatem, że PKB w 2022 r. urośnie o 4,5% wobec 5,7% rok wcześniej.

Krajowy przemysł zaczyna 2022 r. na wysokich obrotach...

Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w styczniu do 19,2% r/r z 16,7% r/r w grudniu zaskakując pozytywnie. Podobnie jak w ostatnich miesiącach przyczynił do tego się silny wzrost produkcji energii elektrycznej, co związane jest ze wzmożonym popytem krajowym, ale prawdopodobnie także zagranicznym. Niemniej wzrost produkcji odnotowano niemal we wszystkich działach przemysłu. Polski sektor wytwórczy rozpoczął nowy rok na zaskakująco wysokich obrotach. Stycynowe dane to dobry punkt startowy na pierwszy kwartał i cały 2022 rok, a wkład przemysłu do wartości dodanej w 1Q br. będzie zapewne lepszy niż nasze dotychczasowe szacunki.

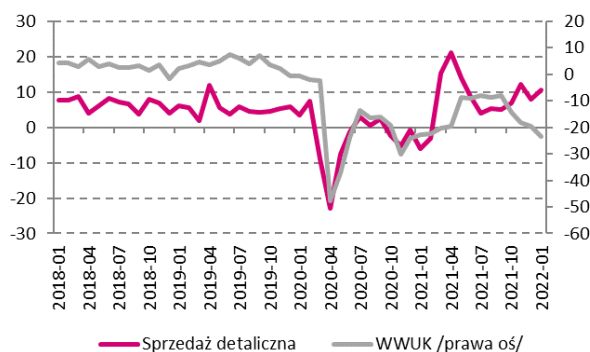
...a wzrost cen produkcji sprzedanej pozostaje szybki

Inflacja cen produkcji sprzedanej wzrosła w styczniu do 14,8% r/r z 14,4% r/r w grudniu, nieco wyżej niż nasz szacunek. W samym styczniu ceny produkcji sprzedanej wzrosły o 1,3% m/m. Jak można było oczekiwać najsilniej rosły ceny w górnictwie i wydobywaniu oraz produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej. Presja cenowa ma jednak szeroki zakres i widoczna była w zdecydowanej części przemysłu. W warunkach wciąż mocnego popytu rosnące ceny produkcji będą przerzucane na ceny konsumenta, na co wskazują też wskaźniki koniunktury, w szczególności komponenty odzwierciedlające spodziewane ceny. Wraz z wyhamowaniem dynamiki popytu konsumpcyjnego możliwości przerzucania rosnących kosztów na ceny konsumenta będą jednak zmniejszały się, co będzie wiązało się z presją na spadek marż i pogorszeniem wyników finansowych firm.

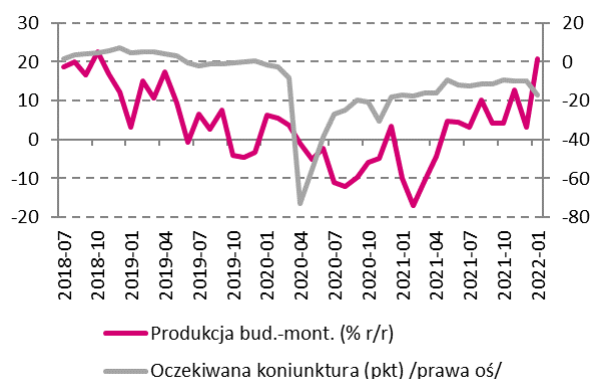
Sprzedż detaliczna odrabia straty po spadku w grudniu

Sprzedż detaliczna w cenach stałych wzrosła w styczniu o 10,6% r/r po wzroście o 8,0% r/r w grudniu. Wzrost rocznej dynamiki sprzedaży był spodziewany, ze względu na efekt niskiej bazy odniesienia ze stycznia 2021

