

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

21 września 2020

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Ten tydzień będzie obfitował nie tylko w publikację danych ekonomicznych, ale także w wydarzenia polityczne, które mogą stanowić potencjalne źródło zmienności złotego. Krajowy rynek finansowy może się też mierzyć z podwyższoną awersją do ryzyka w wyniku nasilenia pandemii i obaw o wprowadzenie bardziej restrykcyjnych obostrzeń. Spośród danych makro istotnie dla rynków będą publikowane w środę wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro oraz indeks Ifo, ponieważ wskażą na tempo poprawy nastrojów w warunkach nasilenia pandemii. Źródłem krótkoterminowej zmienności mogą być decyzje polityczne oraz kryzys rządowy, który w skrajnym przypadku może doprowadzić do przedterminowych wyborów. Na koniec tygodnia planowana jest publikacja wyników przeglądu ratingu Polski przez agencję Fitch, choć nie oczekujemy zmiany oceny wiarygodności kredytowej polskiego długu.

Najważniejsze dane tego tygodnia

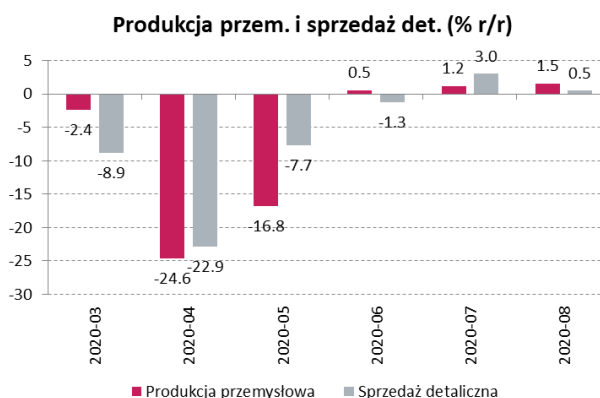
Czy poprawa koniunktury w strefie euro przyspiesza?

W środę poznamy wstępne wyliczenia za wrzesień indeksów PMI w przemyśle i w usługach najważniejszych partnerów handlowych Polski - w strefie euro, w tym w Niemczech. Konsensusy prognoz wskazują na wzrosty indeksów dla obu gospodarek, co oznaczałoby przyspieszenie poprawy koniunktury. W sierpniu indeks dla przemysłu strefy euro wyniósł 51,7 pkt, a dla usług 50,5 pkt. Wartości dla Niemiec ukształtowały się na poziomie odpowiednio 52,2 pkt i 52,5 pkt.

Na koniec tygodnia planowany jest przegląd ratingu Polski przez Fitch.

W piątek, już po zamknięciu rynków finansowych, poznamy ewentualną decyzję Fitch dotyczącą ratingu Polski. Obecna ocena to „A-”, z perspektywą stabilną. Rating S&P jest na tym samym poziomie, ocena Moody's o jeden stopień wyżej. Dyrektor ds. Europy Wschodzącej Fitch Ratings Paul Gamble powiedział, że Fitch „uważnie przygląda się” finansom publicznym w Polsce, zwłaszcza ścieżce długu publicznego. Natomiast rządowe prognozy deficytu sektora finansów publicznych na lata 2020-2021 wynoszące odpowiednio 12% PKB i 6% PKB uznał za „dość interesujące”. Naszym zdaniem Fitch podtrzyma swoją obecną ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W przyszłości głównym kryterium dla agencji ratingowych będzie skala obniżenia zadłużenia publicznego w średnim terminie, po pełnej realizacji rządowych programów wsparcia.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w sierpniu 1,5% r/r po wzroście o 1,1% r/r, zaś dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 0,5% r/r z 3,0% r/r w lipcu. Dane te wskazują, że szybka odbudowa aktywności po zniesieniu lockdownu wyhamowała, głównie ze względu na zaspokojenie produkcji i popytu, który został „uśpiony” w marcu i kwietniu. Niemniej jest to zgodne z naszym scenariuszem makro na ten rok.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4596	0,3%
USD/PLN	3,7688	0,7%
CHF/PLN	4,1385	0,1%
EUR/USD	1,1834	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,20	0
WIBOR 3M	0,23	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,05	-2
5Y	0,65	-5
10Y	1,34	-3

RS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,26	-5
5Y	0,58	-4
10Y	1,00	-12

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,50	-1
US 10Y	0,67	1

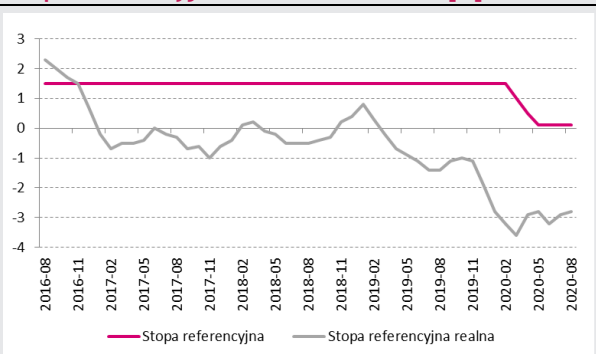
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	49538,0	-2,0
S&P 500	3385,5	-0,4
Nikkei 225	23319,4	0,4

