

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

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Przed nami kolejny tydzień, w którym doniesienia dotyczące przebiegu wojny w Ukrainie - a przede wszystkim postępów pokojowych rozmów - będą decydujące dla kierunku notowań rynków finansowych. Uważamy, iż bez konkretnych informacji w sprawie możliwego porozumienia Ukrainy i Rosji (np. zawieszenie ognia, spotkania liderów politycznych) trudno będzie o kontynuację wzrostu apetytu na ryzyko i wyznaczenie nowych „wojennych” maksimum w przypadku kursów EUR/USD i EUR/CHF. Tym bardziej, iż walki rozciągają się obecnie o istotne z punktu widzenia transportu surowców rolnych miasta portowe (Odessa), a weekendowe ataki Jemenu na Arabię Saudyjską - wywołujące tymczasowe ograniczenie produkcji ropy naftowej - sprawiają, że dziś rano surowiec ten drożeje. Złoty rozpoczyna tydzień wokół poziomu 4,70 za EUR i pozostanie pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Krajowe dane makro tego tygodnia nie będą stanowiły źródła rynkowej zmienności.

Najważniejsze dane tego tygodnia

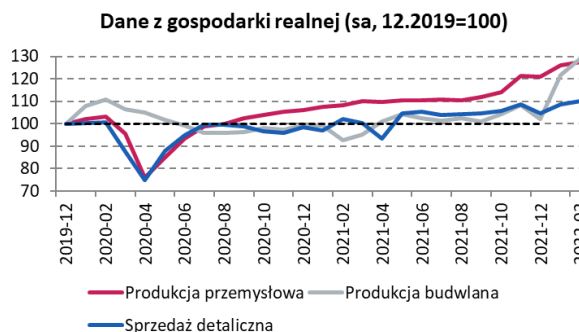
Wskaźniki koniunktury w centrum uwagi

W tym tygodniu poznamy wyliczenia za marzec wskaźników koniunktury opracowywanych przez Główny Urząd Statystyczny, zarówno wśród firm, jak i gospodarstw domowych. Informacje potrzebne do ich obliczenia zostały zebrane w szczyście obaw o wpływ wojny na krajową gospodarkę stąd spodziewamy się ich spadków, zwłaszcza w przemyśle. Firmy z tego sektora najprawdopodobniej najszybciej odczują niższy popyt z Rosji, Ukrainy i Białorusi, a także spowolnienie produkcji na skutek zaburzeń dostaw materiałów i komponentów. Przykładem braku odpowiedniej liczby podzespołów jest przemysł motoryzacyjny, który w Polsce został zmuszony do wstrzymania produkcji z powodu braku wytwarzanych na Ukrainie wiązek elektrycznych. Pogorszenia spodziewamy się także w przypadku wskaźników koniunktury konsumenckiej w obawie o wyższą inflację, poziom stóp procentowych oraz schłodzenia rynku pracy. Także i tutaj uwidocznili się naszym zdaniem niedopasowanie oczekiwań gospodarstw domowych do prognoz fundamentów gospodarczych, a w kolejnych miesiącach wskaźniki powinny się poprawić.

W tym tygodniu wstępne dane PMI dla strefy euro

W tym tygodniu poznamy także wskaźniki koniunktury za marzec dla otoczenia polskiej gospodarki. W czwartek opublikowane zostaną wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro. W przypadku przemysłu spodziewany jest spadek wskaźnika do 56,0 pkt z 58,2 pkt w lutym, a dla usług do 54,1 pkt z 55,5 pkt. Naszym zdaniem dane te potwierdzą pewne spadki komponentów bieżącej produkcji i zamówień jako efekt wojny. Wzrostom powinny ulec natomiast subindeksy odzwierciedlające opóźnienia czasu dostaw i silnego wzrostu cen surowców i materiałów. Kraje Europy Zachodniej są w mniejszym stopniu niż państwa środkowoeuropejskie powiązane z gospodarkami rosyjską i ukraińską, a ewentualne rewizje w dół tempa wzrostu PKB będą wynikiem głównie pogorszenia nastrojów firm i konsumentów, zaburzeń dostaw oraz wyższej inflacji.

Wykres tygodnia



Źródło: GUS, Bank Millennium

Dane z gospodarki za styczeń i luty okazały się lepsze od naszych założeń z początku 2022 r., a PKB w 1Q br. może wzrosnąć o blisko 7,0% r/r. Oznacza to, że pomimo wybuchu wojny na Ukrainie nie widzimy dużej przestrzeni do rewizji naszej prognozy wzrostu PKB w 2022 r. o 4,5%. Pogarszają się natomiast perspektywy dla 2023 r. z powodu wyższych stóp procentowych i inflacji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7252	-5,0%
USD/PLN	4,3157	-5,7%
CHF/PLN	4,6137	-6,7%
EUR/USD	1,0951	0,8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	3,68	33
WIBOR 3M	4,30	49

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,55	75
5Y	5,42	86
10Y	5,16	78

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,75	53
5Y	5,12	63
10Y	4,71	56

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,33	32
US 10Y	2,07	25

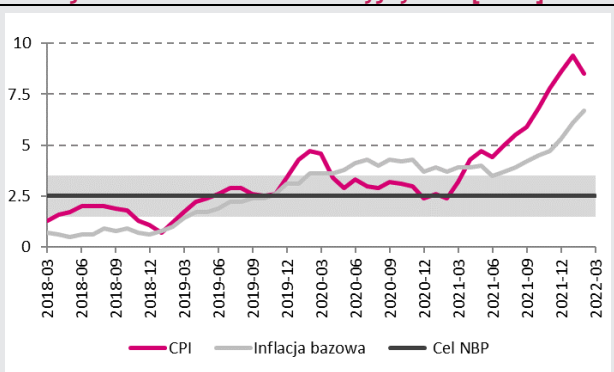
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	61286,4	5,0
S&P 500	4255,7	-1,7
Nikkei 225	25162,8	-3,2