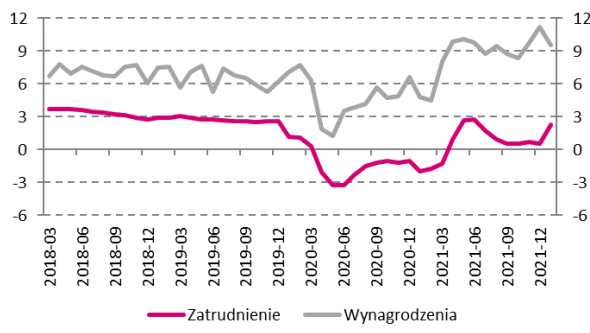
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych [% r/r] i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej [pkt]



Produkcja budowlano-montażowa oraz oczekiwana przez firmy koniunktura w budownictwie



Przeciętne zatrudnienie i miesięczna płaca w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

r., gdy obowiązywały surowe obostrzenia dla handlu detalicznego. Z tego względu koniunkturę w handlu lepiej obrazuje wzrost m/m po korekcji sezonowej, który w styczniu wyniósł według GUS 3,6% m/m. Oznacza to, że poziom sprzedaży w cenach stałych odrobił w pełni straty z grudnia 2021 r., gdy sprzedaż spadła o 3,4% m/m. Dane te potwierdzają nadal dobrą koniunkturę w handlu detalicznym na początku, pomimo wysokiej inflacji i zaspokojenia części potrzeb konsumenckich gospodarstw domowych (np. sprzęt RTV, AGD, meble). Lepszym wynikiem sprzedaży nadal przeciwdziała niewystarczająca liczba wyprodukowanych aut, z powodu braku komponentów elektronicznych. Czynniki te szybko nie ulegnie złagodzeniu. Dane styczniowe naszym zdaniem pokazują nadal niezłą skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych, aczkolwiek dynamika r/r sprzedaży detalicznej będzie się stopniowo obniżać, wraz z wygasaniem efektu niskiej bazy odniesienia, niższym niż przed rokiem wzrostem płac w ujęciu realnym oraz wyczerpaniem się oszczędności zgromadzonych podczas okresów obostrzeń. Oceniamy wpływ tarczy inflacyjnej oraz zmian podatkowych w Polskim Ładzie (po ich uporządkowaniu) jako niepewny. Nasza prognoza spowolnienia wzrostu konsumpcji w sektorze gospodarstw domowych do 4,8% r/r w 2022 r. z 6,2% r/r pozostaje na ten moment aktualna.

Wystrzał produkcji budowlanej w styczniu

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w styczniu aż o 20,8% r/r po wzroście o 3,1% r/r w grudniu, co stanowi bardzo pozytywną niespodziankę. Spośród składowych tych danych najmocniej wzrosła wartość produkcji budowlanej budynków (o 39,0% r/r), aczkolwiek przyspieszenie odnotowano także w przypadku produkcji infrastrukturalnej (budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej, roboty budowlane specjalistyczne). Ten dobry odczyt traktujemy jednak jako jednorazowy (one-off) i nie ulegają zasadniczo zmianom nasze oczekiwania na przyszłość. Spowalnia bowiem wzrost liczba mieszkań, na które wydano pozwolenie na budowę oraz nadal w początkowej fazie znajduje się wdrażanie nowej perspektywy budżetowej Unii Europejskiej na lata 2021-2027, tym bardziej, że nie widać sygnałów zwiększonej aktywności inwestycyjnej samorządów.

Dane za styczeń stanowią ryzyko w górę dla wzrostu PKB w 1Q22

Zestaw dzisiejszych danych uzupełnia bardzo dobry odczyt z piątku produkcji przemysłowej i wskazuje, że początek roku w krajowej gospodarce był mocniejszy od oczekiwań stanowiąc ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w 1Q 2022 wynoszącej 5,1% r/r. Szybki wzrost gospodarczy, wysoka inflacja i jej przełożenie na wzrost płac jest zgodny ze scenariuszem dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce. Utrzymujemy oczekiwania wzrostu stopy referencyjnej do 4,00% w tym roku, co jest prognozą niższą niż wyceniają rynki finansowe (4,50%). Spodziewamy się, że w marcu wraz z publikacją nowej projekcji makroekonomicznej Rada Polityki Pieniężnej dokona podwyżki o kolejne 0,5 pkt proc.