Źródło: Refinitiv

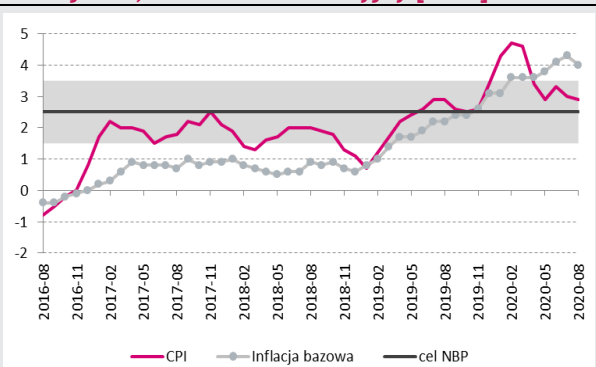
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

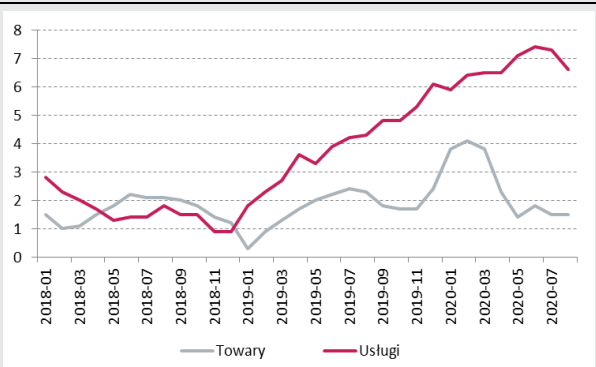
Stopa referencyjna nominalna i realna [%]



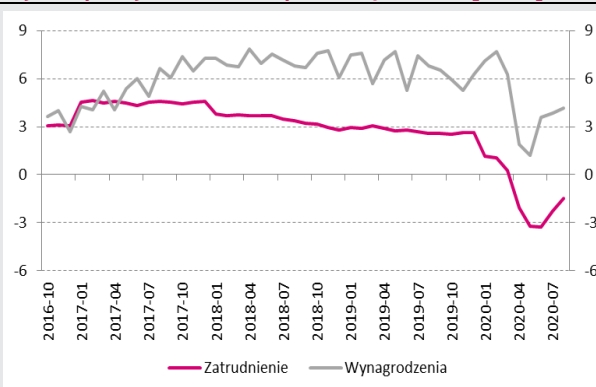
Inflacja CPI, bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



Inflacja cen towarów i usług [% r/r]



Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Polityka pieniężna w Polsce bez zmian

Rada Polityki Pieniężnej na pierwszym posiedzeniu po przerwie wakacyjnej utrzymała wszystkie stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna kształtuje się na rekordowo niskim poziomie 0,10%. Nie zmieniły się także pozostałe parametry polityki pieniężnej. Opublikowany komunikat nie wnosi nowych informacji mogących pomóc w ocenie perspektywy polityki monetarnej. Oprócz braku dokładnego określenia skali i terminu realizacji programu odkupu aktywów Rada ponownie nie wskazała *forward guidance* dla poziomu stóp procentowych NBP. Naszym zdaniem stabilizacja polityki pieniężnej będzie kontynuowana także w przyszłości. Za tymi oczekiwaniami przemawiają wypowiedzi medialne tych członków Rady, którzy wpierali decyzje o złagodzeniu warunków monetarnych w okresie marzec-maj. W szczególności prezes NBP A.Głapiński określił obecny poziom stóp procentowych jest „właściwy”. Naszym zdaniem również fundamenty makroekonomiczne będą wspierały realizację tych oczekiwań. W naszej ocenie inflacja CPI będzie w perspektywie kilku kwartałów utrzymywała się w przedziale dopuszczalnych odchyśleń od celu inflacyjnego, a bieżące dane makroekonomiczne wskazują na mniej pesymistyczny scenariusz dla gospodarki niż w projekcji lipcowej.

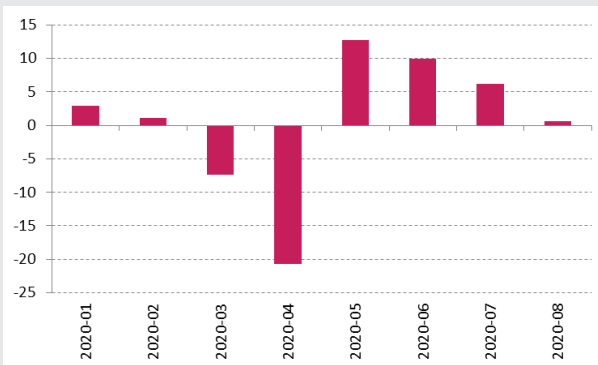
Sygnaly obniżenia presji w cenach konsumenta

Według końcowych danych inflacja CPI w Polsce wyniosła w sierpniu 2,9% r/r, co oznacza niewielki spadek względem lipca, gdy ukształtowała się na poziomie 3,0% r/r. Za niższą wartość odpowiada inflacja cen żywności, która obniżyła się do 3,1% r/r z 4,1% r/r przed miesiącem, a także komponent bazowy. Według obliczeń Narodowego Banku Polskiego obniżyły się trzy z czterech publikowanych miar inflacji bazowej, jedna natomiast pozostała na poziomie z lipca. W szczególności najmocniej obniżył się wskaźnik, któremu poświęca się największą uwagę, tj. inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Wyniósł on 4,0% r/r wobec 4,3% r/r przed miesiącem. Sierpień to pierwszy miesiąc spadku wskaźnika od listopada 2016 r. Do spadku wskaźnika bazowego przyczyniła się niższa niż przed miesiącem inflacja cen usług, która obniżyła się do 6,6% r/r z 7,3% r/r w lipcu. Sierpniowe dane o inflacji wskazują, że spadek aktywności gospodarczej przekłada ograniczająco na presję inflacyjną oraz że wpływ na dynamikę cen konsumenta zwiększonych kosztów dla zapewnienia nowych standardów sanitarnych jest coraz słabszy.