Źródło: Refinitiv

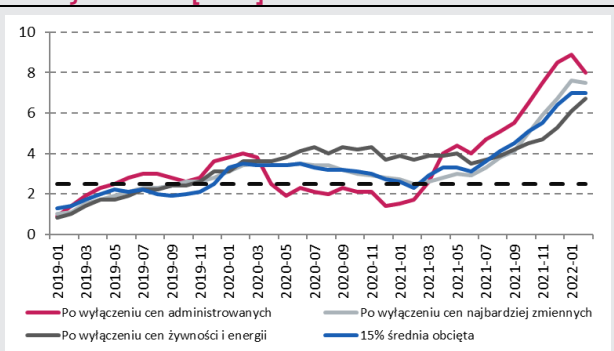
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

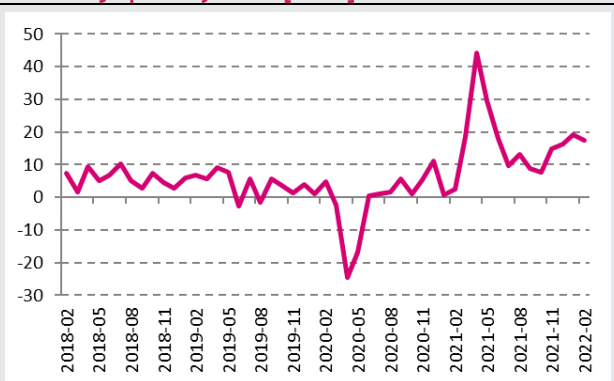
Inflacja CPI w Polsce i cel inflacyjny NBP [% r/r]



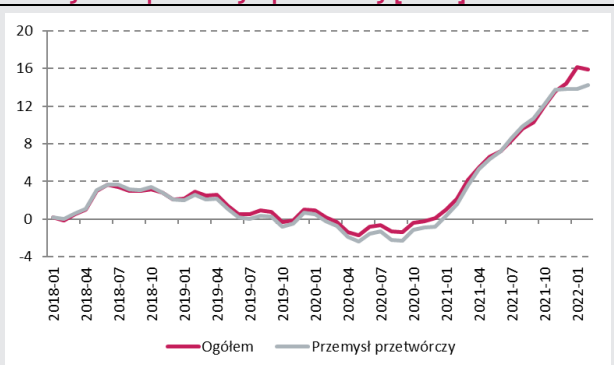
Inflacja bazowa [% r/r]



Produkcja przemysłowa [% r/r]



Inflacja cen produkcji sprzedanej [% r/r]



Inflacja CPI w lutym wyższa od oczekiwań pomimo rozszerzenia tarczy antyinflacyjnej

Aktualizacja przez Główny Urząd Statystyczny systemu wag w koszyku inflacyjnym skutkowałą rewizją w górę styczniowego odczytu inflacji CPI, który wyniósł 9,4% r/r a nie 9,2% r/r jak szacowano pierwotnie. Odczyt za luty wyniósł natomiast 8,5% r/r. Oznacza to pierwszy od czerwca 2021 r. spadek wskaźnika CPI w ujęciu r/r, co niewątpliwie jest efektem rozszerzenia tarczy antyinflacyjnej, która skutkowałą zniżką cen żywności, cen paliw oraz nośników energii. W rezultacie obniżyła się także dynamika cen towarów. Utrzymuje się jednak silna presja inflacyjna w zakresie usług, których ceny w samym kwietniu wzrosły o 1,5% m/m, zaś ich roczna dynamika osiągnęła poziom 9,1% r/r. Wzrost cen usług miał bardzo szeroki zakres, a presja cenowa pozostaje wysoka i znajduje to odzwierciedlenie we wzroście inflacji bazowej, która według danych Narodowego Banku Polskiego wzrosła w lutym do 6,7% r/r z 6,1% r/r w styczniu. Wyhamowanie inflacji w lutym jest tylko efektem wprowadzenia tarczy antyinflacyjnej i ma charakter przejściowy, tym bardziej, że wybuch wojny w Ukrainie znacznie pogorszył perspektywy inflacji, zwłaszcza cen energii i żywności. Dane utrwalają oczekiwania na dalsze znaczne podwyżki stóp procentowych. Kolejnej z nich spodziewamy się już w kwietniu.

Rząd przedstawia pierwsze elementy tzw. tarczy antyputinowskiej

Rząd przedstawił w ub. tygodniu pierwsze elementy tzw. tarczy antyputinowskiej, mającej na celu złagodzenie skutków wzrostu cen części surowców po inwazji Rosji na Ukrainę. Zapowiedziano wsparcie dla rolników, którzy między 1 września 2021 r. a 15 maja 2022 r. nabyli nawozy. Przewidziano dopłatę 500 zł na 1 hektar użytków rolnych, ustalając górny limit w wysokości 50 hektarów. W naszej opinii rozwiązania te nie wpłyną na ograniczenie wzrostu cen żywności, które powiązane są z notowaniami na rynkach międzynarodowych. Poprawi się jednak sytuacja finansowa producentów ziemiopłodów. Innym elementem tarczy jest przedłużenie do 2027 r. regulowania cen gazu dla gospodarstw domowych i odbiorców wrażliwych. Przed wybuchem wojny skutkującej wzrostem cen surowców na rynkach światowych planowano uwolnienie cen od 2023 r. Rozwiązanie to poprawi dochody rozporządzalne gospodarstw domowych, choć nie wpłynie na koszty gazu w skali całej gospodarki. Propozycje te to kolejny element, który od 2023 r. powinien ograniczać wskaźniki inflacji. Jest to jednak rozwiązanie w ramach luzowania polityki fiskalnej.

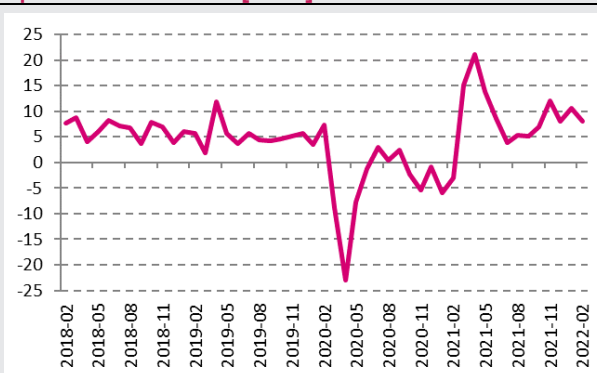
Dobra kondycja przemysłu w lutym...

Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła w lutym 17,6% r/r wobec 19,2% r/r w styczniu, co okazało się odczytem lepszym od oczekiwań. Wolniejszy niż przed miesiącem wzrost jest efektem ustąpienia korzystnego efektu kalendarzowego w styczniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych produkcja wzrosła o 2,1% m/m. Dane za luty potwierdzają dobry początek roku w krajowym przemyśle. Wzrost produkcji miał szeroki zakres i objął 29 spośród 34 działów przemysłu. W lutym najsilniej rosła produkcja w dziale naprawy, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń (+60,0% r/r), w wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego (+34,3%), produkcji metali (+33,5%), czy też produkcji komputerów i wyrobów elektronicznych (+32,9%). Podobnie jak we wcześniejszych miesiącach silnie rosła produkcja dóbr związanych z energią (+32,7% r/r), co należy wiązać ze wzrostem jej eksportu w związku z rosnącym zapotrzebowaniem na energię w ujęciu globalnym. Spadek produkcji miał miejsce w 5 działach przemysłu, w tym w produkcji urządzeń elektrycznych, co naszym zdaniem wynika z zaburzeń w łańcuchach dostaw i problemów z zaopatrzeniem w podzespoły. Biorąc jednak pod uwagę wyniki całego sektora przemysłu uznać należy, że radzi on sobie bardzo dobrze w sytuacji utrzymujących się zaburzeń w łańcuchach dostaw.

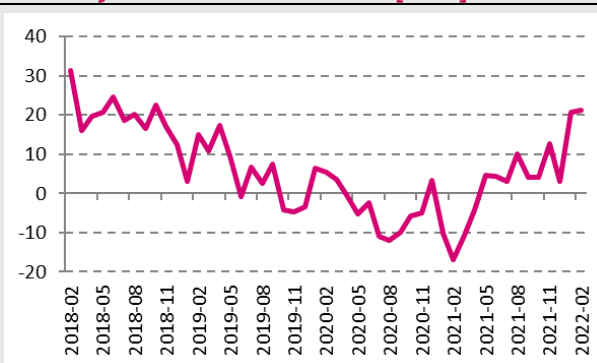
...i utrzymuje się wysoka inflacja cen produkcji sprzedanej

Inflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła w styczniu 15,9% r/r wobec 16,1% r/r w styczniu. To pierwsza obniżka rocznego indeksu PPI od ponad roku, jednak jego poziom okazał się wyższy od konsensusu prognoz. Rosnące ceny produkcji to niezmiennie efekt rosnących cen surowców, ale

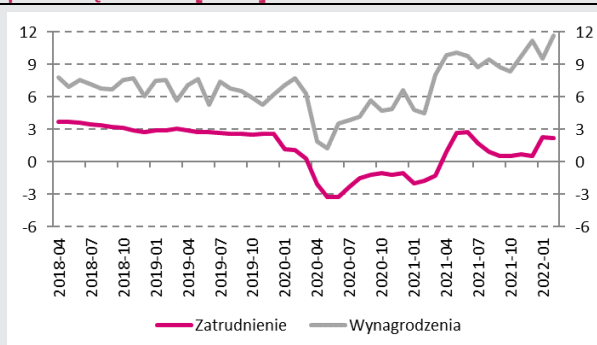
Sprzedaż detaliczna [% r/r]



Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Zatrudnienie i wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

także słabego złotego, który powiększa koszty importu. Rosnące koszty produkcji przefiltrują się do cen dóbr finalnych, co w dalszej kolejności doprowadzi do wzrost cen na poziomie konsumentów. Już teraz dynamika cen bazowych dóbr konsumpcyjnych, czyli wyłączając paliwa i żywność, sięga 5% r/r. W warunkach ciasnego rynku pracy oczekiwać należy utrzymania się wysokiej presji cenowej także w kolejnych miesiącach. Wybuch wojny w Ukrainie spotęguje presję inflacyjną na poziomie producentów, co widoczne będzie nie tylko w wysokich cenach surowców energetycznych, ale także wysokich cenach części metali przemysłowych. Rosja i Ukraina są dużymi dostawcami m.in. wyrobów ze stali, przewodów elektrycznych, neonu, niklu i zaburzenia w ich dostawach będą z jednej strony stanowiły ryzyko dla ciągłości produkcji, a z drugiej strony oznaczały presję na wzrost ich cen.

Sprzedaż detaliczna częściowo podbita przez wpływ wojny

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w lutym o 8,1% r/r po wzroście o 10,6% r/r w styczniu. Dane te okazały się zgodne z konsensem prognoz i nieznacznie niższe od naszych oczekiwań (8,3% r/r). Za obniżenie się dynamiki sprzedaży względem stycznia odpowiada mniej korzystna baza odniesienia. Po korekcji sezonowej sprzedaż wzrosła o 1,4% m/m. Według danych GUS w styczniu i w lutym sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 9,0% r/r, do czego tylko w pewnej części przyczynił się wybuch wojny na Ukrainie. Stąd okres sprzed inwazji na Ukrainę wskazuje na wysoką skłonność do konsumpcji pomimo najwyższej od 20 lat inflacji. Struktura danych naszym zdaniem odzwierciedla wpływ wybuchu wojny i przyjazdu uchodźców do Polski. W lutym silnie wzrosła m.in. sprzedaż paliw (+22,1% r/r) oraz żywności (+6,6% r/r). Silniejsze oddziaływanie przyjazdu uchodźców na sprzedaż np. odzieży, żywności czy wyposażenia mieszkania będzie widoczny w marcu, a wpływ zakupów przezornościowych przez polskich obywateli powinien wygasać. Niemniej dane o konsumpcji w sektorze gospodarstw domowych w 1Q br. będą bardzo dobre.