Statystyki zatrudnienia zaburzone rewizją próby statystycznej uwzględnianych przedsiębiorstw

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu o 2,3% r/r po wzroście o 0,5% r/r miesiąc wcześniej. Tak znaczący wzrost dynamiki nie jest związany ze skokowym wzrostem popytu na pracę, a odzwierciedla coroczną rewizję próby statystycznej uwzględnianych w badaniu przedsiębiorstw. Styczniowe dane nie pozwalają zatem na doprecyzowanie zmian popytu na pracę względem grudnia 2021 r., nie spodziewamy się jednak, aby zmieniły się trendy z ostatnich miesięcy. Popyt na pracę pozostaje mocny, a przedsiębiorstwa raportują bardzo wysoką liczbę wolnych miejsc pracy. Spodziewamy się zatem, że zatrudnienie będzie nadal rosło, choć w dużo wolniejszym tempie niż w 2021 r., z powodu zbyt niskiej liczby pracowników o odpowiednich kwalifikacjach.

Dynamika płac pod wpływem Polskiego Ładu

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu o 9,5% r/r po wzroście o 11,2% r/r w grudniu, co okazało się odczytem niższym od naszej prognozy, jak i konsensusu prognoz. Naszym zdaniem źródłem niespodzianki jest mocniejszy wpływ na dane o płacach przeniesienia wypłat dodatkowych składników wynagrodzeń takich jak nagrody czy premie na grudzień ze stycznia, na skutek chęci uniknięcia rozwiązań podatkowych zawartych w „Polskim Ładzie”. To zaburzenie nie zmienia jednak obrazu szybkiego wzrostu płac w gospodarce, napędzanego

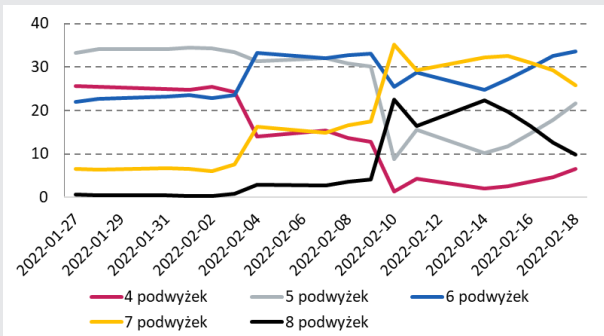
inflacją w warunkach niskiego bezrobocia i trudności firm z pozyskaniem nowych pracowników. Wpisuje się to w scenariusz kontynuacji w 2022 r. silnego wzrostu płac.

Fitch utrzymuje rating Polski i jego stabilną perspektywę

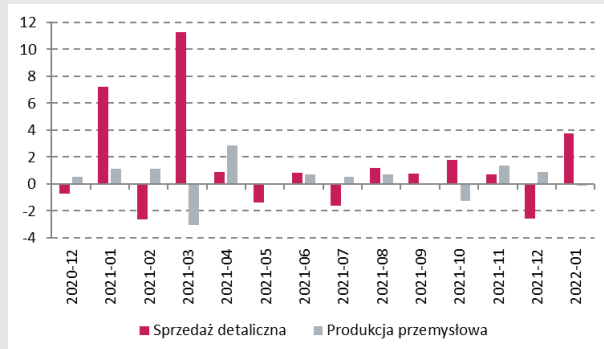
Zgodnie z oczekiwaniami Agencja Fitch potwierdziła rating Polski na poziomie „A-” oraz utrzymała jego stabilną perspektywę. Fitch zakłada, że akceptacja Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską opóźni się do II poł. 2022 r., a wzrost gospodarczy w latach 2022-2023 wyniesie średnio 3,9%. Ponadto przyjęto wzrost stopy referencyjnej w 2022 r. do 4,00%. Oczekiwania te są zgodne z naszym podstawowym scenariuszem makro. Decyzji o utrzymaniu ratingu i jego perspektywy spodziewamy się także w przypadku agencji Moody's i S&P.

