

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

23 sierpnia 2021

**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

Ten tydzień obfitować będzie w wydarzenia i dane, które mogą sprzyjać podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. W centrum uwagi inwestorów będzie sympozjum w Jackson Hole, które razem z publikacją danych o inflacji PCE w USA wpłynąć mogą na rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed. Ostatnie publikacje danych oraz komentarze części bankierów centralnych zwiększyły oczekiwania na zbliżającą się perspektywę rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów. Obecnie rynek oczekuje na bardziej szczegółowe informacje w tym zakresie. W takich uwarunkowaniach w tym tygodniu oczekujemy utrzymania presji na mocnego dolara, choć po dotarciu przez kurs EUR/USD do poziomu 1,17 dolar może potrzebować dodatkowych impulsów do dalszego umocnienia. Złoty będzie pozostawał pod presją sprzedających i przy dalszym umocnieniu dolara na rynkach bazowych nie można wykluczyć przetłumienia poziomu 4,60 za EUR. Bazowym scenariuszem na ten tydzień pozostaje jednak utrzymanie się kursu EUR/PLN w przedziale 4,55-4,60.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Oczekiwanie na sympozjum w Jackson Hole

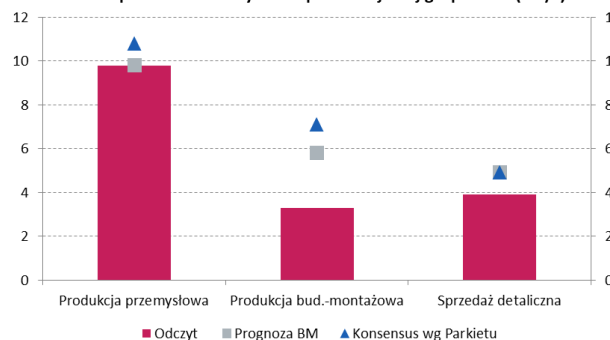
W tym tygodniu uwaga rynków finansowych skupiona będzie na Jackson Hole, gdzie odbędzie się sympozjum bankierów centralnych (czwartek-piątek). Wypowiedzi przedstawicieli Fed, w tym również prezesa J. Powella, mogą wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do perspektyw polityki pieniężnej w USA. Ostatnie dane makroekonomiczne, szczególnie wysoka inflacja, a także wypowiedzi części członków Fed wzmocniły oczekiwania na zbliżający się moment rozpoczęcia ograniczenia programu skupu aktywów. Być może w tym tygodniu pojawią się bardziej dokładne informacje w tym temacie. W piątek też opublikowane zostaną dane o inflacji PCE w USA, która jest najważniejszą dla Fed miarą presji cenowej w amerykańskiej gospodarce. Ewentualna pozytywna niespodzianka wzmocni oczekiwania na nieodległy początek wygaszania programu QE.

### W tym tygodniu publikacja *minutek EBC* i krajowej RPP

W czwartek o godz. 13:30 zostanie opublikowany protokół z lipcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Na spotkaniu tym potwierdzono zmianę definicji celu inflacyjnego Banku, a także przyspieszono realizację pandemicznego programu skupu aktywów (PEPP, jego łączna planowana kwota została jednak utrzymana na poziomie 1850 mld EUR). Zmiany te interpretujemy jako dalsze złagodzenie retoryki Rady Prezesów. Protokół z posiedzenia może doprecyzować powody przyspieszenia zakupów aktywów oraz ewentualne terminy zakończenia realizacji PEPP. W tym samym dniu o godz. 14:00 przedstawiony zostanie z kolei opis dyskusji na lipcowym posiedzeniu krajowej Rady Polityki Pieniężnej, gdy zaprezentowano uaktualnioną projekcję makroekonomiczną. Naszym zdaniem daje ona podstawy do rozpoczęcia polityki pieniężnej. Opis dyskusji może zatem rzucić więcej światła na perspektywy polityki pieniężnej w Polsce.

## Wykres tygodnia

Niespodzianki w danych za lipiec z krajowej gospodarki (% r/r)



Opublikowane w ub. tygodniu dane za lipiec z krajowej gospodarki realnej okazały się niższe od oczekiwań. Początek 3Q br. przynosi zatem silniejsze od założeń spowolnienie wzrostu PKB. Dane te zmieniają bilans ryzyka dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r. wynoszącej 5,3% z dodatniego na neutralny.

Źródło: Macrobond, Parkiet, Bank Millennium

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5899	0,5%
USD/PLN	3,9174	1,1%
CHF/PLN	4,2687	0,7%
EUR/USD	1,1715	-0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,18	0
WIBOR 3M	0,21	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,39	1
5Y	1,09	-1
10Y	1,74	-1

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,89	1
5Y	1,42	-1
10Y	1,70	-4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,47	1
US 10Y	1,28	3

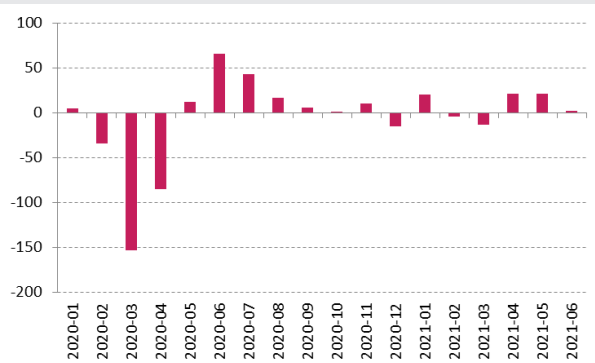
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG		-0,5
S&P 500		-0,6
Nikkei 225		0,9