W lutym produkcja budowlano-montażowa lepsza od oczekiwań

Wyniki produkcji budowlano-montażowej za luty kolejny raz zaskoczyły pozytywnie. Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła bowiem do 21,2% r/r z 20,8% r/r w styczniu. Najsilniej, bo o aż 38,7% r/r zwiększyła się produkcja firm zajmujących się wznoszeniem budynków. Rosta też produkcja w podmiotach realizujących roboty budowlane specjalistyczne (+22,2%), a także specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+2,9%). Relatywnie słabszy wynik firm realizujących inwestycje infrastrukturalne wiąże się z osłabieniem napływu środków z UE. Tak pozytywne dane o produkcji budowlanej wyglądają zaskakująco w zestawieniu z wynikami badań koniunktury, które wskazywały na wyhamowanie napływu nowych zamówień, wyhamowanie bieżącej produkcji oraz zmniejszenie stopnia wykorzystania mocy wytwórczych. W lutym źródłem pozytywnej niespodzianki mogły być, przynajmniej częściowo, korzystne warunki pogodowe, sprzyjające realizacji prac budowlanych. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście dynamiki rozpoczętych budów. Wyhamowanie liczby nowych pozwoleń na budowę budynków, w połączeniu ze stopniowym wygasaniem realizacji inwestycji współfinansowanych ze starej perspektywy finansowej (przy niewielkiej skali napływów z nowej perspektywy finansowej UE) sugeruje niższą dynamikę produkcji budowlanej w kolejnych kwartałach.

Nadal ciasny rynek pracy przed wybuchem wojny...

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (niepełne etaty w firmach są przeliczane na pełne), tj. wśród firm zatrudniających co najmniej 10 osób wzrosło w lutym o 2,2% r/r po wzroście o 2,3% r/r miesiąc wcześniej. Natomiast w odniesieniu do stycznia liczba pełnych etatów wzrosła o 15,1 tys., co jeśli chodzi o historyczne zmiany w lutym jest dobrym odczytem potwierdzającym silny popyt na pracę przed wybuchem wojny na Ukrainie. Wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia wyniósł natomiast 11,7% r/r wobec 9,6% r/r przed miesiącem, gdy dynamikę obniżało przesunięcia wypłat nieregularnych składników wynagrodzeń (premie, nagrody) spowodowanego Polskim Ładem. W lutym z kolei czynnik ten wspierał wzrost płac, a najwyższe dynamiki m/m odnotowano w *Górnictwie i wydobywaniu* oraz w *Wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę*. Niemniej odnotowywano podwyżki płac, co wskazuje na silną presję płacową w gospodarce, którą

napędza wysoka inflacja oraz duża konkurencja o pracowników w warunkach bardzo niskiego bezrobocia.

...która nie zmienia oczekiwań co do silnego popytu na pracę

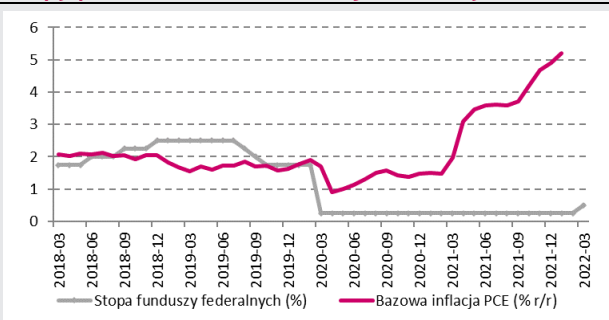
Dane z rynku pracy za luty potwierdzają silny popyt na pracę, który wobec niewystarczającej podaży kandydatów o odpowiednich kwalifikacjach i silnych żądaniach płacowych pracowników przekładają się na szybki wzrost płac. Odczyty te nie dają jednak informacji pomocnych do oceny wpływu na krajowy rynek pracy wojny na Ukrainie i przyjazdu z tego kraju do Polski uchodźców. Wybuch wojny w krótkim okresie może zaburzać działalność firm np. z budownictwa, transportu i logistyki ze względu na powrót części obywateli Ukrainy do swojej ojczyzny. W dłuższym okresie wpływ tej jest bardzo niepewny i uzależniony od długości trwania działań zbrojnych, warunków pokoju oraz polityki po zawieszeniu konfliktu. Będzie to oddziaływało na planowany przez przybyszów czas pobytu w Polsce oraz chęci do podjęcia zatrudnienia i uzupełnienia kwalifikacji. Zdecydowana większość dorosłych uchodźców to kobiety, stąd podjęcie przez nie zatrudnienia w branżach o największym głodzie pracowników, takich jak przetwórstwo przemysłowe, budownictwo transport będzie bardzo trudne. Największe szanse zwiększenia zatrudnienia mają firmy z handlu i niewyspecjalizowanej działalności usługowej, co potencjalnie mogłoby łagodzić presję płacową części sektorów, choć wysoka spodziewana inflacja najprawdopodobniej będzie niwelować ten wpływ.

Lepsze dane za styczeń i luty wskazują, że przestrzeń do rewizji prognozy PKB na 2022 r. nie jest znacząca

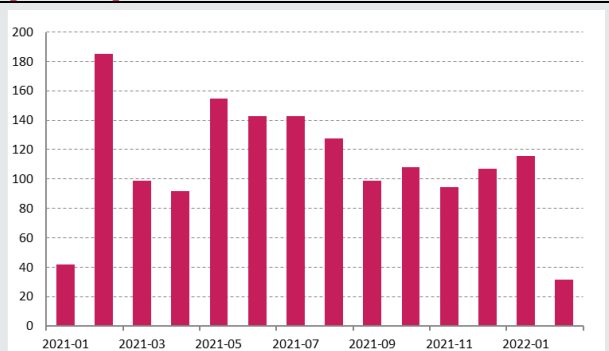
Zestaw danych za luty z gospodarki realnej potwierdza bardzo solidny wzrost PKB w 1Q br., który sięgając 7,0% r/r przewyższa nasze oczekiwania sformułowane na początku 2022 r. Wybuch wojny psuje perspektywy gospodarcze w dłuższym okresie, aczkolwiek z powodu lepszych od oczekiwań danych za okres styczeń-marzec nie widzimy dużej przestrzeni do rewizji w dół naszej prognozy PKB na 2022 r. wynoszącej 4,5% r/r. Wyraźniejszej rewizji oczekujemy dla roku 2023 r. Spodziewamy się bowiem, że wyższa od oczekiwań inflacja i stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego wpłyną na wyraźne wyhamowanie wzrostu do ok 3,0% r/r, a więc wyraźnie silniej niż nasza prognoza sformułowana na początku 2022 r. Dane za luty wpisują się w scenariusz dalszego zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce. Rada Polityki Pieniężnej wykazuje zdeterminowanie do ograniczenia inflacji w średnim okresie oraz do umocnienia w krótkim okresie kursu złotego. Nadal spodziewamy się wzrostu stopy referencyjnej w tym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej do 5,00% z obecnego poziomu 3,50%. Na najbliższym posiedzeniu w kwietniu RPP według nas podniesie stopy o 0,5 pkt proc., a więc mniej niż w marcu (0,75 pkt proc.), gdyż kurs walutowy umocnił się, a ceny surowców nieco spadły ze szczytów na przełomie lutego i marca.