Makro - zagranica

Prawdopodobieństwo liczby podwyżek stóp proc. w USA o 25 pkt. baz do końca 2022 r.



Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w USA [% m/m]



Źródło: Macrobond

Opis styczniowego posiedzenia Fed potwierdza podwyżkę stóp procentowych w USA już w marcu

Protokół z styczniowego posiedzenia Fed potwierdza gotowość amerykańskich bankierów centralnych do rychłej podwyżki stóp procentowych oraz wskazuje „że jeśli inflacja nie spadnie zgodnie z oczekiwaniami, członkowie Fed powinni usunąć akomodację polityki w szybszym tempie, niż obecnie się spodziewają”. Istotne jest jednak także to, czego w dokumencie nie ma. Protokół nie wskazuje, aby członkowie Fed dyskutowali o podwyżce stóp procentowej w marcu o większej skali niż 25 pkt baz. czy o scenariuszu zwyczaj kosztu pieniądza na każdym z siedmiu zaplanowanych na ten rok decyzyjnych posiedzeniach. Dodatkowo amerykańscy bankierzy centralni nie precyzują dokładnego terminarza redukcji sumy bilansowej Fed. Dokument ten nie wnosi zbyt wiele względem konferencji szefa Fed J.Powella, jednak względem oczekiwań rynkowych wymowa protokołu jest dość gołębia. Po jego publikacji rynki finansowe większe prawdopodobieństwo przypisują podwyżce stóp w marcu o 25 pkt baz. niż o 50 pkt baz.

Sprzedaż detaliczna w styczniu w USA lepsza od oczekiwań...

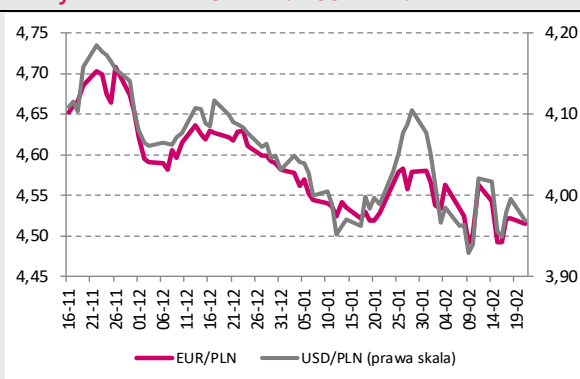
Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych wzrosła o styczniu o 3,8% m/m, znacznie silniej niż wskazywał konsensus rynkowy (+1,7% m/m). Dane te oznaczają, że amerykańska sprzedaż detaliczna odrobiła straty po spadku o 2,5% m/m w grudniu. Najsilniejsze wzrosty m/m odnotowano m.in. w przypadku elektroniki (+7,2% m/m) i aut (+5,9% m/m), co potwierdza nadal dobrą skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych, pomimo pandemii COVID-19 i wysokiej inflacji. Sprzyja temu niskie bezrobocie, dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych oraz zgromadzone oszczędności. O ile w 1Q 2022 najpewniej wzrost konsumpcji gospodarstw domowych będzie wolniejszy niż w 4Q 2021 to spadek dynamiki nie będzie, tak silny jak wydawało się wcześniej.

...podobnie jak dane z przemysłu.

