

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

25 kwietnia 2022

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

| 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

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Przed nami emocjonujący tydzień na rynkach finansowych, gdyż w jego trakcie poznamy najnowsze dane inflacyjne z Polski, strefy euro oraz Stanów Zjednoczonych. Zgodnie zaś z obowiązującymi trendami są one podstawowym źródłem zmian oczekiwań rynkowych co do perspektyw polityki pieniężnej. Szczególnie interesująco - wobec faktu, iż Rada Polityki Pieniężnej decyduje co do skali podwyżek stóp procentowych - podejmować będzie w oparciu o najnowsze dane makro - zapowiada się piątkowy inflacyjny odczyt flash w Polsce. Może on w przypadku odmienności od konsensusu znacząco wpłynąć na wycenę krajowych aktywów. Póki co natomiast kurs EUR/PLN pozostaje w dotychczasowym kanale bocznym, choć bliżej jego górnego ograniczenia, a więc 4,6630, co wiążemy z wyraźnym umocnieniem dolara podczas porannych notowań. Negatywnie na nastroje oddziałują informacje o rosnących zagrożeniach na COVID-19 w Pekinie grożące totalnym lockdownem na wzór Szanghaju. Wynik wyborów prezydenckich we Francji natomiast był zgodny z oczekiwaniami i nie miał wpływu na notowania.

Najważniejsze dane tego tygodnia

W kwietniu dalszy wzrost inflacji CPI

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji za kwiecień, która w naszej ocenie wzrośnie do ok. 11,4% r/r. Wzrost inflacji napędzany będzie przez zwyżkujące ceny żywności, ale także utrzymujący się wzrost inflacji bazowej. W kwietniu nieco spadły względem poprzedniego miesiąca ceny paliw, jednak w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego ich dynamika utrzyma się na wysokim poziomie. Inflacja ma szeroki zakres i napędzana jest nie tylko czynnikami podażowymi, ale też elementami popytowymi, co znajduje odzwierciedlenie w wysokiej inflacji cen usług. Niekorzystne otoczenia inflacyjne wzmacnia oczekiwanie na dalsze podwyżki stóp procentowych, szczególnie że bieżąca koniunktura w gospodarce pozostaje dobra.

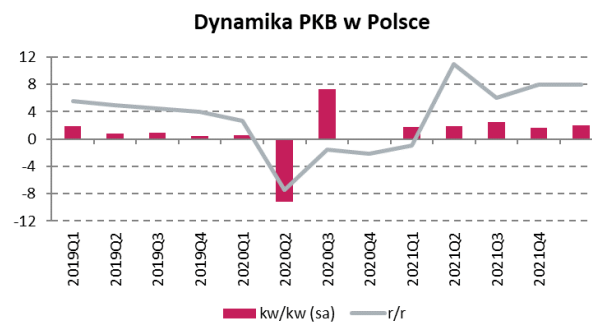
Czy dane makro utwierdzą jastrzębie oczekiwanie co do stóp w Eurolandzie?

W piątek opublikowane zostaną wstępne dane o PKB w 1Q 2022 oraz o inflacji HICP w kwietniu. Według konsensusu prognoz wzrost gospodarczy wynieść miał 0,3% kw/kw, podobnie jak w 4Q 2020, a więc był słaby z powodu pandemii i obostrzeń oraz zaburzeń w łańcuchach dostaw w przemyśle. W przypadku inflacji HICP w strefie euro konsensus prognoz wskazuje na utrzymanie w kwietniu wskaźnika na 7,4% r/r odnotowanym w marcu. Realizacja tych prognoz inflacji, pomimo słabego wzrostu gospodarczego w 1Q 2022, nie będzie naszym zdaniem zmieniała jastrzębich oczekiwań rynkowych co do podwyżek stóp w Eurolandzie jeszcze w tym roku.

Dane potwierdzą spowolnienie ożywienia w gospodarce amerykańskiej w 1Q 2022

W czwartek o godz. 14:30 poznamy pierwsze wyliczenie PKB w USA w 1Q 2022. Według konsensusu prognoz jego wzrost spowolnił do 1,1% kw/kw (SAAR - po odsezonowaniu i annualizacji) z 6,9% kw/kw w 4Q 2021. Pomimo słabszego wzrostu gospodarczego będą utrzymywały się oczekiwania znaczącego zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed, w co powinien wpisywać się wysoki odczyt inflacji PCE w marcu (publikacja w piątek).