Makro - zagranica

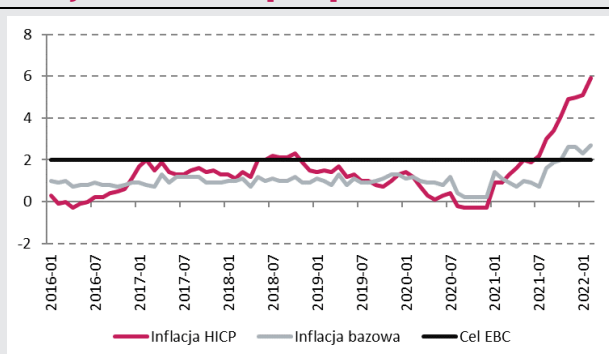
Stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych



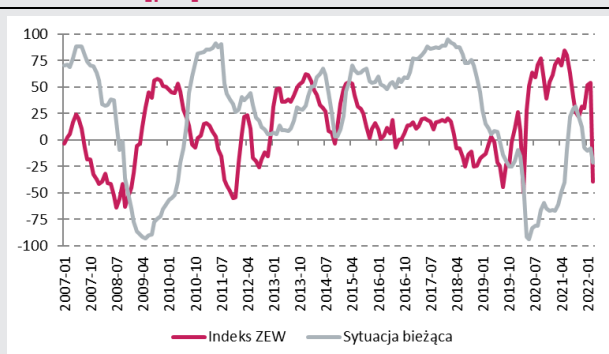
Zmiana bilansu amerykańskiej Rezerwy Federalnej [mld USD]



Inflacja w strefie euro [% r/r]



Indeks ZEW [pkt]



Fed podwyższa stopy 0,25 pkt proc. i wykazuje jastrzębie nastawienie

Zgodnie z oczekiwaniami amerykański Federalny Komitet ds. Operacji Otwartego Rynku (FOMC) rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych zwiększając główną stopę procentową z przedziału 0,00%-0,25% do 0,25%-0,50%, tj. o 25 pkt baz., pomimo komunikowanego znaczącego wzrostu niepewności związanej z wojną na Ukrainie. Zaskoczeniem jest natomiast przyspieszenie początku redukcji sumy bilansowej Rezerwy Federalnej na przyszłe posiedzenie w maju. Wcześniej przewodniczący FOMC sygnalizował rozpoczęcie zacieśniania ilościowego na II poł. roku. Na marcowym posiedzeniu członkowie Fed zaktualizowali ponadto swoje oczekiwania co do docelowego poziomu stóp procentowych. I tak mediana tych prognoz wskazuje na osiągnięcie przez stopy procentowe poziomu 1,75%-2,00% na koniec 2022 r. i 2,75%-3,00% do końca 2023 r., po czym w 2024 r. już koszt pieniądza ma pozostać niezmienny. Oznacza to kolejne 6 podwyżek o 25 pkt baz. (tj. na każdym z posiedzeń przewidzianych na ten rok) i 4 podwyżki w tej samej skali w 2023 r., co przewyższa ma stopę procentową równowagi szacowaną na 2,4%. Jednocześnie członkowie Fed podwyższyli swoje oczekiwania co do inflacji w latach 2022-2024, obniżając przy tym prognozę wzrostu PKB na 2022 r. O ile decyzja i przedstawione oczekiwania były w dużym stopniu z najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wycenianym przez rynki finansowe to przyspieszenie redukcji sumy bilansowej Fed, skala podwyższenia prognoz inflacji i utrzymanie prognoz stopy bezrobocia poniżej długookresowego poziomu równowagi (4,0%) ma raczej jastrzębią wymowę. Biorąc pod uwagę naszą ocenę, że ryzyka dla inflacji na świecie są skierowane w górę, to silniejsze od wskazywanego zacieśnianie warunków monetarnych w USA nie należałoby uznawać za nieprawdopodobne.

Najwyższa w historii danych inflacja w strefie euro

Eurostat zrewidował dane o inflacji HICP w strefie euro w lutym do 5,9% r/r ze wstępnego szacunku wynoszącego 5,8% r/r. W styczniu wskaźnik ten wyniósł natomiast 5,1% r/r. Dane za luty to najwyższa wartość wskaźnika HICP w historii danych. Wzrost cen konsumpcyjnych silnie napędzany jest przez czynniki podażowe - ceny surowców energetyczny i żywnościowych. Wybuch wojny na Ukrainie będzie jeszcze wzmacniał ich wpływ, co wskazuje, że prognoza Europejskiego Banku Centralnego inflacji HICP w 2022 r. wynosząca 5,1% wydaje się nieco za niska. Nie zmieniają się jednak jak na razie perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro- EBC najpewniej w 3Q 2022 r. zakończy skup aktywów, co będzie torowało drogę do podwyżek stóp procentowych.

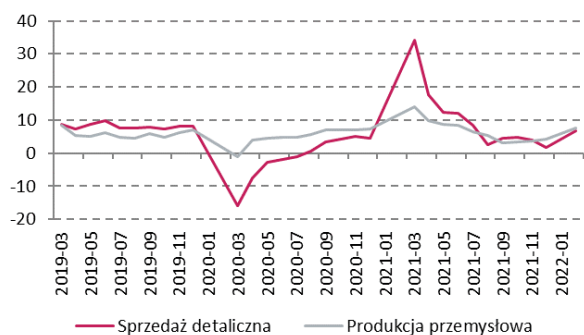
Indeks ZEW pod silnym wpływem obaw o wpływ wojny na Ukrainie

Indeks Instytutu ZEW obrazujący oczekiwania analityków i inwestorów co do koniunktury w Niemczech załamał się w marcu do -39,3 pkt z 54,3 pkt miesiąc wcześniej, tj. do najniższego poziomu od marca 2020 r., gdy w Europie wybuchła pandemia COVID-19. Dane te okazały się dużo słabsze od oczekiwań. Tak silny spadek wskaźnika odzwierciedla znaczący wzrost obaw o aktywność gospodarczą w Niemczech, które wynikają z wojny na Ukrainie. Nie jesteśmy jednak przekonani, aby PKB tego kraju skurczył się w tym roku.