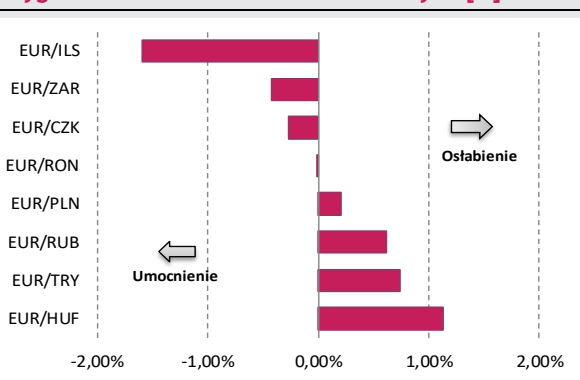
Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych wzrosła w styczniu o 1,4% m/m po spadku o 0,1% m/m w grudniu, a więc silniej niż oczekiwano. Dane te potwierdzają, że V fala pandemii wywołana omikronem nie ograniczała aktywności w sektorze wytwórczym. Struktura danych nie daje jednoznacznej odpowiedzi, czy dalej ulegają złagodzeniu problemy zaopatrzeniowe w przemyśle. Z jednej strony bowiem ponownie spadła produkcja aut, z drugiej zaś odbudowuje się produkcja urządzeń AGD. Niemniej w najbliższych miesiącach „wąskie gardła” w łańcuchach dostaw nadal utrudniać będą ożywienie w przemyśle napędzając inflację. Na wyraźne zmniejszenie problemów podaźowych w sektorze można naszym zdaniem liczyć w dłuższej perspektywie, gdy coraz większe znaczenie dla aktywności przemysłowej będzie miał słabnący popyt.

Rynek walutowy

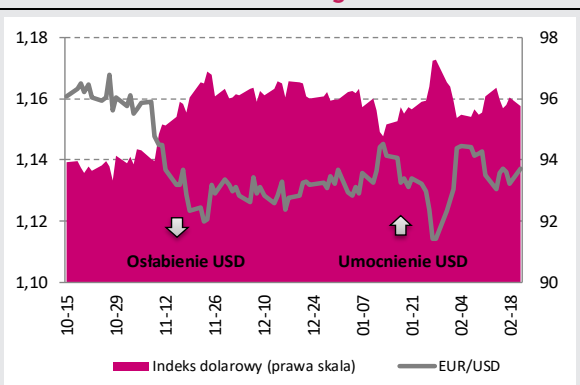
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



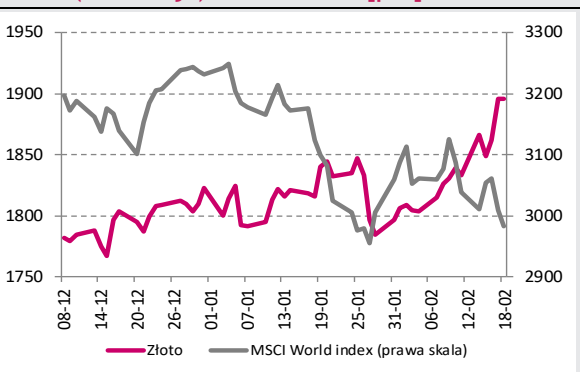
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI [pkt]



