

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

30 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

Kurs EUR/PLN rozpoczyna nowy tydzień na poziomie 4,57, tj. bariery, która od wielu tygodni pozostaje punktem równowagi dla wyceny złotego. Nie oczekujemy, by w najbliższych dniach miało się to istotnie zmienić. Prawdopodobnie przed nami spokojny tydzień, a nieco zmienności nadać powinny wydarzenia zaplanowane na dalszą część omawianego okresu (przede wszystkim krajowy odczyt inflacji CPI, ale i dane z amerykańskiego rynku pracy). W przypadku lepszego od oczekiwań odczytu z USA liczymy na nieznaczną globalną poprawę nastrojów, a tym samym na niewielki argument za umocnieniem tzw. bardziej ryzykownych walut, w tym złotego. Wsparciem dla aprecjacji mogą być ponadto krajowe dane za sierpień o inflacji CPI, która w naszej ocenie ponownie wzrosła.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Inflacja CPI w Polsce nadal rośnie

We wtorek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje wstępne wyliczenie inflacji CPI w sierpniu. Według naszej prognozy wzrosła ona do 5,3% r/r z 5,0% r/r w lipcu. Realizacja tych oczekiwań wzmocniłaby oczekiwania na początek normalizacji polityki pieniężnej w Polsce jeszcze w tym roku.

We wtorek publikacja struktury PKB w 2Q br.

Również we wtorek o tej samej porze poznamy drugie wyliczenie PKB w Polsce w 2Q br. wraz ze strukturą danych. Według pierwszego szacunku PKB między kwietniem a czerwcem wzrósł o 10,9% r/r po spadku o 0,9% r/r w 1Q 2021. Rozbicie danych powinno potwierdzić dynamiczną odbudowę konsumpcji wraz z odmrażaniem gospodarki oraz kontynuację szybkiego wzrostu inwestycji.

Nadal silne ożywienie w krajowym przemyśle

W czwartek o godz. 09:00 opublikowane zostanie z kolei wyliczenie za sierpień indeksu PMI dla krajowego przemysłu. Spodziewamy się jego niewielkiego spadku z 57,6 pkt w czerwcu, co potwierdziłoby nadal silne ożywienie w przemyśle, choć jest ono ograniczane przez zatory w łańcuchach dostaw oraz rosnące ceny materiałów i półproduktów.

Czy dane non-farm payrolls wpłyną na oczekiwania co do taperingu Fed?

W piątek opublikowany zostanie raport z amerykańskiego rynku pracy w sierpniu. Według konsensusu prognoz zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 750 tys. po wzroście o 943 tys. w lipcu. Pozytywna niespodzianka w danych najprawdopodobniej zwiększy oczekiwania na ogłoszenie początku ograniczania (tapering) skupu aktywów przez Fed już na najbliższym posiedzeniu Fed we wrześniu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5693	-0,3%
USD/PLN	3,8741	-0,8%
CHF/PLN	4,2303	-1,0%
EUR/USD	1,1793	0,5%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,34	-5
5Y	1,15	6
10Y	1,80	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,91	4
5Y	1,48	8
10Y	1,79	9

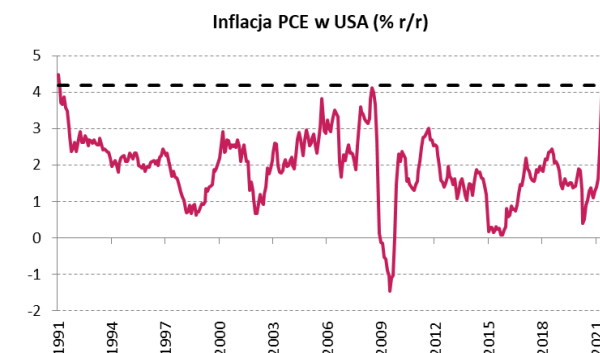
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,42	6
US 10Y	1,30	6

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	70175	2,1
S&P 500	4509	1,5
Nikkei 225	27789	1,1