Źródło: Refinitiv

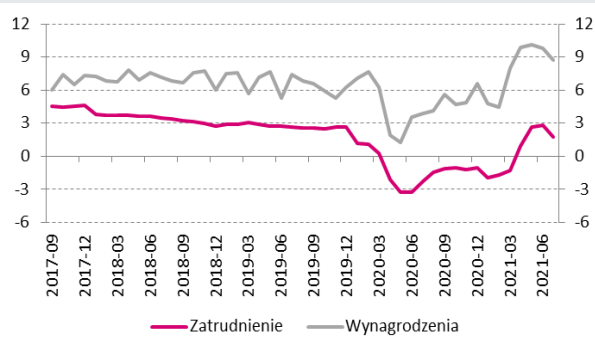
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

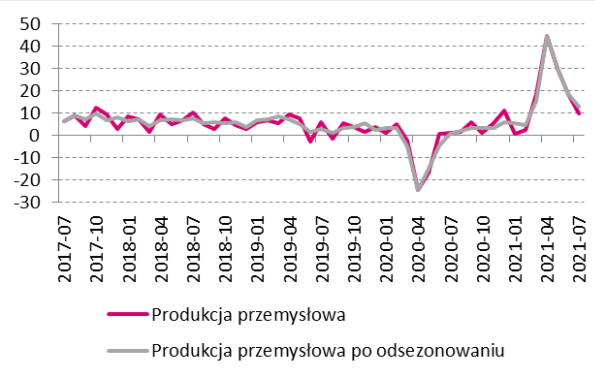
### Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



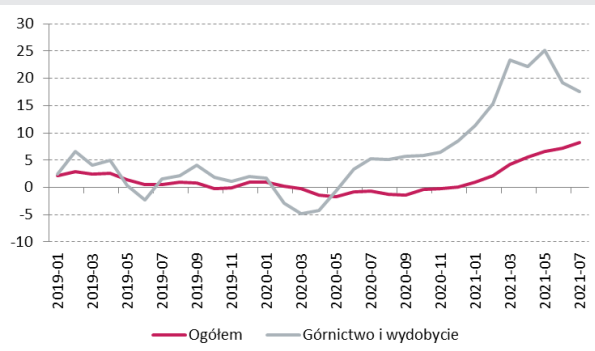
### Przeciętne zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



### Produkcja przemysłowa [% r/r]



### Inflacja cen producenta [% r/r]



### Stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w lipcu

Przeciętne zatrudnienie (tj. po przeliczeniu na pełne etaty) w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lipcu o 1,8% r/r po wzroście o 2,8% r/r miesiąc wcześniej. Spadek rocznej dynamiki wynika z mniej korzystnego niż w czerwcu efektu niskiej bazy odniesienia. Więcej informacji wnosi analiza danych miesiąc do miesiąca. W lipcu przeciętne zatrudnienie wzrosło o 2,4 tys., mniej niż spodziewaliśmy się. Naszym zdaniem tylko niewielki wzrost nie jest efektem osłabnięcia popytu na pracę, a pewną tymczasową korektą wzrostu zatrudnienia w okresie urlopowym i po mocnych wzrostach w miesiącach poprzedzających. Czynnikiem ograniczającym przeciętne zatrudnienie może wynikać także z ograniczenia skali działalności w niektórych podsektorach przemysłowych (auta, meble) wywołanego niewystarczającymi dostawami materiałów i półproduktów. Dla weryfikacji tych hipotez musimy poczekać na publikację sektorowego rozbitcia danych. Spodziewamy się, że (pomijając czynniki o charakterze sezonowym) zatrudnienie będzie powoli rosło, wraz z odbudową aktywności gospodarczej. Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP, tj. badania ankietowego sektora przedsiębiorstw potwierdzają optymistyczne perspektywy popytu na pracę zarówno na najbliższe miesiące, jak i w horyzoncie 1 roku.

### Nadal solidne wzrosty r/r wynagrodzeń na początku 3Q

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto wzrosło natomiast w lipcu o 8,7% r/r wobec wzrostu o 9,8% r/r w czerwcu. Podobnie jak w przypadku zatrudnienia roczne dynamiki są zaburzone efektem bazy. W odniesieniu do czerwca średnia płaca praktycznie nie uległa zmianie. W nadchodzących kwartałach płace powinny utrzymywać się w trendzie wzrostowym. W kierunku wyższych żądań płacowych będzie oddziaływała wysoka inflacja oraz coraz ciaśniejszy rynek pracy, a wyniki firm będą pozwalać na zaspokojenie części z nich. Niemniej roczna dynamika płac powinna nieco się obniżyć ze względu na efekt mniej korzystnej bazy odniesienia. Lipcowe dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw potwierdzają dobrą i stabilną sytuację na krajowym rynku pracy. Jest ona nieadekwatna do obecnego rekordowo niskiego poziomu stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego.

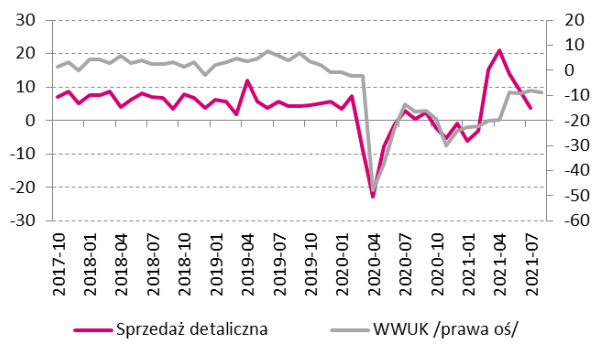
### Kontynuacja ożywienia w przemyśle...

Produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych wzrosła w lipcu o 9,8% r/r po wzroście o 18,4% r/r w czerwcu. Spadek dynamiki rocznej wynika z ustępowania efektu niskiej bazy odniesienia z ub. roku, gdy działalność wytwórcza była zaburzana przez pierwszy lockdown. W takich warunkach lepiej aktywność w przemyśle odzwierciedla dynamika m/m po korekcyi sezonowej, która wyniosła w lipcu 0,7% m/m, po wzroście o 0,2% m/m w czerwcu. Dane z początku 3Q są zgodne z obrazem koniunktury w sektorze widzianym w ostatnich miesiącach. Ożywienie w przemyśle ma szeroki zakres i wzrosty r/r odnotowano w 27 z 34 działów. Nadal mocnym wsparciem pozostaje popyt zagraniczny, co odzwierciedlają mocne wzrosty w branżach z dużym udziałem eksportu. Polski przemysł dobrze rozpoczyna 3Q br., a ożywienie powinno być kontynuowane w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem nie będzie ono tak spektakularne, gdyż w coraz większym stopniu dochody gospodarstw domowych przeznaczane będą na usługi, Naszym zdaniem główne czynniki ryzyka dla tego sektora związane są z nasileniem pandemii skutkującej możliwym ograniczeniem popytu oraz dalszym przyblokowaniem dostaw materiałów i półproduktów.

### ... i narastania inflacji cen producenta w lipcu

Inflacja cen producenta wyniosła w lipcu 8,2% r/r wobec 7,2% r/r miesiąc wcześniej. Dane te znacząco przewyższyły naszą prognozę oraz konsensus rynkowy. W samym lipcu ceny wzrosły o 1,2% m/m i miały szeroki zakres. Inflacja PPI napędzana jest w szczególności przez ceny surowców, w tym także drewna, które rosną ze względu na silny popyt i ograniczenia po stronie podaży. W kierunku wyższych cen działają też zaburzenia w łańcuchach dostaw, które znajdują odzwierciedlenie we wzroście cen pojazdów samochodowych oraz urządzeń elektronicznych i komputerów. Dane o inflacji PPI potwierdzają, iż producenci przerzucają rosnące koszty produkcji na ceny wytwarzanych towarów. Z czasem znajdą one

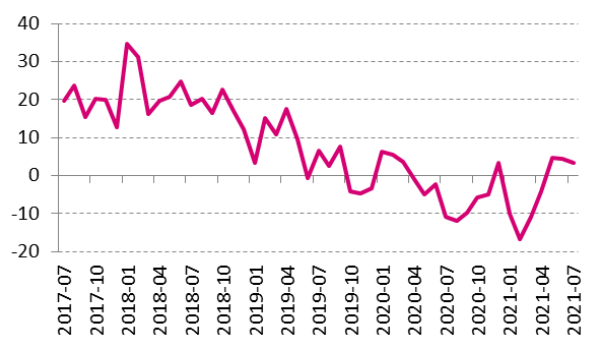
## Sprzedaż detaliczna w cenach stałych [% r/r] i wskaźnik koniunktury konsumenckiej [pkt]



## Deflator sprzedaży detalicznej [% r/r]



## Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

odzwierciedlenie w wyższych cenach konsumenta, ponieważ w warunkach mocnego popytu firmy będą dążyły do ochrony marż, przesuwając wpływ wyższych cen produkcji na konsumentów. Z tego też powodu uważamy, że pomimo wygasania efektu niskiej bazy odniesienia, przestrzeń do spowolnienia inflacji jest niewielka.

### Rozczarowujące dane zarówno o sprzedaży detalicznej ...

Dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych obniżyła się w lipcu do 3,9% r/r z 8,6% r/r w czerwcu. Wyhamowanie tempa jej wzrostu było spodziewane ze względu na ustępowanie efektu wysokiej bazy odniesienia z ubiegłego roku, niemniej był on silniejszy od oczekiwań. Natomiast w ujęciu m/m i po korekcie sezonowości sprzedaż spadła o 1,5% m/m. Słabsze dane wynikać mogą z wysokiej inflacji, która zmniejsza realną wartość wydatków. Ponadto spowolnienie wzrostu przypisujemy wzrostowi popytu na usługi, po odmrożeniu gospodarki, a także zaburzeniom w łańcuchach dostaw i wiążącym się z tym spadkiem dostępności części towarów (np. auta, meble). Dane o sprzedaży wskazują na wyhamowanie dynamiki konsumpcji na początku 3Q, po jej wyraźnym odbiciu wywołanym złagodzeniem restrykcji przeciwepidemicznych. W sierpniu miało miejsce ponadto pogorszenie nastrojów konsumentów, co może sprzyjać utrwaleniu tego trendu. W naszej ocenie konsumpcja pozostanie jednak solidnym wsparciem gospodarki.