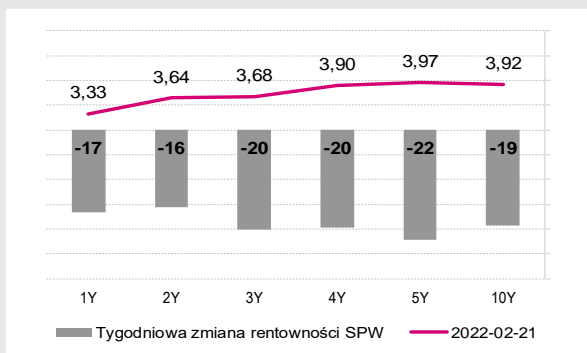
Źródło: Refinitiv

Za nami kolejny tydzień, w którym złoty - targany emocjami związanymi ze zmiennym poziomem ryzyka geopolitycznego - szybko przechodził od umocnienia (spadek obaw) do deprecjacji (wzrost obaw o wybuch konfliktu). Kurs EUR/PLN poruszał się w przedziale 4,48 (tj. 8-miesięcznego minimum) do niemal 4,54, gdy inwestorzy przed weekendem ograniczali ryzykowne pozycje inwestycyjne. Zmiennością cechowały się także notowania pozostałych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej, lecz przykładowo czeska korona - w przeciwieństwie do wspomnianego złotego, ale i węgierskiego forinta - ze względu na mniejsze uzależnienie od importu rosyjskiej ropy naftowej zdołała umocnić się w minionym tygodniu. Ostatnie dni na rynku eurodolara upłynęły natomiast dość spokojnie. Kurs EUR/USD koncentrował się wokół poziomu 1,1350 oczekując na rozwój wydarzeń geopolitycznych. Notowaniami, które w zdecydowanie silniejszy sposób reagowały na zmiany ryzyka geopolitycznego była para EUR/CHF. Z uwagi na eskalację napięcia kurs obniżył się do poziomu 1,0450.

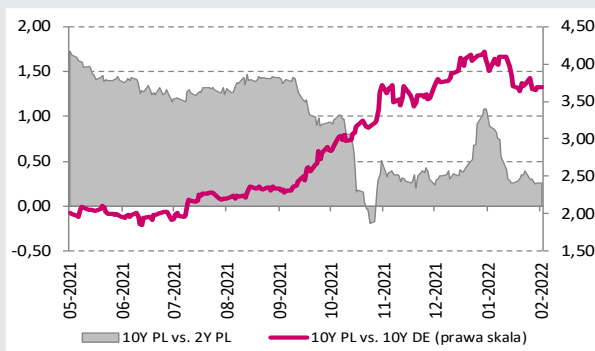
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty pozostaje pod dominującym wpływem możliwej eskalacji napięcia geopolitycznego. Narastająca groźba konfliktu zbrojnego determinuje zachowanie ryzykownych aktywów, zwłaszcza - regionalnie - polskiego złotego. Trudno natomiast wyrokować jaki będzie finał napięcia geopolitycznego. Wciąż jednak za scenariusz bazowy bardziej przyjmujemy stopniową deeskalację konfliktu. W takim środowisku kurs EUR/PLN próbowałby zniżki poniżej poziomu 4,50. Być może jednak z większym prawdopodobieństwem mówić o takim scenariuszu ścieżka dyplomatyczna musi zostać ponownie użyta. Szansą pozostaje obietnica powrotu do rosyjsko-francusko-niemieckich rozmów. Dopóki nie zostanie ona przekreślona złoty może pozostawać w okolicy poziomu 4,52 za EUR z chęcią ataku niższych poziomów. Odrzucenie ścieżki dyplomatycznej bądź fiasko negocjacji natomiast powinno szybko windować kurs EUR/PLN w kierunku 4,56 i wyżej. Przed nami zatem tydzień z możliwą podwyższoną zmiennością i drugoplanową rolę czynników makroekonomicznych.
USD/PLN	↔	Oczekiwana stabilizacja złotego w połączeniu z niewielką zmiennością eurodolara sprawi, iż uspokojeniu - z zastrzeżeniem braku istotnej eskalacji napięcia militarnego - ulegnie także para USD/PLN. Oczekiwać będzie ona na rozwój sytuacji geopolitycznej na świecie a przede wszystkim spotkanie Putin - Biden.
EUR/USD	↔	Niewiele obecnie jest czynników, które mogą wywołać reakcję eurodolara. Kurs EUR/USD pozostaje w uśpieniu wokół poziomu 1,1350 zachowując niewielką zmienność oczekując na rozwój wydarzeń geopolitycznych, wśród których plany spotkania pomiędzy W.Putinem i J.Bidenem wydają się być najistotniejsze. Dolar pozostaje stabilny nawet w obliczu weekendowej eskalacji napięcia militarnego (częściowo ostudzonej zapowiedzią wspomnianego spotkania prezydentów USA i Rosji). Wrażenia na amerykańskiej walucie nie robi także nasilenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez Fed (w tym prognoza jednego z banków inwestycyjnych zakładająca dziewięć z rzędu 25 bps podwyżek kosztu pieniądza w USA). Uważamy, iż do czasu istotnych rozstrzygnięć w sprawie potencjalnego konfliktu zbrojnego wrażliwość na zmiany w ocenie ryzyka geopolitycznego pozostanie po stronie pary EUR/CHF aniżeli EUR/USD, która powinna się stabilizować.