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Wykres tygodnia

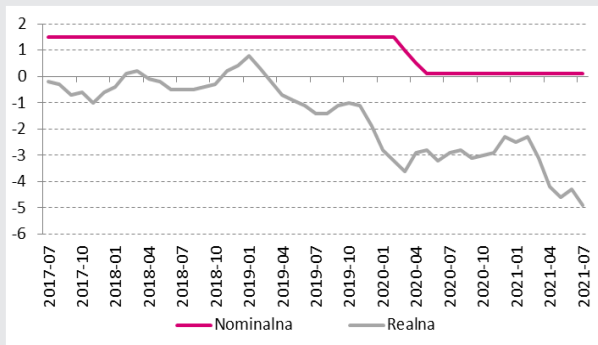


Źródło: Macrobond

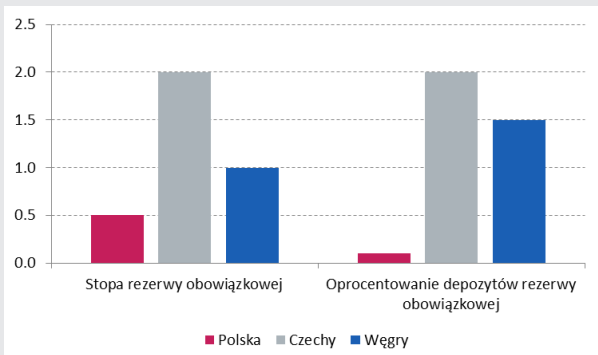
W sierpniu inflacja PCE, preferowana przez Fed miara dynamiki cen konsumenta w USA wyniosła 4,2% r/r, tj. okazała się najwyższa od 30 lat. J.Powell, szef Fed powiedział, że cele polityki pieniężnej w USA w przypadku inflacji zostały już osiągnięte. Kluczowa dla rozpoczęcia taperingu pozostaje ocena rynku pracy, z tego względu istotnym odczytem będą piątkowe dane non-farm payrolls.

Makro - kraj

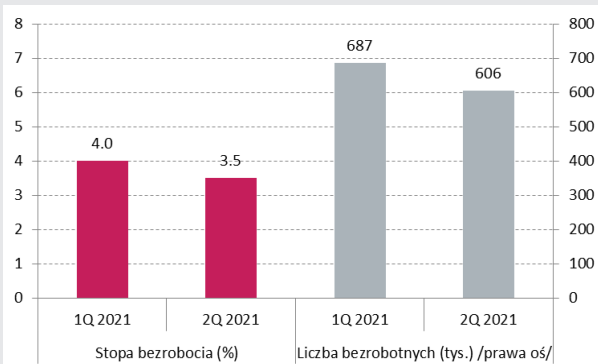
Nominalna i realna stopa procentowa w Polsce [%]



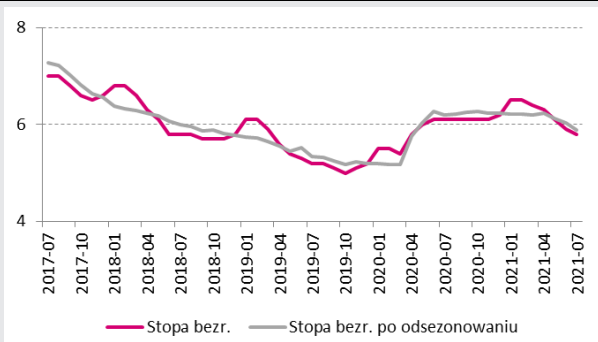
Stopa rezerwy obowiązkowej oraz ich oprocentowanie [%]



Dane z Badania aktywności ekonomicznej ludności



Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



Na lipcowym posiedzeniu RPP wniosek o podwyżkę stóp ponownie nie znalazł większości