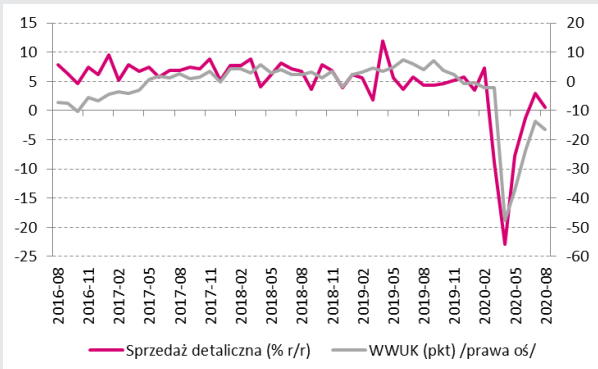
Rynek pracy kontynuuje odbudowę po lockdownie

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 43 tys. m/m, tj. o 0,7% m/m, nieco słabiej niż w lipcu, gdy przyrosło o 66,2 tys. etatów. W odniesieniu do sierpnia 2019 r. liczba pełnych etatów spadła natomiast o 1,5% r/r, po spadku o 2,3% r/r miesiąc wcześniej. Komunikat Głównego Urzędu Statystycznego wskazuje, że w sierpniu kontynuowano przywracanie wymiarów etatów oraz powroty do pracy zatrudnionych, którzy znajdowali się na urloпах opiekuńczych, chorobowych i bezpłatnych. Co więcej, według GUS zatrudniano ponadto nowych pracowników. Dane wpisują się w stopniową odbudowę liczby pełnych etatów po trudnym okresie marzec-maj, gdy spadła ona łącznie o 272 tys. Jak do tej pory spadek ten odrobiono tylko częściowo (121,1 tys.). Według nas najbliższe miesiące przyniosą dalszą poprawę przeciętnego zatrudnienia, ale nie uda się przez dłuższy czas powrócić do poziomów sprzed pandemii. Po zakończeniu realizacji Tarczy Antykrzysowej koszty pracy w warunkach niższego względem okresu poprzedzającego epidemii wzrostu gospodarczego mogą okazać się zbyt duże, co wpłynęłoby na obniżenie zatrudnienia i wzrost bezrobocia. Wydaje się jednak, że zmiany te nie byłyby silnie negatywne, na co wskazują wyniki badania Polskiego Instytutu Ekonomicznego i Polskiego Funduszu Rozwoju, według którego 78% przedsiębiorstw planuje utrzymać zatrudnienie. Wzrost przeciętnej miesięcznej płacy wyniósł w sierpniu natomiast 4,1% r/r, co oznacza przyspieszenie wzrostu względem lipca, gdy odnotowano 3,8% r/r. Dane te nie stanowią zaskoczenia i potwierdzają pewną stabilizację tendencji we wzroście wynagrodzeń, co w naszej ocenie będzie kontynuowane w najbliższej przyszłości. Wpływ odbudowującego się wzrostu gospodarczego będzie równoważony bowiem niższym niż przed wybuchem pandemii

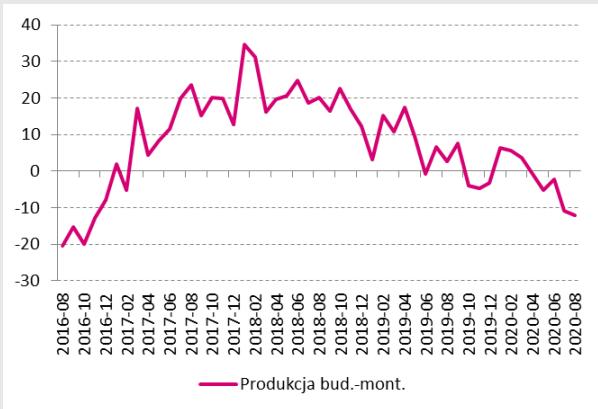
Produkcja przemysłowa [% m/m, sa]



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



Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Źródło: Macrobond

popytem na pracę. Od początku przyszłego roku rząd planuje podnieść płacę minimalną do 2800 zł z 2600 zł w 2019 r., tj. o 7,7%, choć wpływ tego czynnika na sektor przedsiębiorstw (firmy zatrudniające do najmniej 10 pracowników) będzie mniej mniejszy niż wśród mikrofirm.