Mocniejszy od oczekiwań początek roku w chińskiej gospodarce

W ub. tygodniu poznaliśmy dane z gospodarki realnej w styczniu i w lutym w Chinach. Tamtejszy urząd statystyczny publikuje dane zagregowane dla pierwszych dwóch miesięcy roku, aby uniknąć wpływu Chińskiego Nowego Roku, który może wypaść zarówno w styczniu i w lutym zaburzając dane. Nakłady inwestycyjne wzrosły o 12,2% r/r po wzroście o 4,9% r/r w grudniu, znacząco przewyższając konsensus prognoz wynoszący 5,1% r/r. Pozytywną niespodzianką okazały się odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Wartość wytwórcza wzrosła w okresie styczeń- luty o 7,5% r/r wobec 4,3% r/r w grudniu, a sprzedaż w handlu detalicznym o 6,7% r/r wobec 1,7% r/r. Dane te wskazują na mocny początek roku w chińskiej gospodarce, czemu nadal sprzyja popyt zagraniczny, ale także wydatki konsumentów, mimo pojawiających się lokalnie ognisk COVID-19 związanych z wariantem omikron. W marcu pandemia uległa nasileniu, co skutkuje lockdownem miasta Shenzhen i wprowadzeniem restrykcji w Szanghaju. Nie

Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Chinach [% r/r]

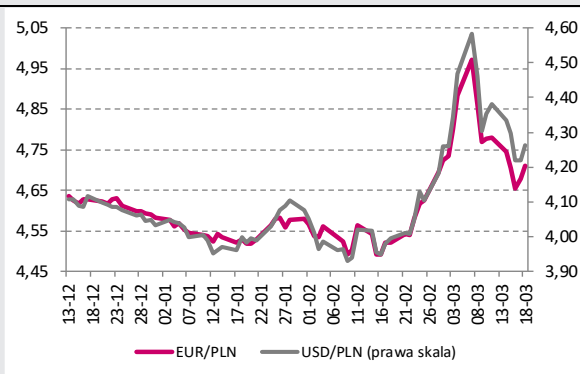


Źródło: Macrobond

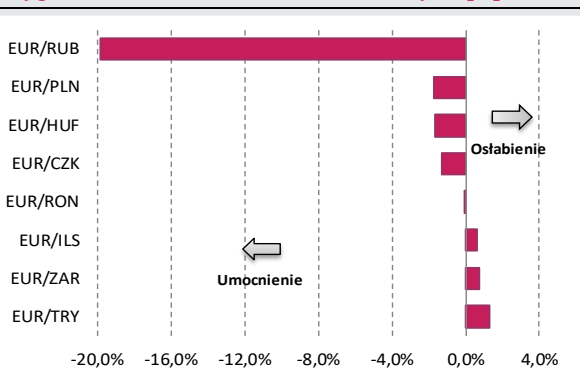
wyduje się jednak, aby czynnik ten znalazł swoje odzwierciedlenie w chińskich danych makro, może natomiast ponownie zaburzać łańcuchy dostaw. Innym źródłem niepewności dla chińskiej gospodarki jest wojna na Ukrainie, aczkolwiek jej wpływ na gospodarkę Chin i w tym wypadku najprawdopodobniej nie będzie znaczący. Pomimo solidnych danych za styczeń i luty oraz spodziewanego ograniczonego oddziaływania pandemii i wojny na Ukrainie wzrost PKB w Chinach w tym roku znacząco spowolni względem 2021 r., gdy wyniósł dobre 8,1%, do czego w największym stopniu będzie przyczyniała się dekonunktura na chińskim rynku nieruchomości oraz słabszy niż w 2021 r. popyt zagraniczny.

Rynek walutowy

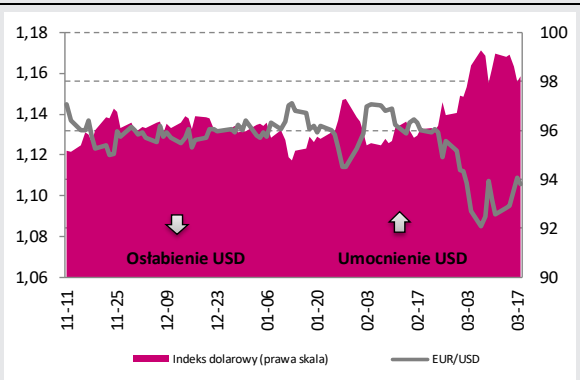
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



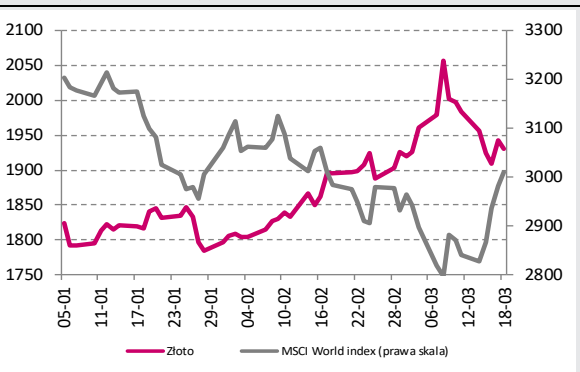
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI [pkt]



