

**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

23 września 2019

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Rozpoczynający się tydzień, po publikacji bardzo słabych danych PMI z Eurolandu, w tym z Niemiec, nie powinien już zawierać impulsów mogących w istotny sposób wpływać na rynki finansowe. Kluczowa dla wyceny między innymi eurodolara pozostanie kwestia amerykańsko-chińskich wojen handlowych oraz przyszłości brexitu. Z punktu widzenia złotego brak argumentów mogących wpływać na wycenę polskiej waluty sprawi, że pozostanie ona pod wpływem trendów z końca ubiegłego tygodnia, gdy - poza pogorszeniem sentymentu globalnego - o przecenie złotego decydowała informacja, iż 3 października Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej ma wydać wyrok w sprawie walutowych kredytów hipotecznych. Poziom 4,40 PLN za EUR powinien być jednak wrześniowym kresem przeceny polskiej waluty w relacji do euro.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

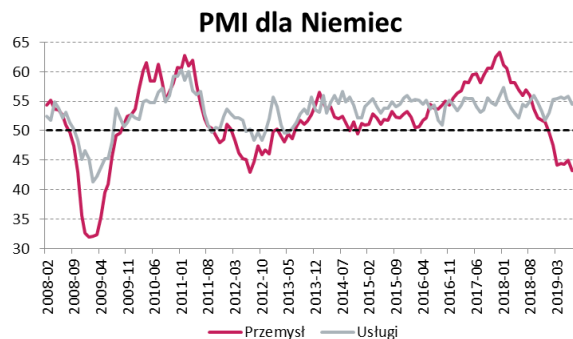
### Dane makro w tym tygodniu w cieniu wydarzeń geopolitycznych

Po publikacji bardzo słabych danych PMI dla Niemiec i strefy euro, w tym tygodniu ton notowaniom rynkowym w największym stopniu nadawać będą wydarzenia geopolityczne - postęp w negocjacjach handlowych między USA, a Chinami oraz wydarzenia związane z brexitem. Spośród danych makroekonomicznych najważniejsze wydaje się wtorkowe (godz. 10:00) wyliczenie za wrzesień indeksu Ifo obrazującego nastroje w gospodarce niemieckiej. Konsensus rynkowy wskazuje na niewielki wzrost indeksu - do 94,5 pkt. z 94,3 pkt., aczkolwiek po znacznie słabszych od oczekiwań wstępnych danych PMI z Niemiec, prognoza ta wydaje się bardzo optymistyczna. Dane te dopełnią obraz 3Q br., w którym gospodarka niemiecka najprawdopodobniej znalazła się technicznej recesji. Ponadto w tym tygodniu poznamy również dane z gospodarki amerykańskiej, w tym o koniunkturze konsumenckiej - Conference Board (wtorek godz. 16:00) oraz indeks Uniwersytetu Michigan (piątek godz. 16:00), które wskażą czy sentyment gospodarstw domowych w USA nadal jest bardzo dobry. Ponadto w piątek o godz. 14:30 poznamy szacunek inflacji PCE w sierpniu, który powinien być zbliżona do danych za lipiec (1,4% r/r).

### Rating agencji Fitch najprawdopodobniej bez zmian

Na piątek zaplanowany jest przegląd ratingu Polski przez agencję Fitch. Nadal wysoki, aczkolwiek hamujący wzrost gospodarczy oraz zapowiedzi braku deficytu w budżecie centralnym w przyszłym roku będą sprzyjać utrzymaniu ratingu polskiego długu oraz jego perspektywy. Obecnie agencja ta przyznaje zadłużeniu Polski ocenę A- z perspektywą stabilną. Ewentualną rewizję ratingu poznamy najprawdopodobniej już po zamknięciu krajowych rynków finansowych.

## Wykres tygodnia



Wstępne indeksy PMI za wrzesień dla Niemiec, ale też całej strefy euro, wskazują, że pogłębiająca się recesja w przemyśle przefiltrowuje się coraz silniej do sektora usług. Słabnąca koniunktura w tym sektorze sygnalizuje, że w 3Q br. niemiecka gospodarka znalazła się zapewne w technicznej recesji, a załamanie komponentu zamówień wskaźnika przemysłowego nie daje podstaw do oczekiwań jej poprawy w najbliższych miesiącach.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3869	1,4%
USD/PLN	3,9959	1,8%
CHF/PLN	4,0341	2,0%
EUR/USD	1,0978	-0,3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,63	-1
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,47	-8
5Y	1,81	-8
10Y	2,03	-11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,74	-5
5Y	1,69	-12
10Y	1,70	-15