### ... jak i produkcji budowlano-montażowej w lipcu

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w lipcu o 3,3% r/r po wzroście o 4,4% r/r w czerwcu. Odczyt ten okazał się niższy od naszej prognozy jak i konsensusu rynkowego. Natomiast po korekcji efektów sezonowych produkcja budowlano-montażowa spadła o 1,3% m/m po spadku w czerwcu o 1,5% m/m. Dane zarówno za czerwiec, jak i lipiec są słabsze od wyników w okresie marzec-maj. Struktura danych potwierdza pomimo negatywnej niespodzianki fundamentalny obraz z ostatnich miesięcy produkcji budowlano-montażowej, której sprzyja obecnie rozpoczynanie nowych inwestycji, a także budownictwo mieszkaniowe oraz magazynowe. Ograniczana jest ona natomiast przez inwestycje infrastrukturalne wynikające z okresu przejściowego między starą a nową perspektywą budżetu Unii Europejskiej. Niemniej dane za czerwiec i lipiec są sygnałem, że spodziewane ożywienie w sektorze budowlanym może być nieco wolniejsze niż zakładaliśmy w naszym scenariuszu makroekonomicznym.

### Wzrost gospodarczy w Polsce stabilizuje się...

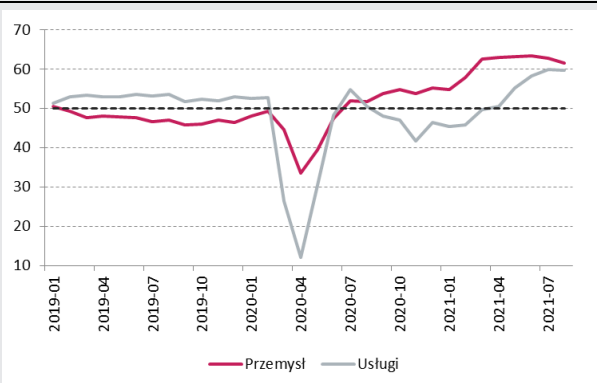
Opublikowany w ub. tygodniu zestaw danych z polskiej gospodarki potwierdza utrzymanie jej na ścieżce wzrostu, choć jego tempo stabilizuje się po okresie wysokiej zmienności w pierwszej połowie roku. Niemniej jednak łączne wyniki lipca wskazują na nieco słabszy obraz polskiej gospodarki w stosunku do naszych oczekiwań. Perspektywy gospodarki pozostają pozytywne, choć bilans ryzyk przesuwają się z pozytywnego w kierunku bardziej neutralnym. Głównym ryzykiem dla ścieżki odbudowy gospodarki pozostaje sytuacja epidemiczna, ale także przedłużające się napięcia w łańcuchach dostaw. Ich efektem mogą być krótkoterminowe zaburzenia w aktywności ekonomicznej, czego przykładem jest wczorajsza wypowiedź przedstawicieli koncernu Toyota, który może obniżyć produkcję o ok. 40% z powodu niedoboru podzespołów. Uważamy zatem, że proces odbudowy gospodarki po pandemii będzie postępował i wzrost gospodarczy w tym roku ma szansę przekroczyć 5%.

### ... a perspektywy polityki pieniężnej nie ulegają zmianie

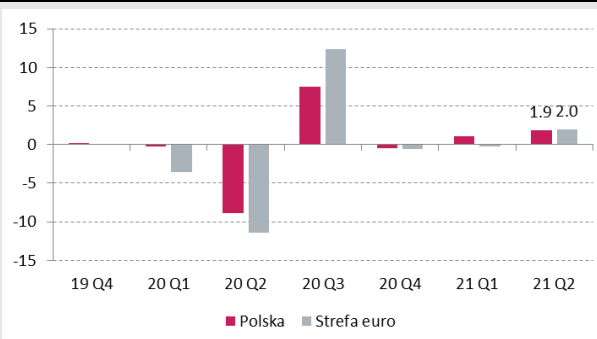
Dane te nie zmieniają naszej oceny perspektywy polityki pieniężnej. W najbliższych miesiącach RPP będzie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, obserwując napływające dane gospodarcze i przebieg pandemii, a przede wszystkim oczekując na wyniki listopadowej projekcji. Choć już teraz można ocenić, że w horyzoncie działania polityki pieniężnej inflacja będzie przekraczała górne ograniczenie inflacji o celu NBP. Zakładając mniejszy wpływ nadchodzącej fali pandemii na gospodarkę, a jednocześnie podwyższony poziom inflacji, uważamy, że proces normalizacji polityki pieniężnej powinien rozpocząć się jeszcze w tym roku, a opóźnianie momentu normalizacji polityki pieniężnej zwiększa ryzyko gwałtowniejszych i silniejszych podwyżek w przyszłości. Ryzykiem dla tego scenariusza jest mniejsza skuteczność szczepień w ochronie przed kolejnymi mutacjami wirusa, która doprowadzi do silniejszego przebiegu pandemii.

## Makro - zagranica

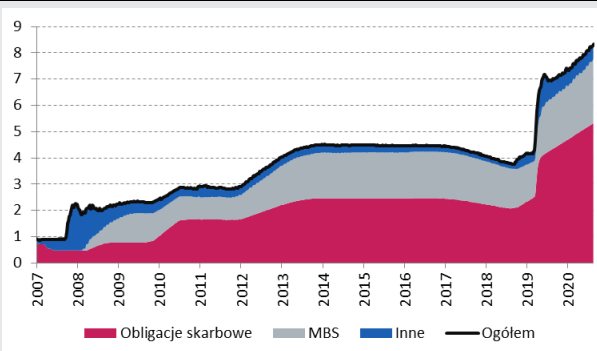
### Wskaźniki PMI dla strefy euro [pkt]