Źródło: Refinitiv

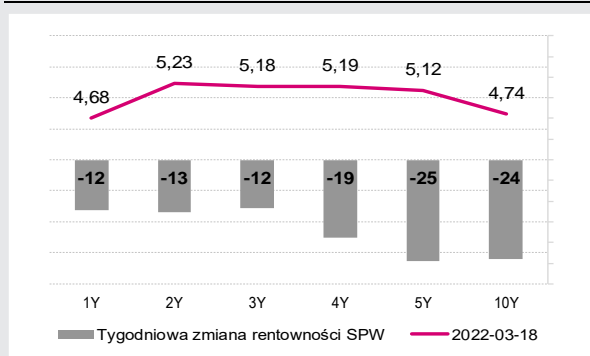
Złoty zyskiwał w ubiegłym tygodniu w relacji do głównych walut a w zestawieniu do euro - wyłączając silne odreagowanie niedawnej przeceny rosyjskiego rubla - był najmocniej zyskującą walutą z koszyka emerging markets. Przejściowo notowania EUR/PLN obniżyły się do 4,65, a więc 3-tygodniowego minimum dyskontując rosnące przekonanie rynku o możliwym porozumieniu pokojowym pomiędzy Ukrainą i Rosją, a także pozytywny wpływ czynników krajowych. Wsparciem dla wartości złotego poza wcześniejszymi doniesieniami o możliwości akceptacji Krajowego Planu Odbudowy przez Brukselę był lutowy - lepszy od oczekiwań - zestaw danych makroekonomicznych budujący nadzieję na solidne tempo wzrostu gospodarczego w całym roku nawet w obliczu wojny. Dopiero koniec minionego tygodnia przyniósł przecenę złotego oraz pozostałych walut regionu w związku z chęcią realizacji części zysków przez inwestorów oraz dość niespodziewanym wzrostem napięcia na linii USA - Chiny. Na głównych parach walutowych świata zakończony tydzień przebiegał w myśl „brania” ryzyka, co oznaczało presję na wzrost wartości euro i przecenę walutowych bezpiecznych przystani, a więc dolara i franka szwajcarskiego. W rezultacie zwyżkę zanotował kurs EUR/USD i EUR/CHF, która jednak została awersji do ryzyka tuż przed weekendem. Ponownie szczególnie silną wrażliwością na zmianę sentymentu cechowały się notowania szwajcarskiego franka, które w poprzednich czterech dniach silnie zwyżkowały, by na koniec omawianego okresu dynamicznie zniżkować.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

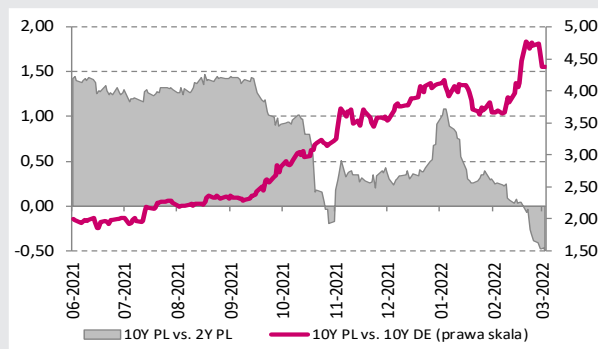
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	Naszym zdaniem kurs EUR/PLN pozostanie przez najbliższe dni w trendzie bocznym zawartym w przedziale 4,65 - 4,7240 wyrażającym mieszane nastroje rynkowe zarówno co do możliwego porozumienia pokojowego na Ukrainie, jak i wciąż prowadzonych na terytorium tego kraju rosyjskich działań militarnych. O ile poniedziałek ma szansę przynieść zbliżenie notowań do dolnego ograniczenia opisanego kanału (na zasadzie zanegowania ograniczania bardziej ryzykownych pozycji przed weekendem), o tyle uważamy, iż by móc kontynuować „branie” ryzyka przez inwestorów potrzebne są konkretne informacje w sprawie procesu pokojowego. Niewykluczone, iż takowe się pojawią (dziś ukraińsko-rosyjskie negocjacje trwają) jednak zważywszy na polityczny charakter tego czynnika trudno jednoznacznie przewidzieć, kiedy mogłoby to nastąpić. Złoty pozostanie zatem na huśtawce nastrojów, choć jak wskazaliśmy zmienność nie powinna być bardzo silna. Mimo, iż w tym tygodniu poznamy kolejne krajowe dane makroekonomiczne, to nie uważamy, by mogły być one istotne z punktu widzenia wyceny złotego. Kurs EUR/PLN zdominowany będzie bowiem przez wpływ otoczenia zewnętrznego.
USD/PLN	Zakładając wyciszenie rynku w oczekiwaniu na nowe informacje dotyczące przebiegu konfliktu na Ukrainie uważamy, iż kurs USD/PLN prawdopodobnie będzie szukał dla siebie punktu krótkoterminowego podparcia w okolicy poziomów 4,20 - 4,25. Sytuacja pozostaje jednak niezwykle dynamiczna i w zależności od napływających informacji może się szybko zmienić.
EUR/USD	Kurs EUR/USD, który na koniec ubiegłego tygodnia zamarkował wybiec górą z obowiązującego kanału spadkowego jak dotąd nie znalazł w sobie siły do ataku wyższych poziomów. Niewykluczone zatem, iż wokół bariery 1,1050 zatrzyma się na kilka najbliższych dni oczekując na rozwój wydarzeń wokół Ukrainy. Wpływ danych makro pojawić się może dopiero w czwartek, gdy poznamy wstępne indeksy PMI w strefie euro i USA jednak nie uważamy, by odczyty mogły być rynkowym game-changer'em.

Rynek obligacji

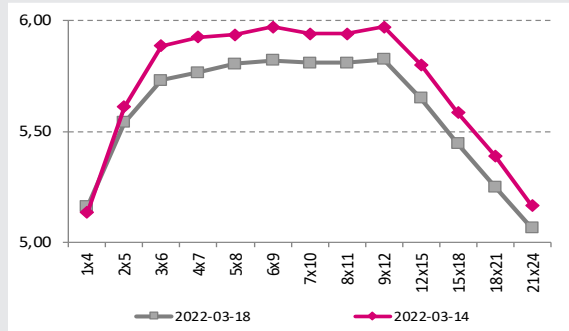
Rentowność obligacji krajowych [%]