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,58	-11
US 10Y	1,69	-18

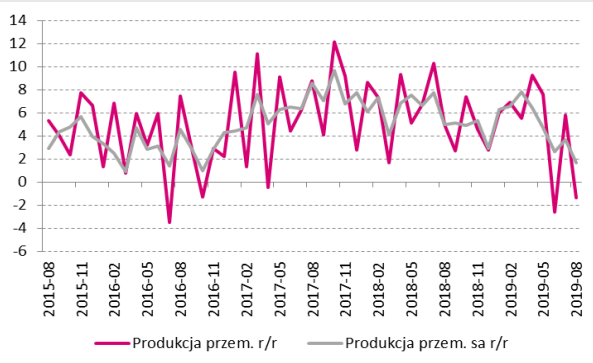
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	57468,8	-1,8
S&P 500	2992,1	-0,5
Nikkei 225	22079,1	1,5

Źródło: Thomson Reuters

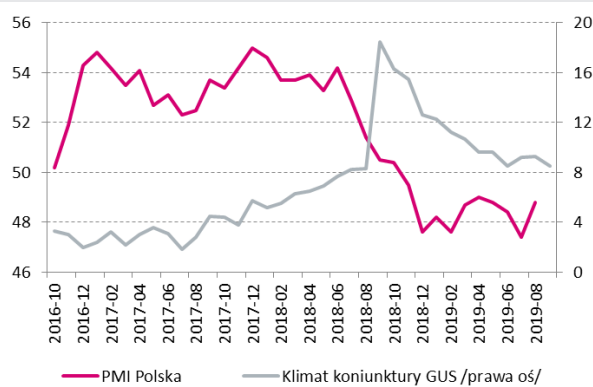
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

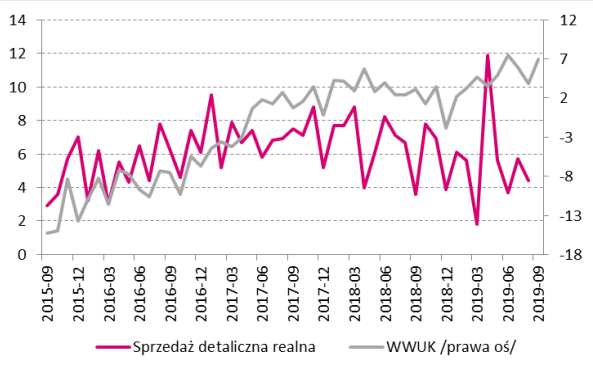
### Produkcja przemysłowa w Polsce [% r/r]



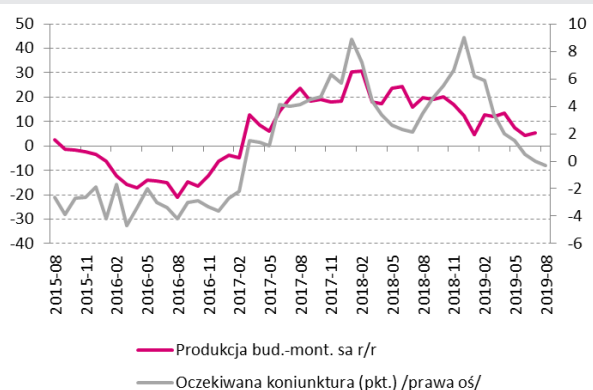
### Wskaźniki koniunktury dla przemysłu [pkt.]



### Sprzedaż detaliczna [% r/r] i WWUK [pkt.]



### Dane dla sektora budowlanego



### Negatywna niespodzianka w danych o produkcji przemysłowej

Produkcja przemysłowa w cenach stałych spadła w sierpniu w ujęciu rocznym o 1,3%, po wzroście o 5,8% r/r w lipcu. Do znaczącej zmniejszenia dynamiki produkcji przyczyniły się efekty kalendarzowe - w sierpniu różnica w liczbie dni roboczych oddziaływała negatywnie, podczas gdy przed miesiącem sprzyjała wzrostowi wartości wytwórczej. Po korekcie tych efektów oraz wahań sezonowych produkcja przemysłowa wzrosła o 1,7% r/r i spadła o 1,2% m/m. Dane te okazały się znacznie słabsze od naszych oczekiwań (2,3% r/r) jak i konsensusu rynkowego (1,5% r/r). Struktura danych wskazuje, że spadki produkcji w ujęciu rocznym odnotowano w 18 spośród 34 działów przemysłu, stanowiących 62,2% wartości wytwórczej, miały zatem szeroki charakter. Bardzo słabe dane dotyczyły branż zorientowanych zarówno na eksport (produkcja samochodów) jak i na rynek wewnętrzny (np. wydobywanie węgla). Sierpniowe dane wskazują, że koniunktura w krajowym sektorze wytwórczym stabilnie, do czego przyczynia się niska aktywność gospodarza za granicą, w szczególności w Niemczech, które najpewniej znajdują się w technicznej recesji. Skala negatywnego zaskoczenia w danych o produkcji przemysłowej stanowi ryzyko w dół dla naszego scenariusza na nadchodzące miesiące sytuacji w sektorze wytwórczym. Należy jednak zauważyć, że miesięczna dynamika produkcji przemysłowej (po usunięciu wahań sezonowych) ulegała wyraźnym wahaniom w ostatnich miesiącach, a negatywna niespodzianka w sierpniu, może wynikać w pewnej części z letnich przerw w produkcji.