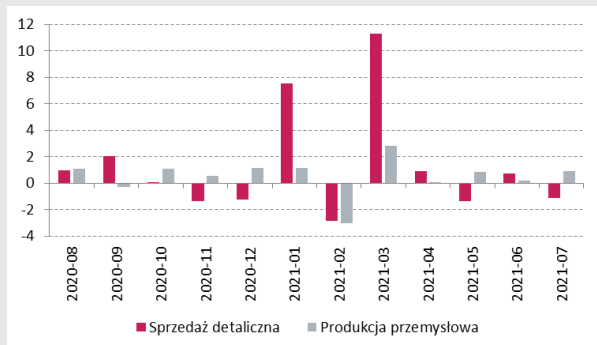
### Poziom PKB po 2Q 2021 [2019Q4=100, sa]



### Program skupu aktywów przez Fed [bln USD]



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



Źródło: Macrobond

### Wskaźniki PMI dla strefy euro nieco obniżyły się w sierpniu, choć nadal pozostają bardzo wysokie

Według wstępnych wyliczeń indeks PMI dla sektora usługowego w strefie euro wyniósł w sierpniu 59,7 pkt wobec 59,8 pkt miesiąc wcześniej. Dane te okazały się zbliżone do konsensusu wynoszącego 59,6 pkt. Sierpniowy odczyt wskazuje na stabilną sytuację w największym sektorze Eurolandu pomimo nasilenia pandemii COVID-19 i związanym z nim wzrostem niepewności dotyczącej przyszłości. Analogiczny indeks dla sektora przemysłowego obniżył się natomiast nieco silniej. Wynosi on w sierpniu 61,5 pkt wobec 62,8 pkt miesiąc wcześniej, a więc był niższy niż konsensus prognoz. Produkcję nadal ograniczają zatory w łańcuchach dostaw materiałów i surowców. Zamówienia natomiast nadal dynamicznie rosną, co dobrze rokuje dla kondycji sektora w nadchodzących miesiącach. Pomimo spadków wskaźniki PMI nadal wskazują na bardzo mocne ożywienie gospodarcze w 3Q br., choć jego tempo najpewniej osiągnęło już szczytu.

### Większość krajów CEE odrobiła straty wywołane pandemią

Według drugiego wyliczenia PKB w strefie euro wzrost w 2Q br. o 13,6% r/r, co oznacza rewizję w dół o 0,1 pkt proc względem pierwszego szacunku. Dynamika kw/kw wyniosła natomiast 2,0%. Do wczoraj poznaliśmy dane o PKB w 2Q dla 19 z 27 krajów Unii Europejskiej. Spośród krajów regionu obok Polski PKB przewyższył poziom sprzed pandemii także m.in. w Rumunii, na Litwie i Łotwie oraz na Węgrzech. W stosunku do innych członków UE polska gospodarka wykazała się wysokim stopniem oporności na wpływ pandemii i obostrzeń pomimo jednej z najtrudniejszych sytuacji epidemicznych we Wspólnocie.

### Minutki Fed wskazują, że członkowie Fed przywiązują coraz większą wagę do perspektyw początku taperingu

Wczoraj wieczorem opublikowano sprawozdanie z posiedzenia Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku, które odbyło się pod koniec lipca. Według dokumentu bankierzy centralni podzieleni są w sprawie rozpoczęcia redukcji (tapering) programu skupu aktywów. Część z nich uważa, że „pod warunkiem, że gospodarka będzie ewoluować zgodnie z przewidywaniami, właściwe może być rozpoczęcie zmniejszania tempa skupu aktywów w tym roku”. Inni zauważają jednak, że działania powinny być jeszcze szybsze, ze względu na ryzyka dla inflacji. Kolejna grupa członków zauważa czynniki ryzyka związane z nasileniem pandemii wskazując, że redukcje mogą nie nastąpić przez pewien czas. Pomimo różnicy zdań członkowie Fed koncertują coraz większą uwagę na perspektywach ograniczenia programu skupu. Na termin rozpoczęcia tych działań więcej światła może rzucić przyszłotygodniowe sympozjum w Jackson Hole oraz wrześniowe posiedzenie Fed, na którym przedstawione zostanie m.in. nowa projekcja makroekonomiczna.

### Negatywna niespodzianka z handlu detalicznego w USA...

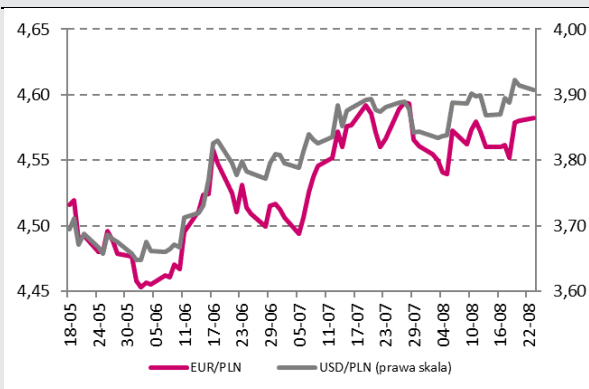
Sprzedaż detaliczna w USA spadła w lipcu o 1,1% m/m po wzroście o 0,7% m/m w czerwcu. Dane te okazały się sporą negatywną niespodzianką, gdyż konsensus wskazywał na spadek tylko o 0,2% m/m. W największym stopniu dotknął on sprzedaż aut, co wynika z niedostatecznej ich podaży, będącej efektem zatorów w łańcuchach produkcji. Spadki względem czerwca miały jednak szerszy zakres. Wiązać je można z wygaśnięciem transferów społecznych dla gospodarstw domowych, pogorszeniem ich nastrojów wywołanym szybko rosnącymi cenami oraz nasileniem pandemii, ale też możliwemu przesunięciu strumienia dochodów w kierunku usług. Warto zaznaczyć jednak, że sprzedaż detaliczna w USA znacząco przewyższa poziomy sprzed pandemii. Uwarunkowania konsumpcji w USA pozostają korzystne.