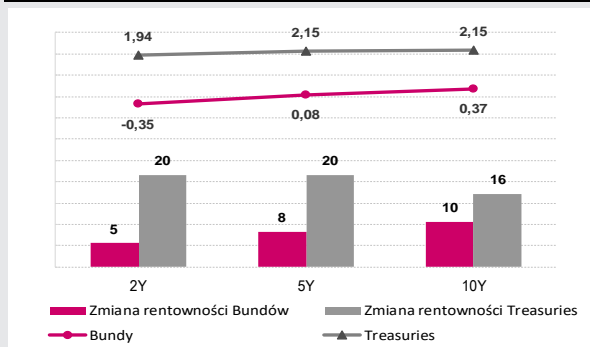
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Miniony tydzień ponownie cechował się podwyższoną zmiennością notowań krajowego długu. Wyróżnikiem spośród ostatnich tygodni był jednak fakt, iż ubiegłotygodniowe zmiany polegały na przecenie skarbowych papierów wartościowych. W rezultacie po kilku dniach potężnych wzrostów w ostatnich dniach rentowność - w szczególności długoterminowego - obniżyła się. Częściowo był to efekt - podobnie jak na krajowym rynku walutowym - realizacji zysków. Obniżeniu uległy jednak także oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce, co dodatkowo sprzyjało spadkowi dochodowości (mierząc kontraktami FRA inwestorzy wykasowali jedną 25 bps podwyżkę stopy referencyjnej). Zmiany krajowego długu nie korespondowały z zachowaniem obligacji bazowych, gdzie dochodowość rosła z uwagi na umiarkowanie pozytywne nastroje przez większość ubiegłego tygodnia oraz niedawne jastrzębie niespodzianki w wynikach posiedzeń Europejskiego Banku Centralnego oraz amerykańskiego Fed (w obu przypadkach źródłem zaskoczenia było bardziej agresywne podejście do kwestii tempa ograniczania skali skupu aktywów). W efekcie dochodowość Bunda wzrosła o 10 bps do 0,37% a 10-latka USA sięgnęła poziomu 2,15%, a więc zwiększyła aż o 16 bps w stosunku do ubiegłego poniedziałku.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Drożejące ceny surowców mogą ponownie przekładać się kanałem oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej na wyższą dochodowość obligacji krajowych. W rezultacie nie można wykluczyć, iż w najbliższych dniach dochodowość skarbowych papierów wartościowych zaneguje część ubiegłotygodniowych solidnych jej spadków. Liczymy szczególnie na zbliżenie się rentowności polskiej 10-latki w okolice 4,85%. Utrzymać się powinno także odwrócenie krajowej krzywej tj. sytuacja, gdy krótki koniec generuje wyższą dochodowość aniżeli dług o 10-letnim terminie zapadalności. Należy ponadto pamiętać, iż kłopoty płynnościowe krajowego rynku długu mogą potęgować skokowe zmiany notowań także w tym tygodniu. Bieżące rozkorelowanie wyceny SPW z rynkami bazowymi sprawi, że nawet w przypadku zakładanego przez nas spokoju Bunda możliwe będą wzrosty dochodowości krajowego długu.
10Y DE (%)	Dochodowość Bunda przebyła w ostatnich trzech tygodniach długą drogę. Obecnie porusza się ona wokół poziomu 0,40%, a więc maksimum z początku 2019 roku, choć jeszcze na przełomie lutego i marca poruszała się na ujemnych terytoriach. W najbliższych dniach liczymy na wyciszenie zmienności. Tym bardziej, iż marcowe posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego i Fed zdejmują nieco wrażliwości Bunda na napywające dane. Nie powinny one bowiem zmieniać dotychczasowej - dość jasno wyrażonej - optyki bankierów centralnych strefy euro co do kierunku polityki monetarnej.
10Y US (%)	Jasno określony i rynkowo zdyskontowany kurs polityki pieniężnej Fed obok braku istotnych danych makroekonomicznych przez większość tego tygodnia i oczekiwaniu na informacje w sprawie przyszłości Ukrainy zdecydować może o stabilizacji wyceny amerykańskich Treasuries na początku nowego tygodnia wokół poziomu 2,15%.

Źródło: Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 21 marca					
02:15	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Chiny	Marzec	3.7%	
10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Luty	10.6%	8.1% 8.3%
10:00	Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Luty	20.8%	23.1% 16.5%
Wtorek 22 marca					
14:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Marzec	3.4%	4.15%
14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Luty	7.7%	7.7% 7.7%
Środa 23 marca					
10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Luty	5.5%	5.5% 5.4%
15:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Luty	801k	810k
Czwartek 24 marca					
09:30	Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Marzec	58.4	55.0
09:30	Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Marzec	55.8	54.0
10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Marzec	58.2	56.2
10:00	Wstępny PMI w usługach	EZ	Marzec	55.5	54.4
13:30	Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Luty	1.6%	-0.6%
13:30	Liczba nowych bezrobotnych	USA	18 marca	214k	210k
14:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Marzec	57.3	
14:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Marzec	56.5	
Piątek 25 marca					
10:00	Indeks Ifo	Niemcy	Marzec	98.9	94.2
15:00	Indeks uniwersytetu Michigan fin.	USA	Marzec	62.8	59.7
Poniedziałek 28 marca					

Brak istotnych publikacji

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	8,6	2,7	4,5	5,4	7,7	8,6	9,5	9,0	7,6
Ropa naftowa Brent **	64,6	43,3	70,7	69,8	61,1	68,1	72,9	79,6	110,0	109,1	103,7	97,6
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	1,75	4,00	0,10	0,10	0,10	1,75	3,50	4,75	5,00	5,00
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	2,23	4,10	0,18	0,17	0,18	2,23	4,00	5,00	5,15	5,10
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	2,54	4,20	0,21	0,21	0,24	2,54	4,55	5,10	5,20	5,20
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	2,84	4,30	0,25	0,25	0,31	2,84	4,80	5,20	5,25	5,25
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,02	3,39	3,90	0,09	0,43	0,48	3,39	5,45	5,10	5,10	5,00
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	3,64	3,80	1,56	1,65	2,02	3,64	5,15	5,10	5,25	5,50
EUR/PLN	4,26	4,45	4,59	4,50	4,66	4,53	4,58	4,59	4,70	4,60	4,55	4,50
USD/PLN	3,80	3,65	4,03	3,90	3,98	3,76	3,93	4,03	4,23	4,05	4,00	3,90
EUR/USD	1,12	1,22	1,14	1,15	1,17	1,21	1,17	1,14	1,11	1,14	1,14	1,15
EURIBOR 3M	-0,41	-0,53	-0,58	-0,42	-0,55	-0,54	-0,56	-0,58	-0,50	-0,38	-0,20	0,05
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,21	1,00	0,19	0,16	0,13	0,21	1,00	1,45	1,75	2,00

* 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.