Wykres tygodnia

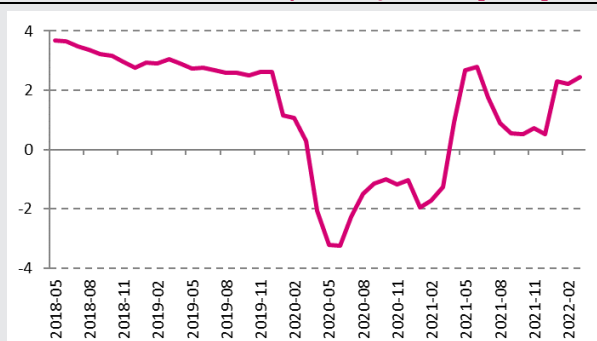


Źródło: Macrobond, Bank Millennium

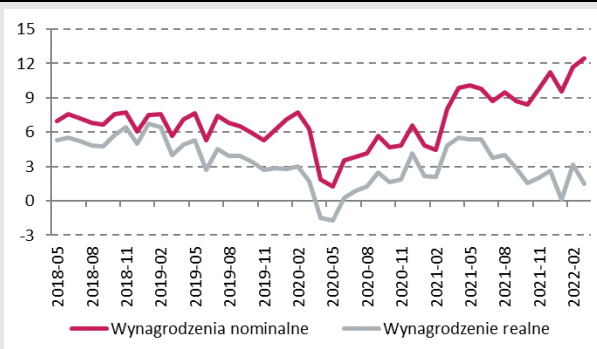
Sporo lepsze od naszych oczekiwań dane z gospodarki realnej w marcu wskazują, że wzrost PKB w Polsce w 1Q 2022 mógł wzrosnąć nawet o 8,0% r/r (2,0% kw/kw, sa). Wraz z szacunkiem inflacji CPI w kwietniu, która wg naszych oczekiwań wyniosła 11,4% r/r wobec 11,0% r/r w marcu, dane wspierają oczekiwania dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP.

Makro - kraj

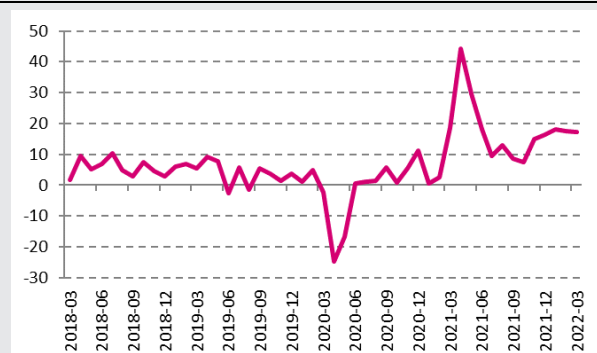
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



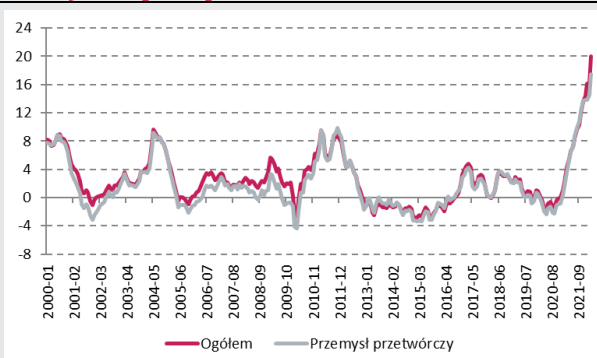
Dynamika przeciętnej miesięcznej płacy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Produkcja przemysłowa [% r/r]



Inflacja PPI [% r/r]



Wybuch wojny jak na razie nie wpływa na popyt na pracę

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w marcu o 2,4% r/r po wzroście o 2,2% r/r przed miesiącem. Natomiast w odniesieniu do lutego przeciętne zatrudnienie wzrosło o 10 tys. m/m. Dane te, a także opublikowane niepełne ich szczegóły w naszej ocenie nie pokazują jak na razie wpływu wybuchu wojny rosyjsko-ukraińskiej na zmniejszenie popytu na pracę w sektorze przedsiębiorstw.

Spirala inflacja-płace jest mocna

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło natomiast w marcu aż o 12,4% r/r przewyższając znacząco oczekiwania. Jest to najwyższy odczyt od 14 lat, a płace rosły dynamicznie we wszystkich sektorach. Zestaw danych za marzec potwierdza silnie rozgrzany rynek pracy oraz napędzanie się spirali inflacja-płace w większej skali niż się spodziewaliśmy. Opublikowane dane wspierają konieczność dalszych podwyżek stóp procentowych, choć pewne elementy opublikowanych danych stanowią tylko przejściowe wsparcie płac.

Produkcja w przemyśle znowu silnie wspierana przez wytwarzanie energii

Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wyniosła w minionym miesiącu 17,3% r/r wobec 17,6% r/r w lutym przewyższając oczekiwania. Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych produkcja wzrosła o 2,1% m/m i to trzeci z rzędu miesiąc, kiedy wzrost produkcji przekracza 2% m/m. Optymizm ogólnych danych studzi nieco ich struktura. Podobnie jak we wcześniejszych miesiącach najsilniej rosta produkcja dóbr związanych z energią (+57,3% r/r), podczas gdy wyhamowała produkcja dóbr inwestycyjnych, a także konsumpcyjnych trwałego użytku, co częściowo wiązać z zaburzeniami dostaw. Dane za styczeń-marzec potwierdzają, że pierwszy kwartał tego roku był okresem utrzymania solidnego wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę wyniki przemysłu wzrost PKB w 1Q 2022 roku może być wyższy niż nasza prognoza na poziomie 7,0% r/r. Utrwalają też nasze przekonanie, że nawet przy spodziewanym wyhamowaniu wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, wynik w całym bieżącym roku przekroczy 4%. Mniej optymistyczni jesteśmy jednak co do perspektywy na rok 2023.