### ...a przemysł zaskakuje z kolei pozytywnie

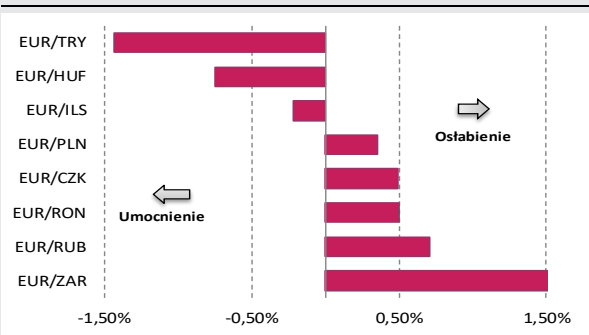
Produkcja przemysłowa w USA wzrosła w lipcu o 0,9% m/m po wzroście o 0,2% m/m miesiąc wcześniej. W przeciwieństwie do sprzedaży detalicznej odczyt ten okazał się pozytywną niespodzianką (konsensus wynosił 0,3% m/m). Wzrosty mocno napędzał przemysł motoryzacyjny: zwyżka produkcji aut dla gospodarstw domowych sięgnęła blisko 20% m/m. Niemniej w

warunkach „wąskich gardel” w łańcuchach dostaw aktywność wytwórcza w tej branży jest bardzo zmienna. Dane te potwierdzają mocny popyt na towary, co stoi nieco w kontrze do danych o sprzedaży detalicznej. Naszym zdaniem komplet wczorajszych odczytów nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej w USA, która powinna w najbliższych miesiącach pozostać łagodna, a Fed będzie powoli podnosił wagę potrzeby rozpoczęcia zmniejszania sumy bilansowej.

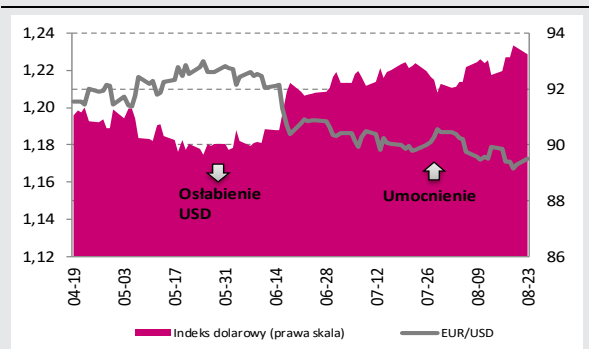
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



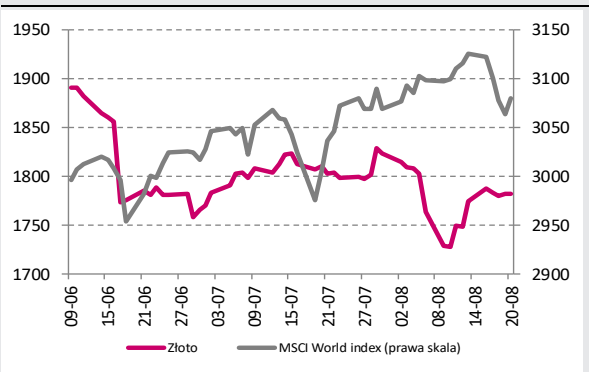
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



## Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



Źródło: Refinitiv

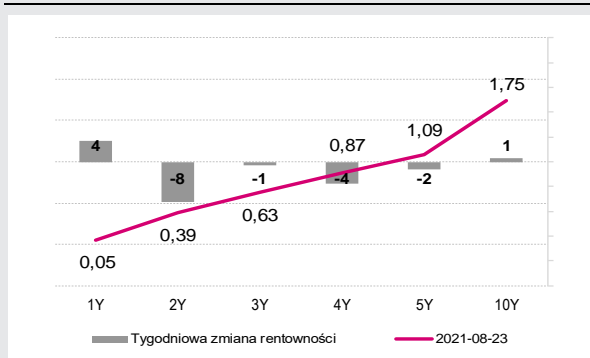
## Rynek walutowy

Miniony tydzień złoty względem euro zakończył na poziomie niemal 4,59, lokując się bliżej górnego przedziału konsolidacji 4,55-4,60. Polska waluta pozostawała pod presją sprzedających, na co wpływ miał wzrost awersji do ryzyka, a także łagodna w porównaniu z innymi bankami centralnymi regionu retoryka krajowej Rady Polityki Pieniężnej. Notowaniom złotego nie pomaga też mocniejszy dolar będący efektem nasilających się oczekiwań na szybszy początek wygaszania przez Fed programu skupu aktywów. Publikowane w minionym tygodniu dane z krajowej gospodarki, choć zaskakiwały negatywnie nie miały istotnego wpływu na nastroje rynkowe. Beneficjentem podwyższonej awersji do ryzyka był amerykański dolar i frank szwajcarski, które zwyczajowo zyskują na wartości w warunkach podwyższonej niepewności. W ubiegłym tygodniu kurs USD/PLN przełamał techniczny opór na poziomie 3,91 i obecnie notowany jest na poziomie najwyższym od początku kwietnia br. Natomiast kurs CHF/PLN zwyżkował do niema 4,29, poziomu najwyższego od listopada ub. roku.