Narodowy Bank Polski opublikował w ub. tygodniu opis dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, które miało miejsce 8 lipca, gdy przedstawiono nową projekcję makroekonomiczną. Poznaliśmy także wyniki głosowania, które odbyło się na tym spotkaniu. Opis dyskusji naszym zdaniem nie wnosi zasadniczo nowych informacji pomocnych ocenie perspektyw polityki pieniężnej w Polsce. Większość członków Rady nadal twierdzi, że „prowadzona przez NBP polityka pieniężna sprzyja utrwaleniu ożywienia aktywności gospodarczej po pandemicznej recesji oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie”. Część bankierów centralnych nie podziela tej opinii. W lipcu, podobnie jak w czerwcu, E.Gatnar, Ł. Hardt i K.Zubelewicz ponownie poparli wniosek o podwyższenie o 15 pkt baz. stopy referencyjnej, który jednak nie uzyskał poparcia większości. Pewną ciekawostką jest fakt, że ci członkowie, utożsamiani z jastrzębią frakcją, zagłosowali obok J. Kropiwnickiego za obniżeniem oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z 0,10% do 0,01%. Decyzję tę naszym zdaniem może uzasadniać chęć poprawy wyniku finansowego NBP. Być może RPP chce w ten sposób złagodzić skutki dla NBP przewidywanego zaostrzenia polityki pieniężnej w postaci podwyżki stopy referencyjnej i wzrostu stopy rezerw obowiązkowych. W opisie po posiedzeniu ponownie podkreślono znaczenie niepewności związanej z możliwym nasileniem pandemii i jej negatywnym wpływem na gospodarkę. Według naszych założeń czynnik ten będzie tracił stopniowo na znaczeniu i wraz z projekcją listopadową wskazującą na brak realizacji w średnim okresie celu inflacyjnego znajdzie się większość w Radzie do akceptacji rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Podkreślamy wszakże dużą determinację większości członków do stabilizacji stóp procentowych, stąd nasza prognoza obciążona jest wysoką niepewnością. Tym większą, że lipcowe dane z krajowej gospodarki realnej okazały się nieco słabsze od oczekiwanych.

Znacząca poprawa sytuacji na rynku pracy w 2Q br...

Według nowej metodologii Badania aktywności ekonomicznej ludności liczba aktywnych zawodowo w Polsce zwiększyła się w 2Q 2021 o 0,5% kw/kw, a stopa aktywności zawodowej wzrosła do 57,6%, tj. o 0,3 pkt proc. Liczba osób klasyfikowanych jako pracujące wzrosła o 1,0% kw/kw, zaś liczba osób bezrobotnych zmniejszyła się do 606 tys., tj. o 11,8% kw/kw obniżając stopę bezrobocia do 3,5% z 4,0% w 1Q br. Potwierdza to poprawę popytu na pracę w 2Q 2021. wraz ze znoszeniem restrykcji i ożywieniem gospodarczym.

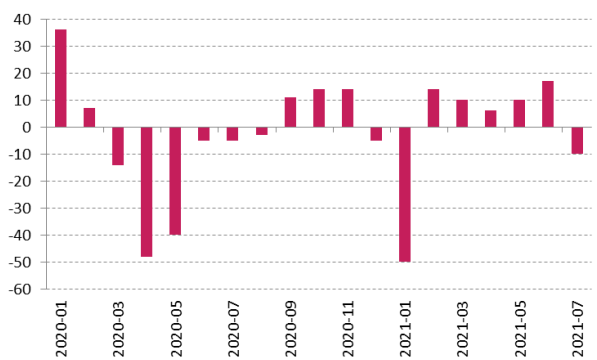
...a w 3Q pozostaje ona stabilna

Opublikowane wczoraj dane wskazują ponadto na stabilną sytuację na rynku pracy na początku 3Q. Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w lipcu 5,8% wobec 5,9% miesiąc wcześniej. Pewnym negatywnym zaskoczeniem okazał się jednak spadek liczby osób pracujących w sektorze przedsiębiorstw, tj. wśród firm zatrudniających co najmniej 10 pracowników. Wyniósł on w lipcu 10 tys. osób i dotyczył budownictwa oraz wielu podsektorów przemysłu. Niespodzianka ta może wynikać z dostosowania przez firmy zatrudnienia po wygaśnięciu zachęt do utrzymywania miejsc pracy, które dawało wsparcie w ramach tarcz finansowych. Jeśli hipoteza ta jest prawdziwa to wpływ wygaśnięcia pomocy państwowej ma tylko niewielki negatywny wpływ na rynek pracy. Dostosowanie to jest najpewniej jednorazowe, gdyż fundamenty popytu na pracę pozostają korzystne (wysoka liczba ofert pracy, braki pracowników o odpowiednich kwalifikacjach raportowane w badaniach koniunktury).