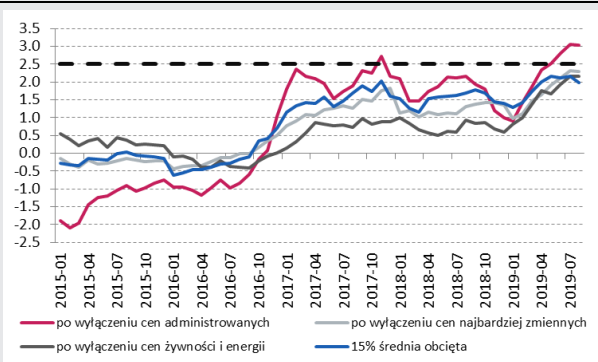
### Rozczarujące dane o sprzedaży detalicznej w sierpniu

Wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym spowolnił w sierpniu do 4,4% r/r z 5,7% r/r przed miesiącem. Dane te okazały się niższe zarówno od naszej prognozy (5,8% r/r), jak i konsensusu rynkowego wynoszącego 5,1% r/r. W kierunku niższej dynamiki sprzedaży oddziaływał negatywny efekt kalendarzowy związany z różnicą w liczbie dni handlowych oraz nieco wolniejszy wzrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw. Struktura sprzedaży detalicznej, w szczególności nadal niezły wzrost w grupie meble, RTV, AGD oraz pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach obejmująca m.in. markety budowlane wskazują, że skłonność do konsumpcji znacząco nie stabilnie. Po drugiej stronie zwraca uwagę obniżająca się dynamika sprzedaży pojazdów, co łączylibyśmy z nasycającymi się potrzebami gospodarstw domowych i przedsiębiorców w tym względzie. Dane o sprzedaży detalicznej w lipcu i sierpniu wskazują, że w całym 3Q dynamika konsumpcji prywatnej zapewne nie przyspieszy, choć jej wzrost pozostawać będzie na solidnym poziomie. Dane o sprzedaży detalicznej za lipiec i sierpień w pewnym stopniu sugerują, że rozszerzenie programu 500 plus także na pierwsze dziecko uruchomione od lipca br. może mieć słabsze przełożenie na konsumpcję, gdyż beneficjenci transferów o wyższych dochodach mogą mieć większą skłonność do zaoszczędzenia otrzymanych środków. Utrzymujemy jednak naszą prognozę nieznacznego przyspieszenia wzrostu konsumpcji w 4Q, za czym przemawia, oprócz nadal korzystnych uwarunkowań ze strony rynku pracy, wprowadzone zmniejszenie obciążeń podatkowych (choć oddziaływanie to zapewne nie będzie silne) oraz efekt bazy niższej bazy odniesienia. Ponadto przyspieszeniu wzrostu konsumpcji sprzyjać będzie nadal bardzo dobry sentyment konsumencki - wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej we wrześniu był zbliżony do historycznie wysokiego. Konsumpcja gospodarstw domowych powinna zatem przez dłuższy czas pozostawać głównym silnikiem wzrostu gospodarczego.

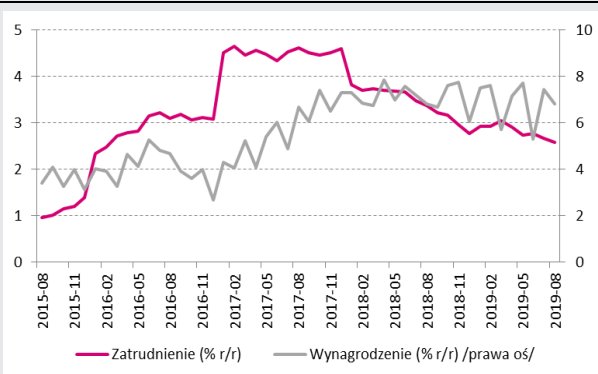
### Kontynuacja hamowania wzrostu produkcji budowlanej

Dynamika produkcji budowlano-montażowej wyhamowała w sierpniu do 2,7% r/r z 6,6% r/r miesiąc wcześniej. Spowolnienie wzrostu produkcji to w dużej mierze efekt czynników kalendarzowych i sezonowych. Eliminując ich wpływ produkcja budowlano-montażowa ukształtowała się na poziomie wyższym o 5,6% r/r wobec wzrostu o 5,5% r/r przed miesiącem. W stosunku do sierpnia ubiegłego roku wzrost wartości produkcji budowlano-montażowej odnotowano w firmach, dla których podstawowym rodzajem działalności była budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej oraz budowa budynków, natomiast spadła produkcja w firmach wykonujących głównie roboty budowlane specjalistyczne. Słabsze od oczekiwań dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują na wyhamowanie dynamiki nakładów

## Inflacja bazowa [% r/r]



## Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Źródło: Macrobond

inwestycyjnych, w ślad za mniejszą intensywnością inwestycji infrastrukturalnych. Obok opublikowanych wcześniej danych o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej wpisują się w obraz wytracania tempa wzrostu przez gospodarkę, w tym także inwestycji, które w pierwszej połowie tego roku dynamicznie rosły.