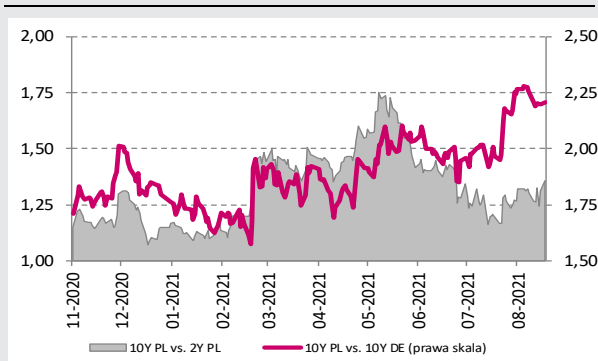
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Złoty pozostawać będzie pod presją sprzedających, na co główny wpływ będzie miało otoczenie zewnętrzne i sentyment globalny. Na ten natomiast główny wpływ będą miały wystąpienia amerykańskich bankierów centralnych, w tym prezesa J. Powella w trakcie sympozjum w Jackson Hole. Naszym bazowym scenariuszem na ten tydzień pozostaje stabilizacja kursu EUR/PLN w przedziale 4,55-4,60. Niemniej istnieje ryzyko osłabienia złotego, szczególnie, jeśli prawdopodobni się scenariusz szybkiego rozpoczęcia ograniczenia programu skupu aktywów przez Fed i dolar zacznie zyskiwać na wartości. W takiej sytuacji nie można wykluczyć wybicia kursu EUR/PLN powyżej poziomu 4,60.
USD/PLN	↑	Kształtowanie się kursu USD/PLN w tym tygodniu będzie pochodną zmian eurodolara. W minionym tygodniu kurs USD/PLN przełamał silny opór na poziomie 3,91 i nie można wykluczyć dalszego umocnienia amerykańskiej waluty, która zyskuje na wartości na fali oczekiwań co do polityki Fed oraz zwiększonej awersji do ryzyka.
EUR/USD	↓	W tym tygodniu notowania eurodolara pozostaną pod dominującym oddziaływaniem perspektyw polityki pieniężnej w USA. Wpływ na rynkowe oczekiwania co do kształtu polityki Fed będą miały wypowiedzi amerykańskich bankierów centralnych, w tym prezesa J. Powella, w trakcie sympozjum w Jackson Hole. Dodatkowo publikowane będą dane o inflacji PCE, które w przypadku pozytywnej niespodzianki również mogą wpłynąć na rynkowe nastroje. Po dotarciu w okolice 1,17 eurodolar stracił impet do dalszych zniżek i kontynuacja aprecjacji amerykańskiej waluty wymagałaby dodatkowych impulsów. Takim mogłaby być pozytywna niespodzianka w danych inflacyjnych lub szczegóły dotyczące rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów.

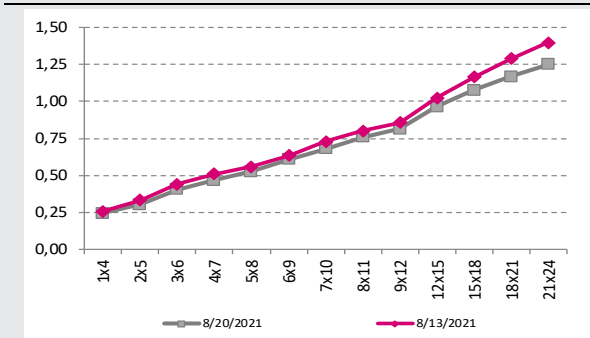
## Rentowność obligacji krajowych [%]



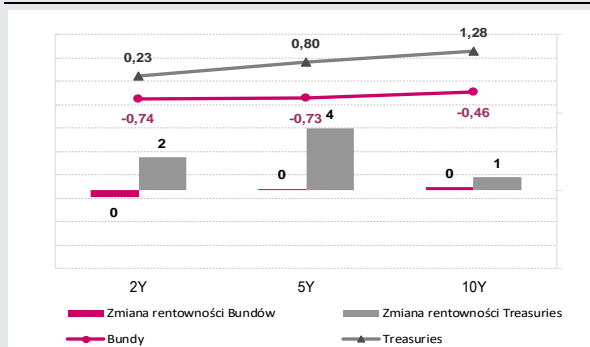
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Rynek obligacji