Przemysł wytraca impet

Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 1,5% r/r, po wzroście o 1,1% r/r przed miesiącem. Natomiast po korekcie czynników sezonowych wzrosła ona w odniesieniu do poprzedniego miesiąca o 0,6% m/m. Dane te potwierdzają spodziewane wyhamowanie dynamicznego przyrostów produkcji z okresu maj-lipiec, które wynikały zarówno z zamówień, których realizację ograniczyła pandemia, a także zwiększenia produkcji na potrzeby nie zaspokojonego po lockdownie popytu. Sierpniowy odczyt nie zmienia zakładanego przez nas scenariusza pewnej stabilizacji (po korekcie efektów kalendarzowych) wzrostu produkcji na niskim poziomie w najbliższych miesiącach. Koniunktura w krajowym przemyśle wyróżnia się jednak pozytywnie na tle innych członków Unii Europejskiej - w lipcu według danych Eurostat - wzrost produkcji przemysłowej był drugim najwyższym. Lepszej sytuacji krajowego przemysłu sprzyja duża dywersyfikacja produkcji, niższy udział branż najsilniej dotkniętych pandemią, sprzyjający eksportowi kurs walutowy oraz dobra sytuacja finansowa konsumentów w kraju i za granicą, w co wpisuje się wzrost o 12,7% r/r dóbr konsumpcyjnych trwałych. Produkcja dóbr inwestycyjnych jest dużo słabsza, co utrwała pesymistyczne oczekiwania dla nakładów na środki trwałe firm w przyszłości.

Sprzedaż detaliczna wyhamowała w sierpniu

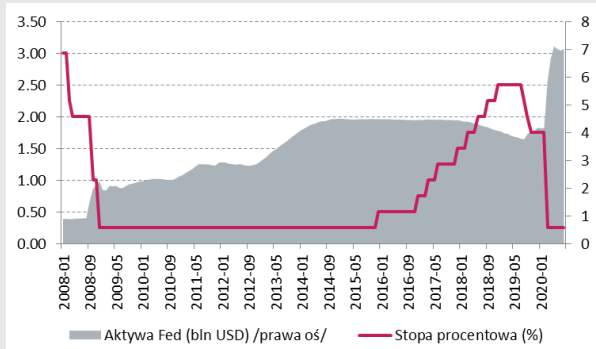
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w sierpniu o 0,5% r/r po wzroście o 3,0% r/r miesiąc wcześniej. Dane te wskazują, że pozytywny trend ożywienia w handlu detalicznym wyczerpał się, głównie ze względu na zaspokojenie popytu, który mocno odbudowywał się po zniesieniu obostrzeń. W strukturze danych o sprzedaży detalicznej szczególnie uwagę zwraca pogłębienie spadków sprzedaży paliw. W sierpniu wyniósł on 10,6% r/r po spadku o 2,2% r/r w lipcu. Sądzymy, że wynikać to może z innego rozkładu wzorca oraz układu w roku urlopów. Pewną niespodzianką dla nas jest także brak odbudowy w dynamice sprzedaży aut. W lipcu wyniosła ona -5,2% r/r wobec -5,0% r/r. Z drugiej strony jednak mocno rosta sprzedaż artykułów trwałych: mebli oraz sprzętu RTV, AGD. Sądzymy zatem, że sprzedaż detaliczna w sierpniu została zaburzona czynnikami jednorazowymi, a kolejne miesiące przyniosą jej poprawę. W szerszym kontekście perspektywy dla konsumpcji towarów przez gospodarstwa domowe pozostają relatywnie korzystne, zważywszy na ograniczoną skalę schłodzenia po lockdownie rynku pracy. Według badania Polskiego Instytutu Ekonomicznego i Polskiego Funduszu Rozwoju 71% Polaków pozytywnie ocenia swoją pozycję finansową, a 57% ankietowanych nie odczuło zmian swojej sytuacji finansowej po pojawieniu się COVID-19. Niemniej jednak spodziewany wzrost bezrobocia może ograniczyć tempo wzrostu konsumpcji dóbr trwałego użytku. Utrzymujemy pesymistyczne oczekiwania dotyczące konsumpcji części usług, gdyż ze względu na przeciwdziałanie zachorowaniom na COVID-19 popyt na nie pozostanie obniżony względem okresu poprzedzającego ogłoszenie stanu zagrożenia epidemicznego w marcu. br. Konsumpcja gospodarstw domowych w najbliższym czasie nie powróci zatem do poziomów sprzed marca br., ze względu na spadek popytu na niektóre usługi oraz wzrost stopy oszczędności w warunkach znaczącej niepewności dotyczącej przyszłej sytuacji gospodarczej w kraju.