### Chwilowe wyhamowanie inflacji bazowej w sierpniu

Narodowy Bank Polski opublikował dane o inflacji bazowej w sierpniu. Spośród czterech przedstawianych miar najwyższą wartość osiągnęła inflacja bazowa obliczana jako indeks CPI po wyłączeniu cen administrowanych: 3,0% r/r, podobnie jak przed miesiącem. W sierpniu stabilizacji uległa również najczęściej ślędzona miara inflacji bazowej - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii (2,2% r/r). Stabilizacja inflacji bazowej jest jednak tymczasowa, a w nadchodzących miesiącach powinna ona rosnać wraz z nasilaniem się presji inflacyjnej w Polsce. Zwyżkujące koszty pracy, energii, a także innych surowców powodują pogorszenie ich kondycji finansowej i kurczenie się marż, co w warunkach silnego popytu konsumpcyjnego zwiększa skłonność firm do podnoszenia cen. Dotyczy to szczególnie cen usług, których dynamika w sierpniu wzrosła do 4,3% r/r. Według naszych prognoz pod koniec tego roku inflacja bazowa obliczana jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii powinna przekroczyć poziom celu inflacyjnego 2,5% r/r, po raz pierwszy od kwietnia 2012 r. W 2020 r. presja inflacyjna najprawdopodobniej będzie nadal narastać, gdyż słabszemu wzrostowi gospodarczemu powinien towarzyszyć nadal solidny wzrost płac, który byłby jeszcze bardziej podbijany przez zapowiadaną silną podwyżkę płacy minimalnej o 15,6% (w przypadku realizacji obietnicy wyborczej obecnie rządzącej koalicji).

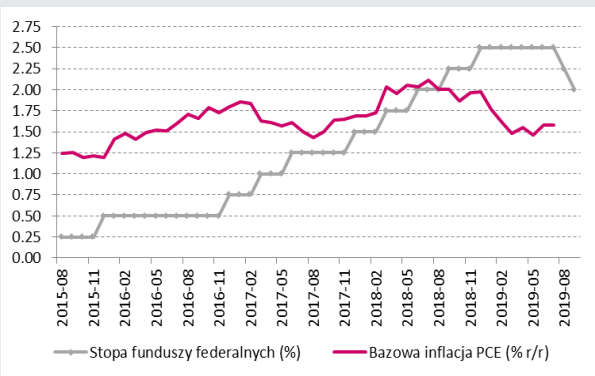
### Stabilny rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw

Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zgodnie z naszymi oczekiwaniami nieznacznie spowolnił w sierpniu do 2,6% r/r z 2,7% r/r przed miesiącem potwierdzając zatem zakładany przez nas scenariusz stopniowego hamowania wzrostu liczby etatów w przedsiębiorstwach, do czego, obok braku chętnych do podjęcia pracy (zwłaszcza w usługach), przyczynia się już nie tak silny jak w ub. roku popyt na pracę związany z wolniejszym wzrostem gospodarczym. Wzrost średniego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w sierpniu do 6,8% r/r z 7,4% r/r przed miesiącem, nieco silniej niż oczekiwaliśmy (7,1% r/r). Wpisują się one w obraz dynamiki płac w przedsiębiorstwach wahającej się wokół 7,0% r/r, co powinno utrzymywać się także kolejnych miesiącach tego roku.