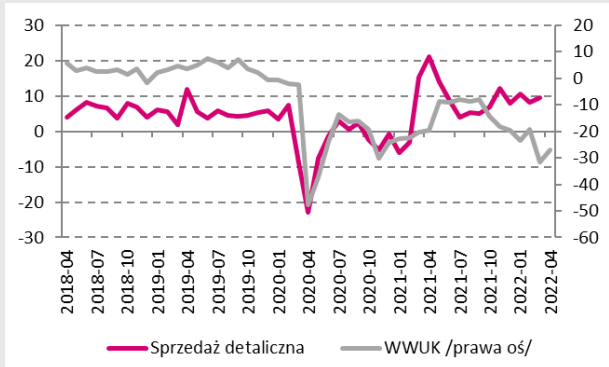
Ceny produkcji sprzedanej wyższe niż przed rokiem o ponad 20%

Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu ponownie zaskoczył w górę i w marcu wyniósł 20,0% r/r wobec 16,1% r/r w lutym. Rosnące ceny produkcji to niezmiennie efekt zwiększających cen surowców, a dynamika tego procesu nasiliła się po wybuchu wojny w Ukrainie, która spotęgowała wyższe cen surowców energetycznych oraz metali przemysłowych. Na to nałożył się efekt osłabienia złotego, który spotęgował efekt wzrostu cen surowców na rynkach międzynarodowych.

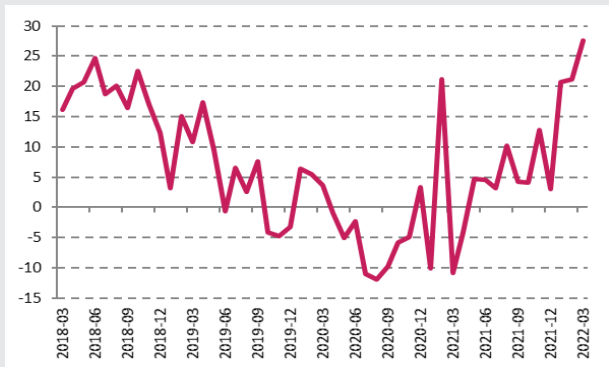
Mocna sprzedaż detaliczna w marcu wsparta wydatkami uchodźców

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w marcu o 9,6% r/r po wzroście o 8,1% r/r miesiąc wcześniej przewyższając nasze oczekiwania oraz konsensus prognoz. Dane te oraz ich struktura wskazują na korzystny wpływ popytu ze strony uchodźców na wyniki sprzedaży detalicznej. Średnio jej dynamika w 1Q 2022 wyniosła 9,4% r/r wobec 9,0% r/r w 4Q 2021 potwierdzając mocną konsumpcję w gospodarce pomimo nasilenia presji inflacyjnej. Perspektywy dla konsumpcji gospodarstw domowych na 2Q br., a także dla dalszych kwartałów 2022 r. wyglądają korzystnie z uwagi na mocny rynek pracy, a także napływ Ukraińców. Ze względu jednak na oczekiwaną wysoką inflację, rosnące stopy procentowe i mniej sprzyjający efekt bazy roczna dynamika popytu konsumpcyjnego powinna się obniżyć. W naszej ocenie konsumpcja w 2022 r. wzrośnie co najmniej o 4,2% po wzroście o 6,2% w 2020 r. Naszym zdaniem perspektywy dla 2023 r. są już dużo mniej optymistyczne, gdyż hamowanie gospodarki będzie wpływało na wolniejszy wzrost płac i obniżenie się skłonności do konsumpcji. W kwietniu Wyprzedzający Wskaźnik Ufności Konsumpcyjnej co prawda poprawił się, ale nadal kształtuje się znacząco poniżej poziomu sprzed wybuchu wojny.

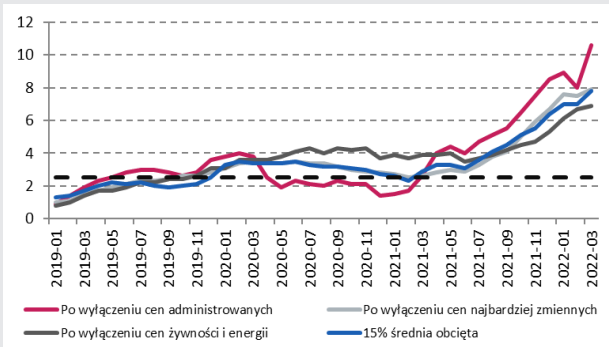
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych [% r/r] i WWUK [pkt]



Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Wskaźniki inflacji bazowej [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Zaskakująco dobre dane z budownictwa, choć pespektywy dla sektora nie rysują się w różowych barwach.

W marcu pozytywną okazała się także produkcja budowlano-montażowa, która wzrosła aż o 27,6% r/r. To wynik zdecydowanie wyższy niż nasza prognoza oraz konsensus rynkowy. W całym 1Q br. produkcja wzrosła o 23,3% r/r, co oznacza znacznie wyższy jej wkład do wzrostu gospodarczego niż w ostatnich miesiącach minionego roku. Dane te są o zaskakujące o tyle, iż nasilają się zaburzenia w łańcuchach dostaw, ograniczające możliwości wzrostu produkcji. Początek roku okazał się dla branży budowlanej znacznie lepszy od oczekiwań, jednak perspektywy na kolejne kwartały są słabsze ze względu na podwyżki stóp procentowych oraz wysokie ceny surowców, co będzie ograniczało popyt na inwestycje mieszkaniowe.