Produkcja budowlano-montażowa pogłębiła spadek w sierpniu

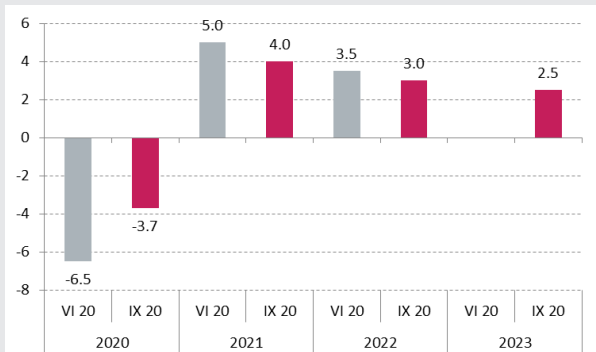
Produkcja budowlano-montażowa spadła w sierpniu o 12,1% r/r, po spadku o 10,9% r/r, głównie w wyniku silniejszego spadku realizacji obiektów inżynierii lądowej i wodnej (spadek o 16,9% r/r). Dane te wskazują na pogarszającą się koniunkturę w budownictwie, co wynika głównie z tymczasowego dołka w wykorzystaniu środków unijnych, gdyż kończy się stara perspektywa budżetu UE, a nowa rozpocznie się w przyszłym roku. Pandemia COVID-19 pogorszyła sytuację samorządów, które w tych warunkach nie są skłonne do działalności inwestycyjnej. Wpływ tego czynnika jest nieznacznie łagodzony przez inwestycje mieszkaniowe. Aktywność w budownictwie powinna poprawić się wyraźnie najwcześniej za kilka kwartałów, gdy rozpoczną się inwestycje współfinansowane środkami UE, a także ze środków krajowych.

Makro - zagranica

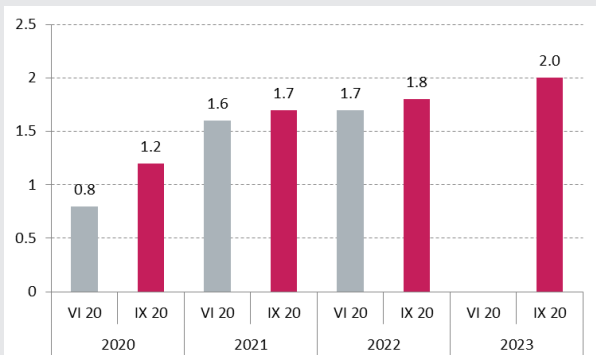
Polityka pieniężna Fed



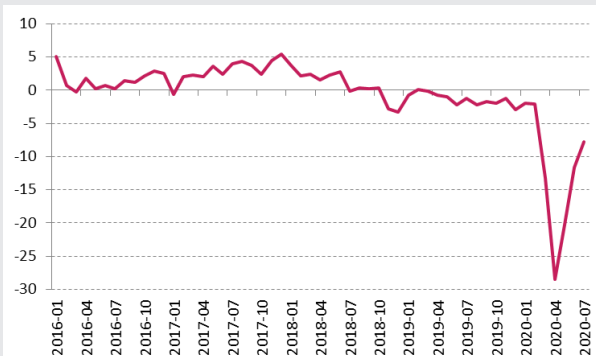
Prognozy Fed dotyczące PKB [%]



Prognozy Fed inflacji PCE [% r/r]



Produkcja przemysłowa w strefie euro [% r/r]



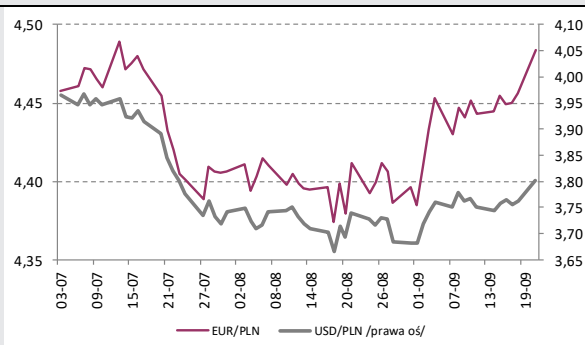
Fed utrzymuje dotychczasowy kierunek polityki pieniężnej

Amerykańska Rezerwa Federalna zgodnie z oczekiwaniami utrzymała dotychczasowe ultra-łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Główna stopa procentowa pozostała na poziomie 0,00%-0,25%, nie zmodyfikowano ponadto dotychczasowej skali skupu aktywów na rynkach finansowych. W komunikacie zawarto nowe sformułowanie celu inflacyjnego, zgodnie z którym bankierzy centralni w USA dążą do zapewnienia maksymalnego zatrudnienia oraz inflacji na poziomie 2,0% r/r w dłuższym okresie. Oznacza to, że Fed może pozwolić inflacji przewyższyć ten poziom w „umiarkowanej skali”, aby średnio wyniosła 2,0% r/r. Według uaktualnionego wykresu dotplot bieżący poziom stóp procentowych utrzyma się co najmniej do 2023 r. Scenariusz ten wpiera najnowsza projekcja makroekonomiczna Fed. Zgodnie z nią inflacja wyniesie 2,0% r/r, a stopa bezrobocia zrówna się z długookresowymi oczekiwaniami wynoszącymi 4,1% dopiero w 2023 r. (ten horyzont pojawił się w prognozach Fed po raz pierwszy). Projekcja ta jest mniej pesymistyczna niż przedstawiona w czerwcu. Prognozę wzrostu gospodarczego podniesiono do -3,7% z -6,5% dla 2020 r., dla 2021 obniżono natomiast do 4,0% z 5,0%, a dla 2022 r. do 3,0% z 3,5%. W 2023 r. wzrost PKB wyniesie ma natomiast 2,5%. Podniesiono również oczekiwania dla inflacji konsumenckiej w 2020 r., gdy wyniesie ma 1,2% r/r wobec 0,8% r/r spodziewanego w czerwcu. Informacje z wrześniowego posiedzenia utrwalały oczekiwania ultra-łagodnej polityki pieniężnej w USA w najbliższych latach. Dodatkowe wsparcie aktywności gospodarczej leży obecnie po stronie polityki fiskalnej. W Kongresie utknął jednak projekt kolejnego programu fiskalnego, a jego uchwalenie będzie trudne przed wyborami prezydenckimi w USA, które zaplanowano na 3 listopada br.