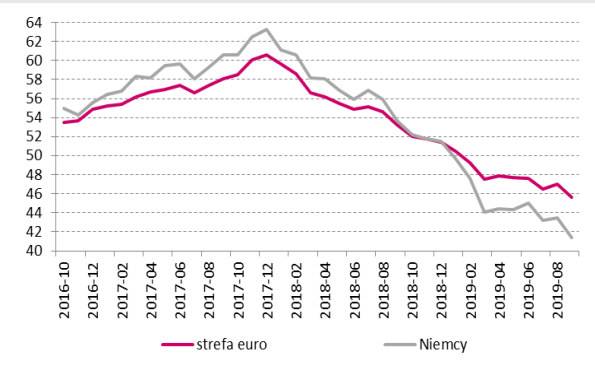


## Makro - zagranica

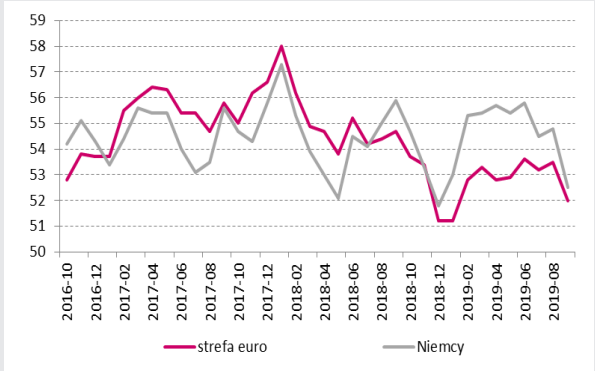
### Polityka pieniężna Fed



### PMI dla przemysłu [pkt.]



### PMI dla usług [pkt.]



Źródło: Macrobond

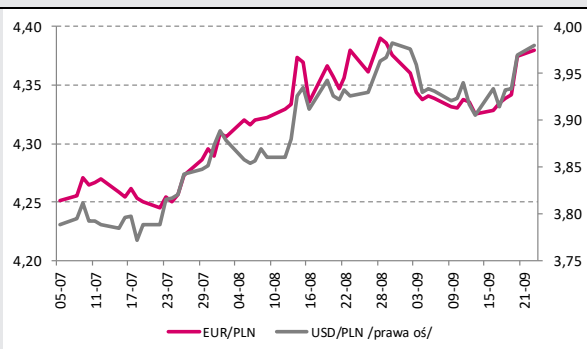
### Fed po raz drugi w 2019 r. obniża stopy procentowe

Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami obniżyła główną stopę procentową o 25 bps. do przedziału 1,75%-2,00%. Podobnie jak podczas posiedzenia pod koniec lipca, gdy także we wrześniu dokonano cięcia stóp o 25 bps. Decyzja ta nie była jednomyślna - dwoje członków Fed optowało za utrzymaniem kosztu pieniądza, a jeden złożył wniosek o obniżkę w wysokości 50 bps. W komunikacie decyzję uzasadniono, podobnie jak w lipcu, sytuacją w gospodarce światowej oraz ograniczoną presją inflacyjną. Po obniżce stóp procentowych o łącznie 50 bps w tym roku, najnowszy wykres dot-plot wskazuje na stabilizację głównej stopy procentowej w kolejnych miesiącach 2019 r., a także w 2020 r., choć oczekiwania członków Fed pozostają mocno rozbieżne - w tym roku jeszcze jednej obniżki oczekuje 7 osób, stabilizacji 5 osób, a podwyżki o 25 bps spodziewa się 5 członków. Mediana prognoz wskazuje ponadto na jedną podwyżkę o 25 bps. w 2021 r. i w 2022 r., ale i dla tego okresu oczekiwania są zróżnicowane. Pomimo dwóch obniżek stóp od ostatniej projekcji makroekonomicznej Fed przedstawionej w czerwcu, najnowsze oczekiwania uległy tylko minimalnym modyfikacjom. Obecnie Fed spodziewa się, że wzrost gospodarczy w 2019 r. wyniesie 2,2%, w 2020 r. 2,0% r/r i w 2021 r. 1,9% r/r. Projekcja Fed wskazuje ponadto, że deflator PCE (podstawowa dla Rezerwy Federalnej miara inflacji) ukształtuje się średnio w 2019 r. na poziomie 1,5% r/r, po czym w latach 2020 i 2021 będzie w dużej mierze zgodny z celem inflacyjnym 2,0% r/r. Podczas konferencji po posiedzeniu przewodniczący Fed J.Powell powiedział, że obniżka kosztu pieniądza ma stanowić „zabezpieczenie przed ryzykami dla perspektywy wzrostu PKB”. Dodał ponadto, że w o ile nie spodziewa się dalszego spowalniania gospodarki, to w jej przypadku dalsze obniżki stóp procentowych będą konieczne.

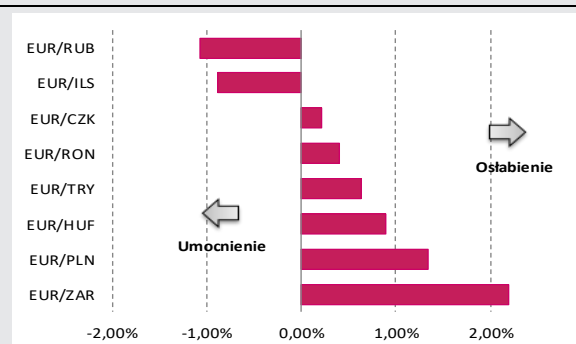
### Europejski sektor usług mniej odporny na recesję w przemyśle