Zestaw danych za marzec wskazuje, że PKB w 1Q 2022 wzrósł aż o 8,0% r/r

Zestaw danych z gospodarki realnej w marcu potwierdzają silnie rozgrzaną gospodarkę w 1Q, wspartą w marcu przez przyjazd uchodźców z Ukrainy. Po tych odczytach szacujemy, że PKB w 1Q 2022 mógł wzrosnąć aż o ok. 8,0% r/r, co byłoby drugą najwyższą wartością w historii danych. Co prawda wynika to częściowo z efektu niskiej bazy, niemniej wzrost kw/kw po korekcji sezonowej był bardzo solidny.

Inflacja bazowa najwyższa w historii danych

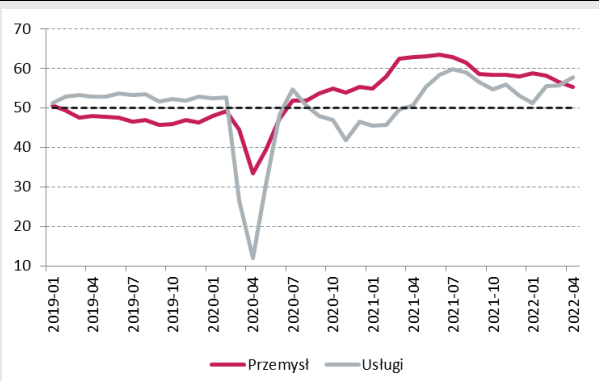
Narodowy Bank Polski opublikował w ub. tygodniu miary inflacji bazowej w marcu. Wzrosły wszystkie z czterech obliczanych wskaźników. Najszerszy śledzony indeks - CPI po wyłączeniu cen żywności, nośników energii i paliw do prywatnych środków transportu) wzrósł do 6,9% r/r z 6,7% r/r w lutym, tj. do najwyższej wartości co najmniej od 2001 r. Dane te potwierdzają, silną presję inflacyjną w gospodarce, którą utrzymuje nadal silnie rosnący popyt. W takim środowisku spodziewamy się dalszych podwyżek stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego. Według naszej prognozy stopa referencyjna wzrośnie w tym roku co najmniej do 5,50%, choć ryzyka dla tej prognozy skierowane są w górę. Perspektywa wyhamowania wzrostu gospodarczego w 2023 roku. mogą jednak ograniczać chęć RPP do podwyżki stóp procentowych wyraźnie powyżej 6,00%. Oczekiwania dla 2023 r. obarczone są wysoką niepewnością, aczkolwiek luzowanie polityki fiskalnej poprzez obniżkę podatków i planowany wzrost wydatków na zbrojenia będzie oddziaływał w kierunku silniejszych podwyżek stóp procentowych. Według członka Rady Polityki Pieniężnej H.Wnorowskiego zakładane luzowanie polityki fiskalnej było głównym argumentem za podwyżką w kwietniu stóp procentowych aż o 1,00 pkt proc.

Piętrzą się ryzyka w górę dla prognoz stóp procentowych w Polsce w tym roku

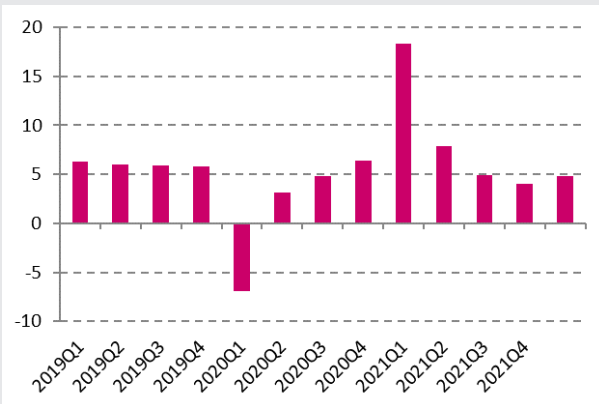
Wzrost gospodarczy kw/kw przekraczający średnią historyczną i najwyższa od 20 lat inflacja naszym zdaniem uzasadnia dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce. Rosną więc ryzyka dla silniejszej skali zacieśnienia monetarnego niż wskazywane przez nas dotychczas 5,50%-6,00%. Dobra koniunktura daje bowiem komfort dla silniejszej reakcji po stronie polityki gospodarczej. W naszej ocenie jednak wzrost stóp do ok. 6% może już zapewnić powrót inflacji w okolice przedziału dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego w 2024 r., co powinna potwierdzić projekcja lipcowa NBP. Ewentualne jeszcze większe zacieśnianie polityki monetarnej będzie oznaczało coraz silniejsze hamowanie gospodarki w warunkach wyborów parlamentarnych na jesieni przyszłego roku. Czynnikiem niepewności dla prognoz stóp procentowych pozostaje także polityka fiskalna.