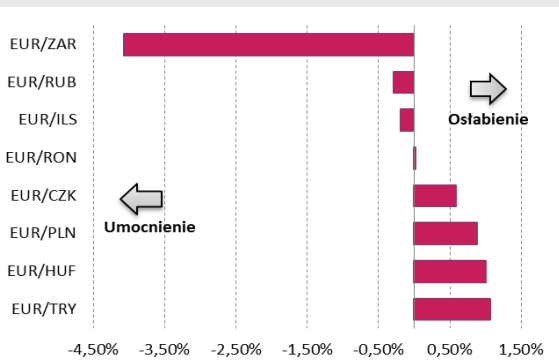
Przemysł w strefie euro w lipcu dalej odrabiał straty

Produkcja przemysłowa w strefie euro wzrosła w lipcu o 4,1% m/m, po wzroście o 9,5% m/m miesiąc wcześniej. Dane te wskazują na stopniową poprawę w sektorze, który w marcu i kwietniu znacząco ograniczył swoją działalność ze względu na lockdown. Niemniej dane w ujęciu r/r potwierdzają kontynuację recesji w przemyśle strefy euro - roczna dynamika wyniosła -7,7% r/r wobec -12,0% r/r w czerwcu. Spadek popytu zarówno z wewnątrz gospodarki unii walutowej, ale także z zagranicy przekłada się wyraźnie niższą niż przed rokiem aktywność w sektorze. Naszym zdaniem koniunktura w przemyśle strefy euro będzie kontynuowała odbudowę, lecz jej tempo najpewniej będzie coraz wolniejsze.

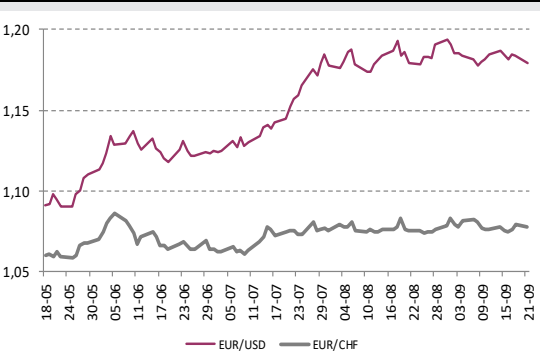
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



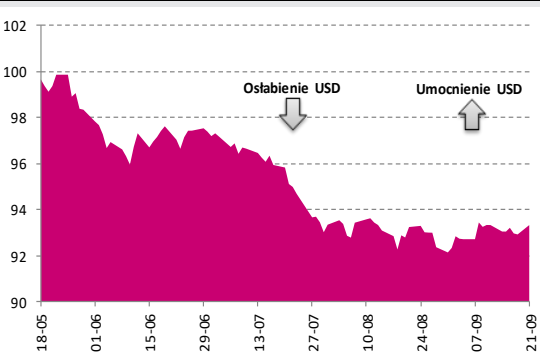
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Refinitiv

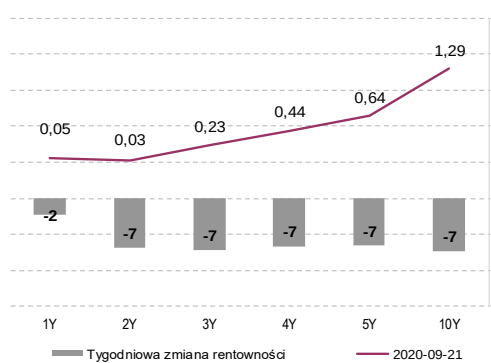
Rynek walutowy

Miniony tydzień w notowaniach EUR/PLN miał senny przebieg. Wycena złotego do euro koncentrowała się wokół poziomu 4,4450, a amplituda wahań kursu EUR/PLN po raz kolejny wyniosła około 1%. Warto jednak zwrócić uwagę, iż stabilizacja pozytywnie wyróżniała złotego na tle walut Europy Środkowo-Wschodniej. W omawianym okresie przecena dotknęła zarówno węgierskiego forinta, jak i czeską koronę. W tym czasie nerwowości złotego nie wywoływały między innymi pogarszająca się sytuacja pandemiczna w Europie, wzrost napięcia politycznego w kraju i ryzyko przedterminowych wyborów parlamentarnych, czy utrzymanie oceny Rady Polityki Pieniężnej na temat złotego. Zdaniem bankierów centralnych „tempo ożywienia gospodarczego może być ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP”. Na rynku eurodolara miniony tydzień był okresem stabilizacji notowań wokół dolnego ograniczenia wzrostowego kanału, który obowiązuje od połowy lipca, tj. poziomu 1,1820. Emocji nie wywołało między innymi posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej.