Wstępne odczyty wskaźników PMI dla strefy euro wskazują na dalsze pogorszenie koniunktury w europejskiej gospodarce, w tempie silniejszym od oczekiwań. To w głównej mierze efekt recesyjnych tendencji w przemyśle. Indeks PMI dla europejskiego sektora przemysłowego spadł we wrześniu do 45,6 pkt. z 47,0 pkt. w sierpniu, wyraźnie słabiej niż oczekiwana wyżka do 47,3 pkt. Negatywne tendencje w europejskim przemyśle to duża zasługa Niemiec, gdzie indeks PMI dla przemysłu wyniósł we wrześniu 41,4 pkt., spadając z 43,5 pkt. To najniższy odczyt indeksu od czerwca 2009r. Wciąż filarem gospodarki pozostaje sektor usług, jednak jego odporność na recesję w przemyśle spada. Obniżył się także indeks PMI dla sektora usług strefy euro spadł we wrześniu do 52,0 pkt. z 53,5 pkt. miesiąc wcześniej, wobec oczekiwanego odczytu na poziomie 53,3 pkt. To najniższy odczyt indeksu od grudnia 2014. W przypadku Niemiec natomiast indeks PMI dla przemysłu spadł do 52,5 pkt. z 54,8 pkt. miesiąc wcześniej. Złe nastroje w europejskiej gospodarce to w dużej mierze efekt wysokiej niepewności gospodarczej związanej z wojnami handlowymi oraz brexitem. Wpływa to negatywnie na sytuację w zakresie zamówień, szczególnie eksportowych, produkcję a także zatrudnienia. Opublikowane dane wskazują na przefiltrowywanie się negatywnych nastrojów w europejskim przemyśle na pozostałe sektory gospodarki, które w poprzednich miesiącach pozostawały mniej podatne na negatywne nastroje firm przemysłowych. W takich uwarunkowaniach słabsze nastroje mogą mieć trwalszy charakter, negatywnie wpływając na perspektywy wzrostu gospodarki strefy euro, a w dalszej perspektywie także Polski.

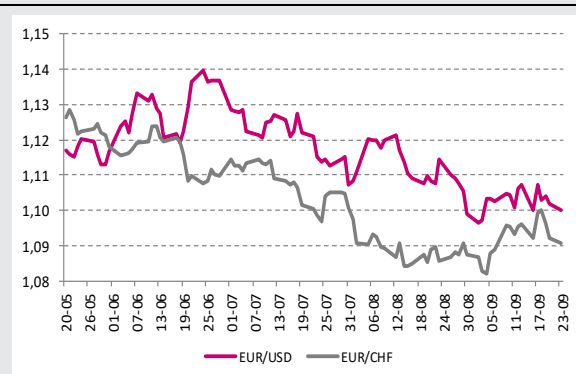
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



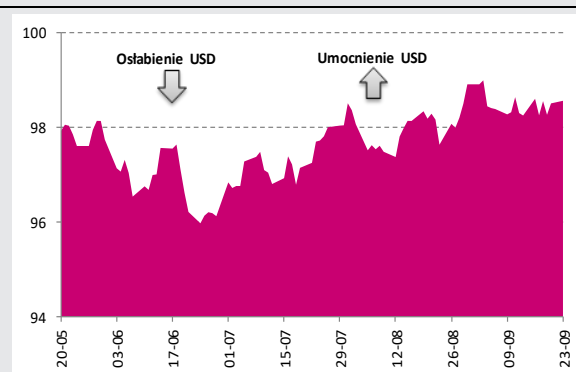
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



## Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

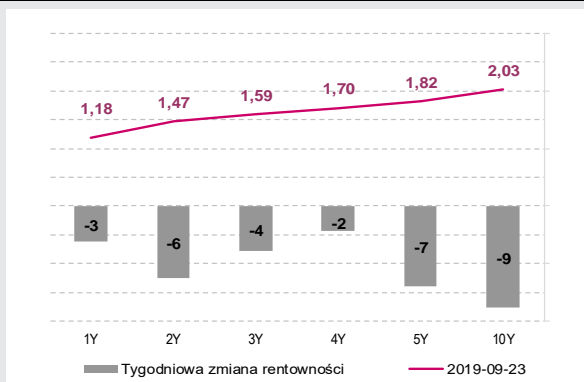
## Rynek walutowy

Każda z ubiegłotygodniowych sesji kończyła się osłabieniem złotego w relacji do euro. O ile jednak wyższa kursu EUR/PLN w pierwszych czterech dniach minionego tygodnia wyniosła łącznie dwa grosze, to tylko w piątek notowania wzrosły o ponad cztery grosze osiągając poziom 4,38. Źródłem osłabienia złotego, ale także i pozostałych walut regionu było pogorszenie sentymentu globalnego. Zakres przeceny polskiej waluty był jednak większy niż walut CEE z uwagi na informacje o wyznaczeniu przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej daty ogłoszenia wyroku w sprawie walutowych kredytów hipotecznych. W minionym tygodniu kapitał kierował się w stronę tzw. bezpiecznych przystani, co w przypadku rynku walutowego oznaczało wzrost wartości dolara amerykańskiego, szwajcarskiego franka i jena japońskiego. W rezultacie kursy EUR/USD i EUR/CHF obniżyły się w okolice tegorocznych minimum tj. odpowiednio 1,0950 i 1,0850.