Makro - zagranica

Indeksy PMI dla strefy euro [pkt]



Wzrost PKB w Chinach [% r/r]



Źródło: Macrobond

„Dwie prędkości” gospodarki Eurolandu

Według wstępnych danych indeks PMI dla sektora usługowego w strefie euro wzrósł w kwietniu do 57,7 pkt z 55,6 pkt w marcu, tj. do najwyższej wartości od 8 miesięcy. Odczyt znacząco przewyższył oczekiwania. Według raportu do badania ożywienia w sektorze sprzyja dalsze znoszenie restrykcji przeciwepidemicznych. Wskaźnik dla przemysłu obniżył się natomiast do 55,3 pkt z 56,5 pkt w marcu, choć jak zaznaczaliśmy wartość wskaźnika nie oddaje w pełni spadku produkcji i popytu. Składowa indeksu PMI obrazująca bieżącą produkcję spadła bowiem do 50,4 pkt z 53,1 pkt w marcu, co oznacza aktywność bliską stagnacji. Warto zauważyć, że dla Niemiec komponent ten obniżył się do 47,4 pkt wskazując na recesję. Sektor przemysłowy silnie odczuwa zaburzenia dostaw wzmacniane przez wybuch wojny oraz przeciwepidemiczne lockdowny w Chinach. Widać jednak ponadto coraz silniejsze oddziaływanie wysokiej cen produkcji na popyt. Dane PMI, zwłaszcza pozytywna niespodzianka w sektorze usług zmniejszają jak na razie obawy o recesję w gospodarce eurolandu i uprawdopodobniają wzrost stóp procentowych Europejskiego Banku Centralnego jeszcze w tym roku.

Wzrost w Chinach w 1Q 2022 szybszy od oczekiwań

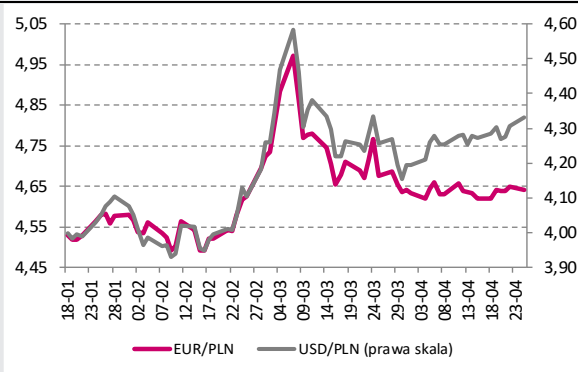
Produkt krajowy brutto w Chinach wzrósł w 1Q 2022 o 4,8% r/r, po wzroście o 4,0% r/r kwartał wcześniej przewyższając oczekiwania. Natomiast po korekcji sezonowej dynamika kw/kw spowolniła w niewielkiej skali - do 1,3% kw/kw z 1,5% kw/kw w 4Q 2021. Ogólna wymowa danych jest optymistyczna, choć szacunek sprzedaży detalicznej w marcu wynoszący - 3,5% r/r potwierdza wpływ nasilenia pandemii COVID-19 w tym kraju i nadal kontynuowanej polityki bardzo surowych obostrzeń. Czynniki te wraz z wysokimi cenami surowców i niepewności geopolitycznej będą zapewne hamować wzrost gospodarczy w Chinach w 2Q 2022 r., choć popyt zagraniczny na chińskie towary nadal powinien pozostawać solidny.

MFW tnie prognozy wzrostu światowego PKB

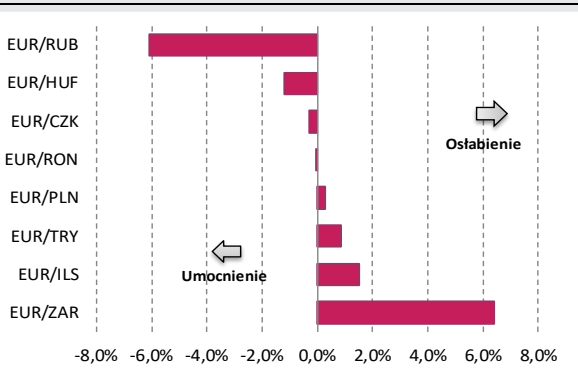
Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył względem stycznia br. prognozę wzrostu gospodarczego na świecie w latach 2022-2023 do 3,6%. Oznacza to rewizję w dół o 0,8 pkt proc. dla 2022 r. i 0,2 pkt proc. dla 2023 r. Rewizja ta wynika głównie z wpływu wojny na Ukrainie.

Rynek walutowy

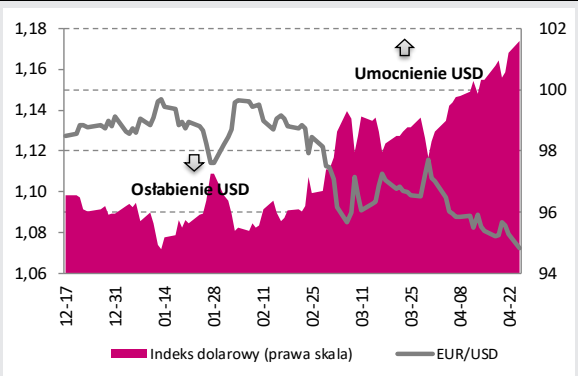
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



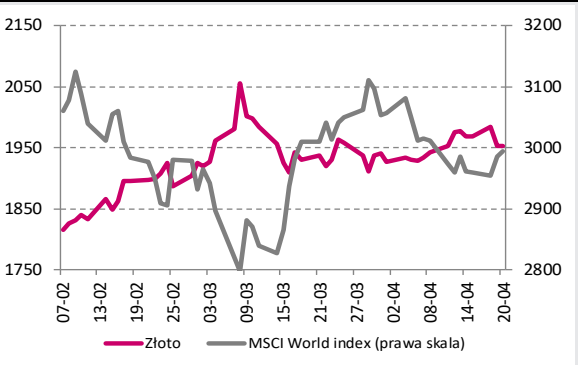
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI [pkt]