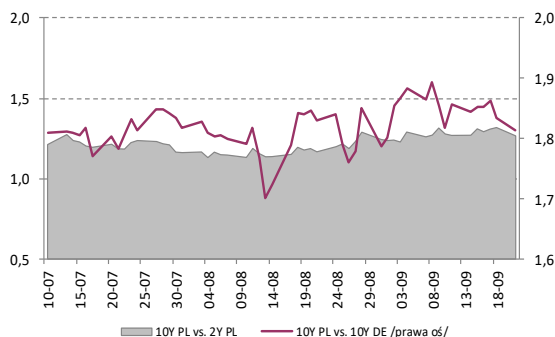
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑ Czynniki polityczne oraz słabsze od oczekiwań dane z polskiej gospodarki opublikowane na początku tego tygodnia ciężą na wycenie złotego, który względem euro osłabił się do 4,48, zbliżając się do technicznego poziomu oporu. Na nastrojach rynkowych ciąży też niekorzystny rozwój pandemii, co nasila obawy o przywrócenie coraz bardziej rygorystycznych ograniczeń w części krajów. W naszej ocenie kres ruchu wzrostowego kursu EUR/PLN stanowi jego maksimum z lipca na poziomie 4,4940. Podwyższone ryzyko polityczne związane ze sporem w koalicji rządowej może być natomiast źródłem podwyższonej zmienności, szczególnie jeśli miałby realizować się scenariusz przedterminowych wyborów. Źródłem ewentualnej presji na osłabienie złotego mogłyby być słabsze wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro, wskazujące na wyhamowanie ożywienia w Eurolandzie. W piątek planowana jest publikacja wyników przeglądu ratingu Polski przez agencję Fitch, jednak nie spodziewamy się zmian w ocenie wiarygodności kredytowej krajowego długu.
USD/PLN	↑ Przy spodziewanej stabilizacji eurodolara, kurs USD/PLN będzie kopiował ruchy pary EUR/PLN. Z tego punktu widzenia podwyższone ryzyko polityczne w kraju, nasilenie pandemii oraz zestaw słabych danych z krajowej gospodarki początku tego tygodnia mogą wywierać presję na nieznaczne osłabienie złotego względem dolara amerykańskiego. Kurs USD/PLN zbliżył się do poziomu 3,80, przełamanie którego z technicznego punktu widzenia może otworzyć drogę do dalszej przeceny polskiej waluty.
EUR/USD	↔ Kurs EUR/USD stabilizuje się wokół poziomu 1,18 i szuka impulsów do wyraźniejszych zmian. Ostatnie dni pokazują, iż eurodolar jest mało wrażliwy na publikację danych makroekonomicznych i spodziewamy się utrzymania takiej sytuacji także w tym tygodniu. Publikacje licznych danych makroekonomicznych, w tym wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro i niemiecki indeks Ifo, nie powinny mieć zatem istotnego wpływu na sentyment rynkowy, a kurs EUR/USD powinien utrzymywać się wokół poziomu 1,18. Ewentualne słabe dane z Eurolandu będą wywierały presję na osłabienie wspólnej waluty.

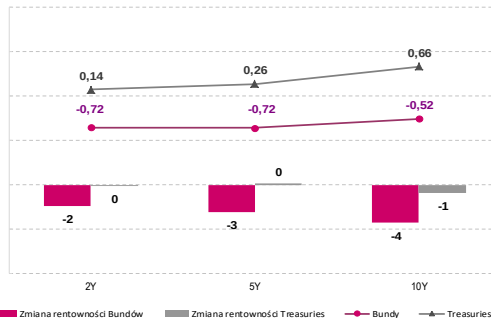
Rentowność obligacji krajowych [%]