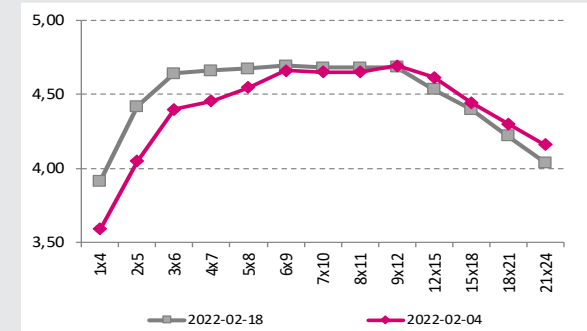
Rentowność obligacji krajowych [%]



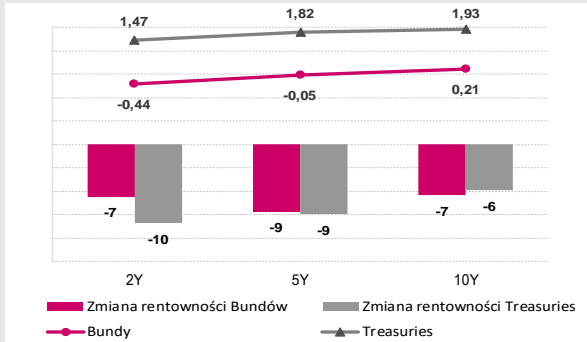
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Miniony tydzień był czasem solidnego spadku dochodowości krajowych obligacji skarbowych. Krótki koniec krzywej wiedziony zmieniającymi się oczekiwaniami co do niższej ścieżki stóp procentowych w Polsce obniżył się w dochodowości o 16 bps do 3,64%. Inwestorzy mimo, iż pozostają dość agresywni w swoich tegorocznych oczekiwaniach co do poziomu stopy referencyjnej (4,50%) to coraz bardziej jednoznacznie wyceniają także jej spadki na początku 2023 roku. Dochodowość 10-latki zmalała o 19 bps do 3,92% podążając za rynkami bazowymi, choć przez część ubiegłego tygodnia walczyła o pozostanie powyżej bariery 4%. Jak wspomnieliśmy rynki bazowe w tym czasie również doświadczyły napływu kapitału, który wiązać należy z utrzymującym się poziomem awersji do ryzyka. Dochodowość 10-latki niemieckiej obniżyła się o 7 bps do 0,21% a analogiczny dług Stanów Zjednoczonych zmalał w rentowności o 6 bps do 1,93%.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	Uważamy, iż w tym tygodniu dochodowość polskiej 10-latki pozostanie zmienna reagując na sentyment inwestycyjny związany z rosnącym ryzykiem konfliktu militarnego. Ubiegłotygodniowy spadek dochodowości 10-latki był w naszej ocenie zbyt silny niż wynikałoby to z panującej obecnie na rynku strategii (risk-off a więc ograniczania pozycji bardziej ryzykownych, w tym polskich SPW). Sądzymy, iż w najbliższych dniach powrót rentowności polskiego długu do bariery 4% jest dość prawdopodobny. Na gruncie fundamentalnym nie napłyną w najbliższych dniach dane, które w istotny sposób mogłyby kształtować oczekiwania co do stóp procentowych, stąd ten czynnik lokalny będzie prawdopodobnie neutralny w tym tygodniu.
10Y DE (%) ↓	Dochodowość Bunda prawdopodobnie obniży się w tym tygodniu z racji utrzymującego się wysokiego poziomu awersji do ryzyka. Póki co nie jest natomiast zagrożone pozostanie rentowności niemieckiej 10-latki na dodatnich poziomach. Ryzykiem dla wyceny Bunda w tym tygodniu pozostaną ewentualne wypowiedzi przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, które mogą wpływać na oczekiwaną przez rynek finansowy trajektorię zmian stóp procentowych w 2022 roku.
10Y US (%) ↓	Pobyt dochodowości amerykańskiej 10-latki powyżej poziomu 2% nie trwał długo a nasze oczekiwania na najbliższe dni zakładają, iż rentowność pogłębi niżskę. Będzie to typowa reakcja na trwający systematyczny wzrost awersji do ryzyka. Z tego powodu uważamy, iż rentowność 10-latki amerykańskiej może powrócić w okolice bariery 1,85%. Nasilające oczekiwania na szybki wzrost stóp procentowych w USA w tym roku są obecnie dość skutecznie przygaszone obawami dotyczącymi eskalacji napięcia militarnego w Europie.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 21 lutego					
Dzień wolny od pracy	USA				
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Styczeń	59.8		
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Styczeń	52.2		
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Styczeń	8.0%	9.9%	12.1%
10:00 Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Styczeń	3.1%	4.6%	4.6%
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Styczeń	58.7		
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Styczeń	51.1		
Wtorek 22 lutego					
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Luty	2.9%	3.4%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Styczeń	8.9%	8.7%	8.6%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Luty	55.5	56.0	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Luty	51.2	53.0	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Luty	113.8	110.5	
Środa 23 lutego					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Styczeń	5.4%	5.6%	5.6%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Styczeń	5.0%	5.1%	
Czwartek 24 lutego					
14:30 PKB annualizowany rew.	USA	Q4	2.3%	6.9%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	18 lutego	248k		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Styczeń	811k	805k	
Piątek 25 lutego					
08:00 PKB kw/kw nsa fin.	Niemcy	Q4	2.8%	1.4%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Styczeń	-0.6%	0.5%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Styczeń	-0.2%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Styczeń	5.8%		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Luty	67.2	61.7	
08:00 PKB kw/kw nsa fin.	Niemcy	Q4	2.8%	1.4%	
Poniedziałek 28 lutego					
10:00 PKB nsa r/r fin.	Polska	Q4	5.3%	7.3%	