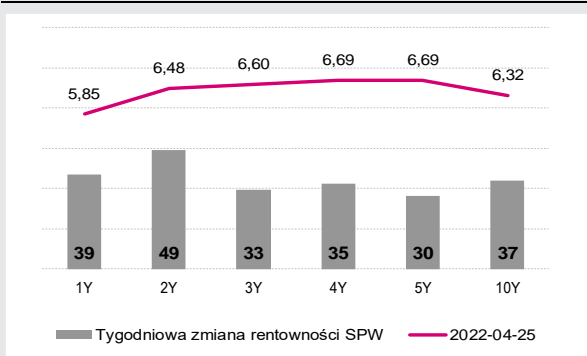
Źródło: Refinitiv

Kurs EUR/PLN miał niezwykle spokojny, a momentami wręcz senny przebieg, w ubiegłym tygodniu. Notowania poruszały się w wąskim przedziale 4,6040 - 4,6630 oczekując na nowe impulsy, których jednak zabrakło. Neutralnie rynek odbierał między innymi doniesienia dotyczące bliskiego porozumienia w sprawie Krajowego Planu Obudowy, zdecydowanie lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne z polskiej gospodarki, czy związane z tym faktem dalsze nasilenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Nastrój stabilizacji wyceny złotego, ale i pozostałych walut tej części Europy wzmacniało uspokojenie notowań eurodolara. Co prawda pod wpływem jastrzębich wypowiedzi czwyci przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego kurs EUR/USD zszedł na poziom 1,094 jednak był to ruch jedynie krótkotrwały. Jeszcze podczas tej samej sesji (czwartek) zneutralizowały go jastrzębie komentarze tym razem prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W efekcie eurodolar powrócił do oscylowania wokół poziomu 1,0830.

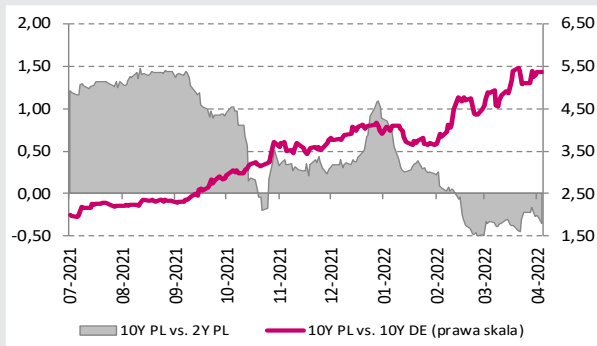
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

| Kierunek | Uzasadnienie |
|----------|---|
| EUR/PLN | <p>Techniczny obraz notowań pary EUR/PLN pozostaje niezmienny. Już czwarty tydzień z rzędu obowiązuje bowiem trend boczny z poziomami wsparcia i oporu odpowiednio na 4,6040 i 4,6630. W naszej ocenie różnicą w stosunku do poprzednich dni będzie natomiast fakt, iż kurs koncentrować będzie się wokół górnego ograniczenia. Będzie to wynikiem słabszych globalnych nastrojów w związku z pogarszającymi się statystykami zachorowań na COVID-19 w Chinach. Ryzyko wybiecia powyżej poziomu 4,6630 jest naszym zdaniem ograniczone, choć wyższe niż przed tygodniem. Przeciwwagą słabości złotego będzie bowiem proces nasilania się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce, który w tym tygodniu zależny będzie od piątkowych danych inflacyjnych z kraju. W przypadku wyższego od konsensusu odczytu (co byłoby zgodne z trendem ostatnich publikacji) presja na bardziej agresywne działania Rady Polityki Pieniężnej już podczas majowego posiedzenia ponownie by wzrosła umacniając nieco polską walutę.</p> |
| USD/PLN | <p>Oczekiwana względna stabilizacja złotego sprawia, że o kierunku notowań USD/PLN w największym stopniu decydować może globalna sytuacja dolara. Liczymy na umocnienie dolara na międzynarodowym rynku głównie pod wpływem pogorszenia nastrojów w wyniku obaw o kondycję chińskiej, a przez to i światowej gospodarki. W efekcie kurs USD/PLN kierować się będzie w stronę ograniczenia na poziomie 4,3932.</p> |
| EUR/USD | <p>Już nie tylko dysproporcje w skali oczekiwanego zacieśnienia polityki pieniężnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro, ale i nasilenie obaw dotyczących światowego wzrostu gospodarczego odpowiada za umocnienie dolara na początku nowego tygodnia. Wsparciem dla amerykańskiej waluty jest też zmiana obrazu technicznego na prodlarowy po złamaniu bariery 1,0780 w notowania EUR/USD. Uważamy, iż najbliższe dni przyniosą utrzymanie presji na mocniejszego dolara. Szansę na odwrócenie trendu dawałyby lepsze od oczekiwań dane dotyczące inflacji i PKB w strefie euro, jakie zostaną opublikowane w drugiej połowie trwającego tygodnia.</p> |