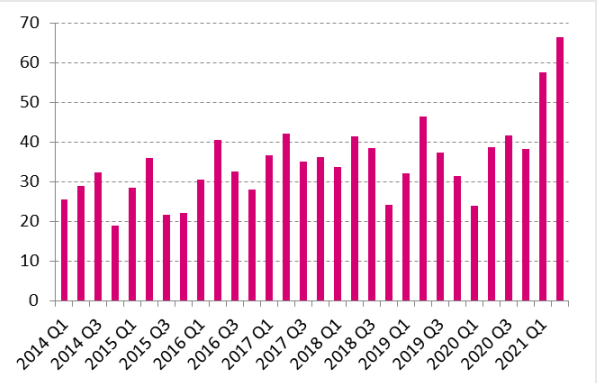
Rekordowe wyniki średnich i dużych firm niefinansowych w 2Q br.

Według danych Głównego Urzędu Statystycznego firmy zatrudniające co najmniej 50 pracowników osiągnęły w 2Q br. wynik finansowy brutto wynoszący 66,5 mld PLN, co jest najwyższą wartością co najmniej od 2007 r. W poprzedzającym kwartale, gdy obowiązywały surowsze obostrzenia rezultat ten był nieco niższy (57,5 mld PLN). W 2Q br. wzrost jednocześnie wskaźnik rentowności obrotu brutto (stosunek wyniku finansowego brutto do

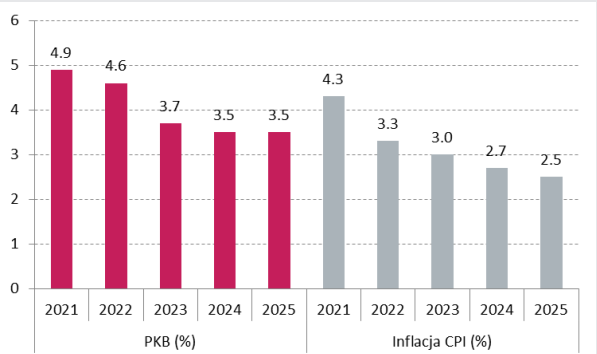
Zmiana liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



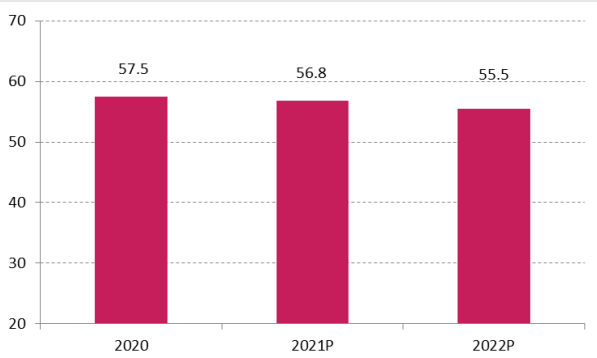
Wynik finansowy brutto firm niefinansowych zatrudniających co najmniej 50 pracowników [mld PLN]



Prognozy wzrostu PKB i inflacji CPI z projektu ustawy budżetowej na 2022 r.



Prognozy długu publicznego wg metodologii UE z projektu ustawy budżetowej na 2022 r. [% PKB]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, MinFin, PAP

przychodów ogółem) do 7,3%, tj. do najwyższej wartości co najmniej od 2007 r. Dane te wskazują, podobnie jak korzystne wartości wskaźników płynności na bardzo dobrą sytuację finansową średnich i dużych przedsiębiorstw w Polsce. Wynika ona z dynamicznego ożywienia gospodarczego i silnego popytu, który pozwala na zwiększenie marż i poprawę rentowności. Duże zasoby środków własnych sprzyjają odbudowie inwestycji. Według opublikowanych danych nakłady tej grupy firm na środki trwałe wzrosły w 2Q br. o 14,2% r/r (w ujęciu nominalnym), choć tak wysoka wartość wynika z silnie korzystnego efektu niskiej bazy odniesienia z 2Q 2020 r. Popyt inwestycyjny dotyczył m.in. maszyn i urządzeń, co jest dobrą informacją, gdyż wydatki na te dobra podnoszą potencjał produkcyjny. Informacje te wskazują, że sytuacja dochodowa i płynnościowa średnich i dużych firm jest bardzo dobra, co będzie pozwalało na dalszą poprawę inwestycji oraz wzrosty wynagrodzeń w warunkach ciasnego rynku pracy. Stan oraz oczekiwania dotyczące krajowej gospodarki nie są zatem adekwatne do obecnego rekordowo niskiego poziomu stóp procentowych w Polsce.