Podwyższona awersja do ryzyka sprzyjała w ub. tygodniu wzrostowi zainteresowania obligacjami, spychając ich rentowności w dół. Zakres zmienności na rynkach długu był jednak relatywnie niewielki, ponieważ przestrzeń do spadków rentowności była ograniczana przez oczekiwania na normalizację polityki pieniężnej przez Fed. Wydarzeniem ubiegłego tygodnia na krajowym rynku długu była aukcja skupu obligacji przez Narodowy Bank Polski, na której bank centralny skupił obligacje serii OK0423, PS1026, DS1030 oraz BGK: FPC0328, FPC0630 za 1,05 mld PLN. Narodowy Bank Polski wyraził gotowość skupu obligacji za 10 mld PLN, jednak zgłoszone przez inwestorów zapotrzebowanie wyniosło 2,15 mld PLN. Wpływu na rynek nie miała aukcja zamiany, na której Ministerstwo Finansów sprzedało papiery OK0423, PS1026, WZ1126, WZ1131 i DS0432 za 4,51 mld PLN odkupując obligacje DS1021, PS0422 i OK0722. Po ubiegłotygodniowej aukcji stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi ok. 80%. Wysoki stopień zaawansowania realizacji potrzeb pożyczkowych, a tym samym ograniczona podaż obligacji w kolejnych miesiącach, przy wysokiej płynności sektora bankowego, będzie działała stabilizująco na krajowy rynek długu. Tym bardziej, że w sektorze bankowym utrzymuje się gigantyczna nadpłynność i w trakcie piątkowych operacji Narodowy Bank Polski wyemitował bony pieniężne za 245,5 mld PLN, co jest najwyższą wartością w historii.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Głównym wyznacznikiem nastrojów na krajowym rynku długu będzie w tym tygodniu sentyment globalny. Kalendarium wydarzeń krajowych danych makroekonomicznych jest w tym tygodniu ubogie, a uwaga inwestorów koncentrować się będzie na polityce pieniężnej w USA. Zbliżająca się perspektywa początku normalizacji polityki przez Fed będzie wywierala presję na wyższą rentowności długu, choć scenariusz ten jest już w dużej mierze zdyskontowany. Podobnie jak scenariusz wzrostu stóp procentowych w Polsce. W centrum uwagi inwestorów będą wypowiedzi amerykańskich bankierów centralnych na sympozjum w Jackson Hole oraz wystąpienie prezesa Fed, które mogą wpłynąć na rynkowe oczekiwania co do polityki Fed. Przestrzeń do wyższej rentowności krajowych obligacji, szczególnie na krótkim końcu krzywej, będą ograniczały niewielka podaż papierów w dalszej części roku oraz wysoka płynność w sektorze bankowym.
10Y DE (%)	Kalendarium publikacji danych makroekonomicznych ze strefy euro jest w tym tygodniu ubogie, a główne dane tego tygodnia, tj. wstępne odczyty indeksów PMI zostały już podane i nie miały istotnego wpływu na nastroje rynkowe. Te pozostawać będą pod wpływem wydarzeń na rynku US Treasuries, gdzie możliwe są wyższe rentowności. Ich przełożenie na rynek europejski będzie jednak mniejsze ze względu na spodziewaną kontynuację ultra-tędogodnej polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny, w przeciwieństwie do Fed-u, który prawdopodobnie szybciej niż oczekiwano zacznie ograniczać program skupu aktywów.
10Y US (%)	Wycena amerykańskiego długu w tym tygodniu będzie zdeterminowana oczekiwaniami co do perspektyw polityki pieniężnej w USA. W tym kontekście kluczowe będą dane o inflacji PCE, ale przede wszystkim wypowiedzi przedstawicieli Fed, w tym prezesa J. Powella na sympozjum w Jackson Hole. Perspektywa rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów ciężą będzie obligacjach USA, choć utrzymująca się wciąż podwyższona awersja do ryzyka sprzyja wycenie amerykańskiego długu. Dlatego też w perspektywie najbliższego tygodnia oczekujemy wyższych rentowności, choć w ograniczonej skali.

Źródło: Refinitiv

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 23 sierpnia</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Sierpień	65.9	65.1	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Sierpień	61.8	61.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Sierpień	62.8	62.0	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Sierpień	59.8	59.6	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Lipiec	7.4%	8.1%	8.2%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Sierpień	63.4		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Sierpień	59.9		
<b>Wtorek 24 sierpnia</b>					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Lipiec	5.9%	5.8%	5.8%
14:00 Decyzja ws. stóp proc.	Węgry	Sierpień	1.20%	1.50%	
<b>Środa 25 sierpnia</b>					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Sierpień	100.8	100.1	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku, wst., m/m	USA	Lipiec	0.9%	-0.5%	
<b>Czwartek 26 sierpnia</b>					
Symposium w Jackson Hole	USA	Sierpień			
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Lipiec			
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Lipiec			
14:30 PKB rew., kw/kw	USA	2Q	6.3%	6.5%	
<b>Piątek 27 sierpnia</b>					
Symposium w Jackson Hole	USA	Sierpień			
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Lipiec	4.0%		
14:30 Inflacja PCE bazowa r/r	USA	Lipiec	3.5%	3.7%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Lipiec	0.1%	0.4%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Lipiec	1.0%	0.5%	
16:00 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Sierpień			
<b>Poniedziałek 30 sierpnia</b>					
14:00 Inflacja CPI wst., r/r	Niemcy	Sierpień	3.8%		

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



## Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
<b>PKB</b>	4,7	-2,7	5,3	5,3	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	10,9	4,1	6,5
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,2	6,2	6,0	5,6	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,9	5,9	6,0
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	2,3	3,4	4,2	3,6	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	4,7	4,7
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	64,6	43,3	67,4	65,9	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,1	75,2	72,3
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	0,10	0,25	0,75	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,63	0,20	0,35	0,85	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,17	0,19	0,35
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	0,43	1,00	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,43
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	0,25	0,45	1,10	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,27	0,45
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,50	0,02	0,55	0,75	1,55	0,15	0,09	0,02	0,09	0,43	0,45	0,55
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,07	1,30	2,25	2,25	2,10	1,35	1,35	1,30	1,56	1,65	2,00	2,25
<b>EUR/PLN</b>	4,26	4,45	4,40	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,66	4,53	4,45	4,40
<b>USD/PLN</b>	3,80	3,65	3,60	3,65	4,15	3,98	3,85	3,65	3,98	3,76	3,65	3,60
<b>GBP/PLN</b>	5,00	5,13	5,05	4,95	5,11	4,89	4,94	5,13	5,47	5,26	5,10	5,05
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,22	1,22	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,21	1,22	1,22
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,41	-0,53	-0,51	-0,50	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,54	-0,53	-0,51
<b>LIBOR 3M USD</b>	1,91	0,25	0,30	0,60	1,35	0,30	0,23	0,25	0,19	0,16	0,22	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 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.