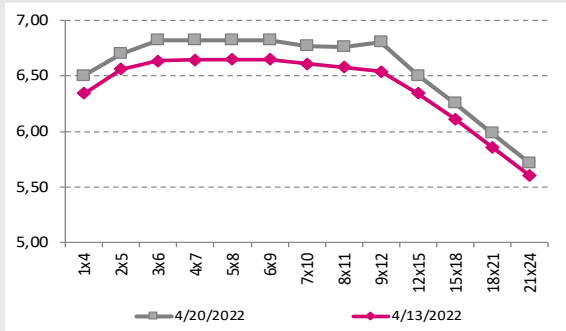
Rentowność obligacji krajowych [%]



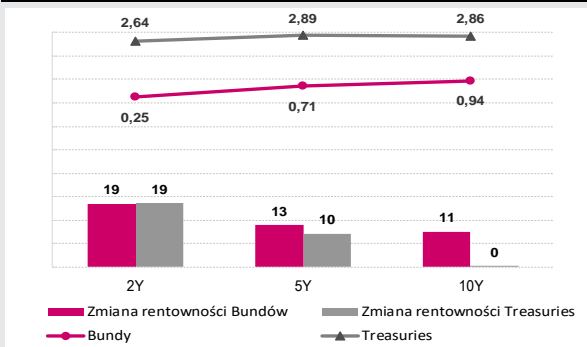
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Rynek obligacji

Za nami kolejny tydzień, w trakcie którego dochodowość obligacji dynamicznie rosła i to wzdłuż całej krzywej. „Winne” były kolejne dane z polskiej gospodarki, które zaskoczyły in plus zmniejszając obawy dotyczące wzrostu gospodarczego oraz podwyższające te dotyczące perspektywy inflacji. W efekcie rynek nasilił swoje oczekiwania związane z docelowym poziomem stopy procentowej. Notowania kontraktu FRA - wyrażające te oczekiwania - wzrosły do poziomu ponad 7,25%. Poza czynnikami krajowymi także argumenty zewnętrzne wspierały wzrost rentowości krajowego długu. Jastrzębie komentarze prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej (wspierające scenariusz bardziej agresywnej niż 25 pkt. baz. podwyżki stóp procentowych w przyszłym tygodniu) oraz przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego, w tym prezesa Bundesbanku, o możliwej podwyżce stóp procentowych w strefie euro w trzecim kwartale (nawet w lipcu). W efekcie dynamicznie wzrosły notowania obligacji, w szczególności 2-letnich tj. najbardziej wrażliwych na potencjalne zmiany stóp procentowych, na rynkach bazowych.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

| Kierunek | Uzasadnienie |
|------------|---|
| 10Y PL (%) | Presja na wzrost dochodowości polskiego długu nie ustaje mimo, iż rynek kolejny raz wyraźnie przesunął się w górę w swoich oczekiwaniach co do docelowego poziomu stopy referencyjnej w ramach trwającego cyklu zacieśniania. Niezmiennie utożsamiamy to z wpływem rynków bazowych, wysoką niepewnością co do skali podwyżek stóp, ale i problemami płynnościowymi krajowego rynku obligacji skarbowych (potęgującymi zmienność). Sytuacji nie ustabilizował kolejny w ostatnim czasie przetarg sprzedaży obligacji przez Ministerstwo Finansów ani brak komunikacji dotyczący zapadających dziś obligacji PS0422, których istotnym właścicielem (7 mld PLN a więc 1/3 całości emisji) jest Narodowy Bank Polski. Decydująca dla kierunku notowań najbliższych tygodni ma szansę okazać się piątkowa sesja, gdy poznamy wstępny odczyt inflacji za kwiecień. Będzie on niezwykle istotny pod kątem skali reakcji Rady Polityki Pieniężnej podczas majowego posiedzenia, a tym samym dla poprawności rynkowych oczekiwań co do całego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Póki co jednak uważamy, iż dochodowość SPW pozostanie w trendzie wzrostowym. |
| 10Y DE (%) | Niedawne jastrzębie komentarze członków Europejskiego Banku Centralnego sugerujące możliwość wzrostu stóp procentowych w strefie euro w trzecim kwartale tego roku są najnowszym argumentem przemawiającym za zwykłą dochodowości Bunda i większości europejskiego długu skarbowego. Weryfikatorem coraz bardziej agresywnych oczekiwań (rynek wycenia wzrost kosztu pieniądza w EMU w tym roku o 75 pkt. baz.) będą dane publikowane po koniec bieżącego tygodnia, a więc czwartkowy odczyt inflacji w Niemczech oraz piątkowe wstępne dane o PKB w strefie euro oraz inflacji HICP. W przypadku, gdyby zaskoczyły one in plus dalszy wzrost rentowności Bunda wydawałby się nieunikniony. Ryzykiem pozostaje rozwój pandemii w Chinach grożącej kolejnymi negatywnymi perturbacjami dla światowej gospodarki. |
| 10Y US (%) | Rentowność amerykańskich 10-latek systematycznie rośnie, lecz w naszej ocenie zwykła powinna się zatrzymać w najbliższych dniach a inwestorzy przejść w fazę wyczekiwania co do skali wzrostu stóp procentowych podczas przyszłotygodniowego posiedzenia Fed. Dalsza reakcja rynku Treasuries zależna będzie od faktu, jak silnie (czy o 50 czy 75 pkt. baz.) wzrosną stopy procentowe w USA w maju. |