Rząd przyjął projekt budżetu na 2022 r.

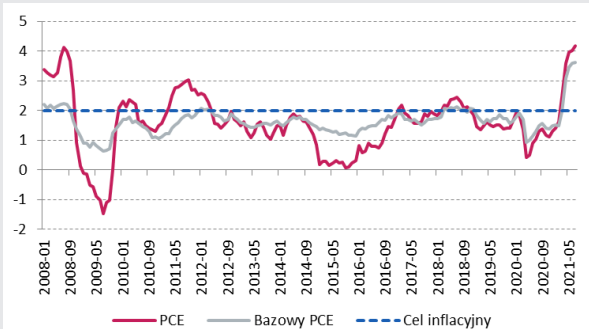
Rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2022 r., w którym założono deficyt budżetu centralnego wynoszący 30 mld PLN wobec planowanego wykonania w tym roku na poziomie 13 mld PLN (ustawa budżetowa na rok 2021 zakładała deficyt 82,3 mld PLN). Natomiast deficyt całości sektora finansów publicznych wynieść ma w 2022r. 2,8% PKB, a więc poniżej 3,0%, tj. granicy uruchamiania procedury nadmiernego deficytu w UE. Wśród założeń makroekonomicznych przyjęto wzrost gospodarczy w latach 2021-2022 na poziomie odpowiednio 4,9% i 4,6%. Średnioroczna inflacja CPI w 2022 r. wynieść ma natomiast 3,3% r/r. Naszym zdaniem założenia makroekonomiczne na 2022 r. są relatywnie konserwatywne i dają przestrzeń do pozytywnej niespodzianki zarówno na poziomie dochodów podatkowych, jak i całości deficytu budżetu państwa. Możliwa wyższa inflacja oraz wzrost gospodarczy będą wspierały stronę dochodową budżetu, a jego ostateczna realizacja będzie uzależniona od zakresu zmian postulowanych w programie Polski Ład, akceptacji przez Komisję Europejską Krajowego Planu Odbudowy oraz skali ewentualnych wydatków. Niemniej jednak sytuacja budżetu w 2022 r. najprawdopodobniej będzie dobra, a potrzeby pożyczkowe niskie, co będzie wspierało rynek obligacji.

Fitch podtrzymuje rating Polski i jego perspektywę

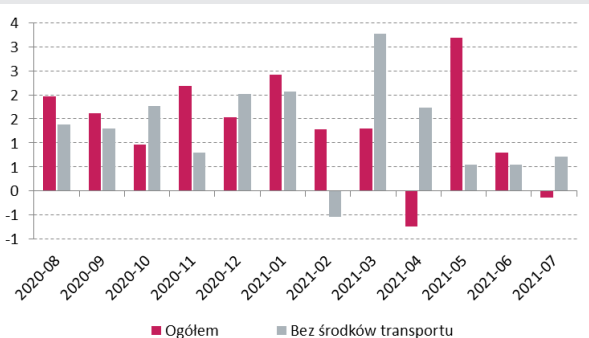
Zgodnie z oczekiwaniami agencja Fitch utrzymała rating Polski na poziomie „A-” oraz jego stabilną perspektywę. Spodziewamy się braku zmian w ocenach wiarygodności kredytowej Polski jak i ich perspektyw także w przypadku pozostałych największych agencji ratingowych. S&P planuje przegląd ratingu na 1 października, a Moody's na 29 października.