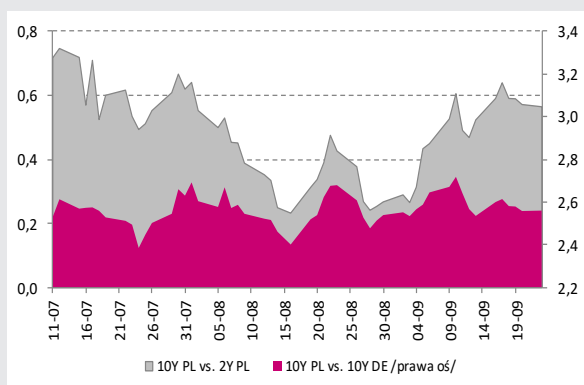
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Koniec trzeciego kwartału nie zapowiada się korzystnie dla wyceny złotego z uwagi na globalny wzrost awersji do ryzyka. Przecenie polskiej waluty dodatkowo sprzyjać będzie także oczekiwanie na wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie walutowych kredytów hipotecznych. W naszej ocenie w najbliższych dniach - jak pokazała piątkowa sesja - złoty może być jedną z gorzej radzących sobie walut w tej części Europy. Poziom 4,40 uznajemy jednak za krótkoterminowy kres osłabienia polskiej waluty. Zmienności wspierać nie będzie natomiast kalendarium wydarzeń tego tygodnia, które nie zawiera istotnych pozycji.
USD/PLN	↑	Konsekwencją spodziewanej przez nas przeceny złotego, a także umocnienia dolara na międzynarodowym rynku będzie wyższa para USD/PLN, która w naszej ocenie w tym tygodniu powinna przekroczyć psychologiczną barierę 4,0.
EUR/USD	↓	Z jednej strony wzrost awersji do ryzyka, a z drugiej mniej łagodna od Europejskiego Banku Centralnego postawa Fed skutkować będą prawdopodobnym dalszym spadkiem notowań eurodolara. W naszej ocenie kurs EUR/USD testować powinien w tym tygodniu tegoroczne minima tj. poziom 1,0925 który we wrześniu dwukrotnie nie został przetamany. Nastrój aprecjacji dolara zapewnią ponadto obawy towarzyszące możliwej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. Wiele zależeć będzie także od retoryki licznych wystąpień przedstawicieli Fed w tym tygodniu.

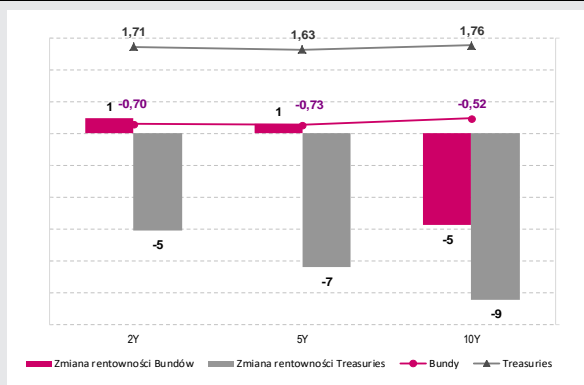
## Rentowność obligacji krajowych [%]



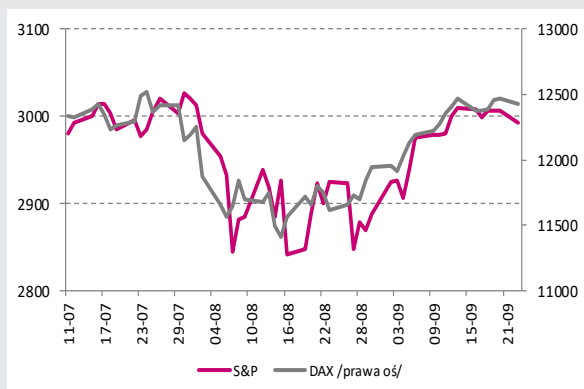
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