Źródło: Refinitiv

Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie | Kraj | Okres | Poprzednie dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|---|--------|-------------|-----------------|-------------------|--------------------------|
| Poniedziałek 25 kwietnia | | | | | |
| 10:00 Indeks Ifo | Niemcy | Kwiecień | 90.8 | | |
| 14:30 Podaż pieniądza M3 r/r | Polska | Marzec | 7.7% | 8.0% | 8.2% |
| Wtorek 26 kwietnia | | | | | |
| 10:00 Stopa bezrobocia | Polska | Marzec | 5.5% | | |
| 14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych | Węgry | Kwiecień | 4.4% | | |
| 14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m | USA | Marzec | -2.1% | 1.0% | |
| 16:00 Sprzedaż nowych domów | USA | Marzec | 772k | 775k | |
| 16:00 Indeks Conference Board | USA | Marzec | 107.2 | 106.0 | |
| Środa 27 kwietnia | | | | | |
| 13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny | USA | 22 kwietnia | -5.0% | | |
| Czwartek 28 kwietnia | | | | | |
| 14:00 Inflacja CPI wst. r/r | Niemcy | Kwiecień | 7.3% | | |
| 14:30 PKB annualizowany wst. | USA | Q1 | 6.9% | 1.0% | |
| Piątek 29 kwietnia | | | | | |
| 08:00 PKB nsa r/r wst. | Niemcy | Q1 | 1.8% | | |
| Decyzja Moody's w sprawie ratingu | Polska | | | | |
| 09:00 PKB sa r/r wst. | Czechy | Q1 | 3.6% | | |
| 10:00 Inflacja CPI r/r wst. | Polska | Kwiecień | 11.0% | | |
| 10:00 Podaż pieniądza M3 r/r | EZ | Marzec | 6.3% | | |
| 11:00 PKB sa r/r wst. | EZ | Q1 | 4.6% | | |
| 11:00 Inflacja HICP r/r | EZ | Kwiecień | 7.5% | | |
| 14:30 Inflacja PCE r/r | USA | Marzec | 6.4% | | |
| 16:00 Indeks uniwersytetu Michigan | USA | Kwiecień | 59.4 | 65.7 | |
| Poniedziałek 02 maja | | | | | |
| Dzień wolny od pracy | UK | | | | |

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 | -2,5 | 5,7 | 4,2 | -1,0 | 11,0 | 6,0 | 7,9 | 8,0 | 5,1 | 3,0 | 2,0 |
| Stopa bezrobocia | 5,2 | 6,3 | 5,4 | 5,4 | 6,4 | 6,0 | 5,6 | 5,4 | 5,4 | 5,0 | 5,1 | 5,4 |
| Inflacja CPI (% r/r) ** | 2,3 | 3,4 | 5,1 | 9,9 | 2,7 | 4,5 | 5,4 | 7,7 | 9,6 | 10,8 | 10,4 | 9,0 |
| Ropa naftowa Brent ** | 64,6 | 43,3 | 70,7 | 101,3 | 61,1 | 68,1 | 72,9 | 79,6 | 97,7 | 106,1 | 103,7 | 97,6 |
| Stopa referencyjna (%) | 1,50 | 0,10 | 1,75 | 5,50 | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 1,75 | 3,50 | 5,00 | 5,50 | 5,50 |
| WIBOR 1M (%) | 1,63 | 0,20 | 2,23 | 5,60 | 0,18 | 0,17 | 0,18 | 2,23 | 4,12 | 5,15 | 5,60 | 5,60 |
| WIBOR 3M (%) | 1,71 | 0,21 | 2,54 | 5,70 | 0,21 | 0,21 | 0,24 | 2,54 | 4,77 | 5,25 | 5,70 | 5,70 |
| WIBOR 6M (%) | 1,79 | 0,25 | 2,84 | 5,75 | 0,25 | 0,25 | 0,31 | 2,84 | 5,05 | 5,35 | 5,75 | 5,75 |
| Obligacja 2-letnia (%) | 1,50 | 0,02 | 3,39 | 6,20 | 0,09 | 0,43 | 0,48 | 3,39 | 5,59 | 6,50 | 6,30 | 6,20 |
| Obligacja 10-letnia (%) | 2,07 | 1,30 | 3,64 | 6,10 | 1,56 | 1,65 | 2,02 | 3,64 | 5,24 | 6,20 | 6,15 | 6,10 |
| EUR/PLN | 4,26 | 4,45 | 4,59 | 4,50 | 4,66 | 4,53 | 4,58 | 4,59 | 4,64 | 4,60 | 4,55 | 4,50 |
| USD/PLN | 3,80 | 3,65 | 4,03 | 4,00 | 3,98 | 3,76 | 3,93 | 4,03 | 4,20 | 4,20 | 4,10 | 4,00 |
| EUR/USD | 1,12 | 1,22 | 1,14 | 1,13 | 1,17 | 1,21 | 1,17 | 1,14 | 1,11 | 1,10 | 1,11 | 1,13 |
| EURIBOR 3M | -0,41 | -0,53 | -0,58 | 0,15 | -0,55 | -0,54 | -0,56 | -0,58 | -0,50 | -0,38 | -0,20 | 0,15 |
| LIBOR 3M USD | 1,91 | 0,25 | 0,21 | 2,35 | 0,19 | 0,16 | 0,13 | 0,21 | 1,00 | 1,45 | 1,75 | 2,35 |

* 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.