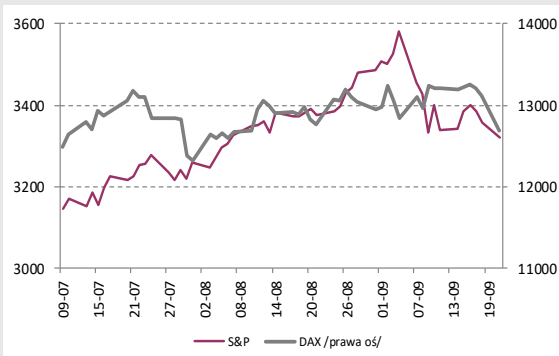
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w minionym tygodniu doszło do niewielkiego spadku dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej. Wyróżnić należy kolejną zniżkę dochodowości krótkiego końca krzywej (do 0,05%, tj. okolic historycznego minimum). W naszej ocenie związana była nie z perspektywami polityki pieniężnej - te jak pokazało posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej zakłada długoterminową stabilizację stóp procentowych - ale z powiększającą się nadpłynnością sektora bankowego. W miniony piątek NBP sprzedał 7-dniowe bony pieniężne za rekordowe 178 mld PLN. W ubiegłym tygodniu NBP podczas trzynastej już operacji *outright buy* dokonał w przeważającej części skupu obligacji skarbowych, jednak ich wartość była niewielka zarówno jak na deklarowane maksymalne zaangażowanie (5 mld PLN) ze strony banku centralnego, jak również historię poprzednich operacji. Narodowy Bank Polski odkupił cztery serie obligacji za 685 mln PLN, w tym obligacje skarbowe DS0726 za 170 mln PLN, DS0727 za 110 mln PLN, WS0428 za 280 mln PLN i nieskarbowe obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego FPC0630 za 125 mln PLN. NBP nie zdecydował się natomiast nabyć zgłoszonych do odkupu papierów DS1023 i DS0725. Również w ubiegłym tygodniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło przetarg zamiany, na którym sprzedało papiery OK0423, PS0425, WZ0525, WZ1129, DS1030 za 2,52 mld PLN a odkupiło obligacje DS1020, WZ0121, PS0421, OK0521 i PS0721 łącznie za 2,47 mld PLN. W wyniku tej operacji poziom sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych (według nowelizacji ustawy budżetowej) wynosi około 98%.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Tendencje na rynkach globalnych będą wspierały wycenę także krajowego długu, choć czynniki krajowe, szczególnie podwyższone ryzyko polityczne, mogą ograniczać wrażliwość krajowych obligacji na spadki rentowności na rynkach bazowych. Wydarzeniem tygodnia na krajowym rynku długu będzie planowana na środę aukcja obligacji BGK, która powinna cieszyć się sporym zainteresowaniem inwestorów. Odpływ środków z depozytów bankowych i towarzyszący im napływ do funduszy inwestycyjnych generuje dodatkowy popyt na obligacje ze strony inwestorów instytucjonalnych. Planowana na piątek publikacja przeglądu ratingu przez agencję Fitch, ze względu na spodziewane utrzymanie ratingu bez zmian, nie powinna mieć wpływu na nastroje rynkowe.
10Y DE (%)	Wycena niemieckiego długu w nadchodzących dniach nie powinna podlegać silnym wahaniom, choć podwyższona awersja do ryzyka na początku bieżącego tygodnia sprzyja wzrostowi ich wartości. Wycena Bundów zdyskontowała już wiele czynników i może być trudno obecnie o dodatkowe impulsy, które nie byłyby są uwzględnione w notowaniach. Czynnikiem mogącym zwiększyć presję na wzrost wyceny Bundów mogą być w tym tygodniu słabsze od oczekiwań odczyty indeksów PMI dla strefy euro, co zwiększyłoby obawy o ścieżkę wychodzenia z kryzysu. Poziom -0,55%, minimum z końca lipca, powinien stanowić barierą powstrzymującą przed dalszymi zniżkami rentowności.
10Y US (%)	Wzrost awersji do ryzyka, nasilony obawami o ekonomiczne skutki nasilenia pandemii sprzyja wycenie najbezpieczniejszych aktywów, w tym amerykańskim obligacjom. Przestrzeń do ich zniżki wydaje się jednak ograniczona ze względu na oczekiwaną stabilizację polityki pieniężnej głównych banków centralnych.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 21 września					
10:00 Produkcja bud-montażowa r/r	Polska	Sierpień	-10.9%	-9.5%	-7.9%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	3.0%	2.6%	4.9%
Wtorek 22 września					
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Sierpień	16.8%	16.3%	15.9%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Wrzesień	0.6%	0.6%	
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Sierpień	5.86m	5.95m	
Środa 23 września					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Wrzesień	0.25%	0.25%	
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	52.2		
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	52.5		
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	51.7		
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Wrzesień	50.5		
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	6.1%	6.1%	6.1%
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	18 września	-2.5%		
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	53.1		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Wrzesień	55.0		
Czwartek 24 września					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Wrzesień	92.6		
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	18 września	860k		
16:00 Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	901k	875k	
Piątek 25 września					
Decyzja Fitch w sprawie ratingu	Polska				
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku	USA	Sierpień	11.4%	1.8%	
Poniedziałek 28 września					

Brak istotnych publikacji

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

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	Q419	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	4,1	-3,5	4,4	3,2	2,0	-8,2	-5,0	-3,9	-3,0	8,7	5,5	5,6
Stopa bezrobocia	5,2	7,7	6,8	5,2	5,4	6,1	6,8	7,7	7,5	6,8	6,7	6,8
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,5	2,2	2,8	4,5	3,2	3,0	3,1	1,9	2,5	2,4	2,2
Ropa naftowa Brent **	64,6	43,6	47,6	63,4	50,5	33,6	45,0	45,3	46,5	47,5	48,0	48,2
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	0,10	1,50	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	0,20	1,63	1,14	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
WIBOR 3M (%)	1,71	0,23	0,24	1,71	1,17	0,26	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,24
WIBOR 6M (%)	1,79	0,28	0,30	1,79	1,19	0,28	0,27	0,28	0,28	0,28	0,29	0,30
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,10	0,15	1,50	1,55	0,15	0,13	0,10	0,10	0,10	0,12	0,15
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,40	1,60	2,07	2,10	1,35	1,35	1,40	1,45	1,50	1,55	1,60
EUR/PLN	4,26	4,35	4,30	4,26	4,55	4,47	4,45	4,35	4,35	4,30	4,30	4,30
USD/PLN	3,80	3,70	3,70	3,80	4,15	3,98	3,80	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
GBP/PLN	5,00	4,95	5,00	5,00	5,11	4,89	4,95	4,95	4,95	4,95	5,00	5,00
EUR/USD	1,12	1,18	1,16	1,12	1,10	1,12	1,17	1,18	1,18	1,16	1,16	1,16
EURIBOR 3M	-0,41	-0,45	-0,45	-0,41	-0,23	-0,43	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,30	1,91	1,35	0,30	0,25	0,25	0,35	0,26	0,27	0,30

* 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 jakiejkolwiek 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.