## Rynek obligacji

Miniony tydzień na krajowym rynku długu zakończył się wyraźnym, bo dwucyfrowym spadkiem dochodowości 10-letniego benchmarku, który po wyrównaniu wrześniowego rekordu rentowności na poziomie 2,17% obniżył się do 2,03% na dzisiejszym otwarciu. Wzrost cen na krajowym rynku długu zapewniała sytuacja na rynkach bazowych, gdzie również doszło do silnego obniżenia się rentowności. Tradycyjnie najbardziej stabilna była wycena obligacji 2-letnich jednak i tu spadek o 8 bps należy uznać za silny. Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia na pierwotnym rynku długu był przetarg zamiany, na którym Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje DS1019, WZ0120, PS0420, OK0720, DS1020 łącznie za 4,66 mld PLN, a sprzedało papiery OK0521, PS1024, WZ0525, DS1029, WZ1129 i WS0447 łącznie za 4,79 mld PLN. W rezultacie stan prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych - według projektu ustawy budżetowej na 2020 rok - wynosi obecnie około 22%. Tak jak wspomnieliśmy wcześniej wyraźny spadek dochodowości obserwowany był także w notowaniach amerykańskich Treasuries i niemieckiego długu. W przypadku Bunda spadek wyniósł aż 12 bps do -0,58%, co oznaczało zanegowanie ruchu wzrostu rentowności po posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego. W przypadku 10-latk USA ruch był jeszcze większy, gdyż spadek wyniósł aż 18 bps do 1,69%.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	W naszej ocenie notowania polskiego, długoterminowego długu, które poszukiwały od kilku tygodni poziomu równowagi prawdopodobnie znalazły go w okolicy poziomu 2,05% i wokół niego powinny fluktuować w rozpoczynającym się tygodniu. W kierunku niższych poziomów tj. psychologicznej bariery 2,0% kierować polską 10-latkę mogą impulsy z rynków bazowych. Uznajemy jednak, iż - podobnie jak w przypadku złotego kwestia zbliżającego się wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie walutowych kredytów hipotecznych będzie czynnikiem ograniczającym apetyt na polskie aktywa. W rezultacie liczymy na stabilizację wyceny 10-letniego benchmarku. Tym bardziej, iż koniec tygodnia to także rewizja ratingu Polski przez agencję Fitch.
10Y DE (%)	Nastroje w Europie pozostają niekorzystne między innymi po dzisiejszych rozczarowujących publikacjach indeksów PMI, co zwiększa tylko presję na kontynuację ubiegłotygodniowego spadku dochodowości niemieckiego długu. Bariery niezmiennie pozostaje jednak historyczne minimum 10-latk niemieckiej tj. poziom -0,73%.
10Y US (%)	Mimo mniej łagodnej od oczekiwań postawy amerykańskiej Rezerwy Federalnej podczas wrześniowego posiedzenia dochodowość Treasuries zniżkuje. Jest to wpływ wzrostu awersji do ryzyka tj. spowalnającego tempa gospodarczego na świecie i eskalacji napięcia geopolitycznego (Bliski Wschód, brexit). Uważamy jednak, iż zakres spadku dochodowości amerykańskiego długu w tym tygodniu nie powinien być - w obliczu wspomnianej retoryki Fed - znaczący.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 23 września</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	43.5	44.3	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	54.8	54.3	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Sierpień	6.6%	2.8%	3.8%
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	47.0	47.3	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Wrzesień	53.5	53.2	
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	50.3	50.3	
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Wrzesień	50.7	51.5	
<b>Wtorek 24 września</b>					
10:00 IFO	Niemcy	Wrzesień	94.3	94.5	
10:00 Stopa bezrobocia r/r	Polska	Sierpień	5.2%	5.2%	
16:00 Conference Board	USA	Wrzesień	135.1	134.0	
<b>Środa 25 września</b>					
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	635k	653k	
<b>Czwartek 26 września</b>					
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Polska	Wrzesień			
14:30 PKB kw/kw	USA	Q2	2.0%	2.0%	
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Sierpień	-2.5%	1.0%	
<b>Piątek 27 września</b>					
14:30 Dochody prywatne	USA	Sierpień	0.1%	0.4%	
14:30 Wydatki prywatne	USA	Sierpień	0.6%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE	USA	Sierpień	1.4%	1.4%	
16:00 Indeksu uniwersytetu Michigan	USA	Wrzesień	92.0	92.1	
<b>Decyzja Fitch w sprawie ratingu</b>	<b>Polska</b>				
<b>Poniedziałek 30 września</b>					
14:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Wrzesień	1.4%		

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

## Dane i prognozy

	2018	2019	2020	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420
<b>PKB</b>	5,1	4,6	3,7	4,9	4,7	4,5	4,6	4,4	3,9	4,0	3,5	3,5
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,8	5,5	5,4	5,8	5,9	5,2	5,3	5,5	5,7	5,2	5,3	5,4
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	1,6	2,1	2,8	1,4	1,2	2,4	2,8	2,6	3,3	2,6	2,7	2,8
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	71,7	67,0	68,0	72,2	63,3	69,8	65,0	70,0	70,0	68,0	67,0	65,0
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,33	1,60	1,66	1,33	1,67	1,60	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,60
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,82	2,40	2,50	2,82	2,83	2,40	2,00	2,05	2,10	2,10	2,15	2,20
<b>EUR/PLN</b>	4,30	4,21	4,25	4,30	4,30	4,25	4,33	4,30	4,30	4,29	4,28	4,26
<b>USD/PLN</b>	3,76	3,75	3,70	3,76	3,84	3,73	3,88	3,95	3,92	3,90	3,90	3,88
<b>GBP/PLN</b>	4,79	4,80	4,80	4,79	5,00	4,73	4,75	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
<b>EUR/USD</b>	1,14	1,12	1,15	1,14	1,12	1,14	1,12	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,31	-0,38	-0,33	-0,31	-0,35	-0,39	-0,42	-0,43	-0,43	-0,42	-0,42	-0,41
<b>LIBOR 3M USD</b>	2,81	2,35	2,40	2,81	2,60	2,32	2,15	1,90	1,70	1,70	1,75	1,75

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium \*\* średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, 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 dotożył 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.