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	Q422
PKB	4,7	-2,7	5,7	4,5	-0,9	11,1	5,3	7,3	5,1	4,5	3,6	4,7
Stopa bezrobocia	5,2	6,2	5,4	5,2	6,4	5,9	5,6	5,4	5,6	5,2	5,1	5,2
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,4	5,1	7,3	2,7	4,5	5,4	7,7	7,9	7,5	8,0	6,1
Ropa naftowa Brent **	64,6	43,3	70,7	69,8	61,1	68,1	72,9	79,6	71,0	70,0	69,0	69,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	1,75	4,00	0,10	0,10	0,10	1,75	2,75	3,25	3,75	4,00
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	2,23	4,10	0,18	0,17	0,18	2,23	2,90	3,35	3,85	4,10
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	2,54	4,20	0,21	0,21	0,24	2,54	3,05	3,50	4,00	4,20
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	2,84	4,30	0,25	0,25	0,31	2,84	3,20	3,55	4,05	4,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,02	3,39	3,90	0,09	0,43	0,48	3,39	3,30	3,50	3,70	3,90
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	3,64	3,80	1,56	1,65	2,02	3,64	3,50	3,60	3,70	3,80
EUR/PLN	4,26	4,45	4,59	4,50	4,66	4,53	4,58	4,59	4,60	4,60	4,55	4,50
USD/PLN	3,80	3,65	4,03	3,90	3,98	3,76	3,93	4,03	4,10	4,05	4,00	3,90
EUR/USD	1,12	1,22	1,14	1,15	1,17	1,21	1,17	1,14	1,12	1,14	1,14	1,15
EURIBOR 3M	-0,41	-0,53	-0,58	-0,42	-0,55	-0,54	-0,56	-0,58	-0,56	-0,51	-0,46	-0,42
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,21	1,00	0,19	0,16	0,13	0,21	0,25	0,45	0,80	1,00

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie
 Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.