Makro - zagranica

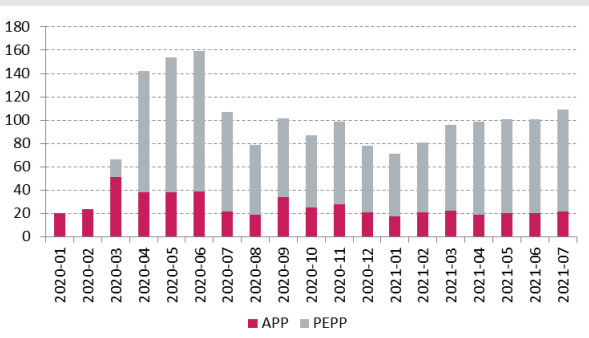
Inflacja PCE i bazowa w USA [% r/r]



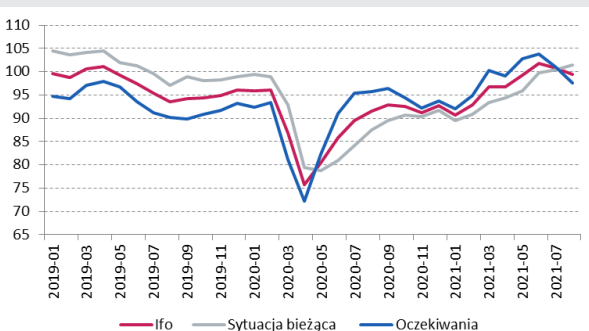
Zamówienia na dobra trwale w amerykańskim przemyśle [sa, % m/m]



Program skupu aktywów przez EBC [bln EUR]



Indeks Instytutu Ifo [pkt]



J.Powell umacnia oczekiwania na rozpoczęcie taperingu w tym roku

W ub. tygodniu miała miejsce videokonferencja przewodniczącego Fed J.Powella na sympozjum online, które przed pandemią COVID-19 odbywało się w Jackson Hole. Wystąpienie to jednak zasadniczo nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, choć umacnia oczekiwaną na rozpoczęcie w tym roku redukcji skali QE. J. Powell powiedział: „na ostatnim lipcowym spotkaniu FOMC byłem zdania, podobnie jak większość uczestników, że jeśli gospodarka rozwinie się zgodnie z przewidywaniami, właściwe może być rozpoczęcie zmniejszania tempa skupu aktywów w tym roku”. W kontekście realizacji celów polityki pieniężnej ocenił, że „test dalszego znacznego postępu został spełniony w przypadku inflacji. Odnotowano również wyraźny postęp w kierunku maksymalnego zatrudnienia”. Informacje te wskazują, że termin taperingu będzie głównie uzależniony od tempa poprawy sytuacji na rynku pracy. 3-go września br. poznamy wyliczenie za sierpień zatrudnienia poza rolnictwem (non-farm payrolls). W przypadku pozytywnej niespodzianki nasilą się oczekiwania na ogłoszenie taperingu już na najbliższym posiedzeniu Fed w dniach 21-22 września, gdy opublikowane zostaną najnowsze prognozy makroekonomiczne. Wystąpienie J.Powella nie zmienia oczekiwań dotyczących stóp procentowych Fed, zaznaczając, że moment rozpoczęcia taperingu oraz jego tempo nie będą sygnalizowały terminu rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych.

Inflacja PCE w USA najwyższa od ponad 30 lat

Inflacja PCE (tj. deflator konsumpcji indywidualnej) w Stanach Zjednoczonych wzrosła w lipcu do 4,2% r/r z 4,0% r/r przed miesiącem. Ta preferowana przez Fed miara dynamiki cen konsumenta osiągnęła najwyższą wartość od ponad 30 lat. Inflacja w USA, tak jak na całym świecie, napędzana jest przez silne wzrosty r/r paliw powiązanych z cenami ropy naftowej na globalnych rynkach. Nakłada się na to także wysoka dynamika cen dóbr, podnoszona przez zatory w łańcuchach dostaw. Jednocześnie utrzymuje się podwyższona inflacja cen usług (3,5% r/r w sierpniu). Procesy inflacyjne w Stanach Zjednoczonych stanowią argument dla nieodwlekania w przyszłości początku zmniejszania skali skupu aktywów przez amerykański bank centralny. Podczas piątkowego wystąpienia J.Powell, przewodniczący Fed, powiedział, że realizacja celów polityki pieniężnej w USA w zakresie inflacji została spełniona. Dodał ponadto, że „nie można przyjąć za pewnik, że inflacja z powodu czynników przejściowych zniknie”.

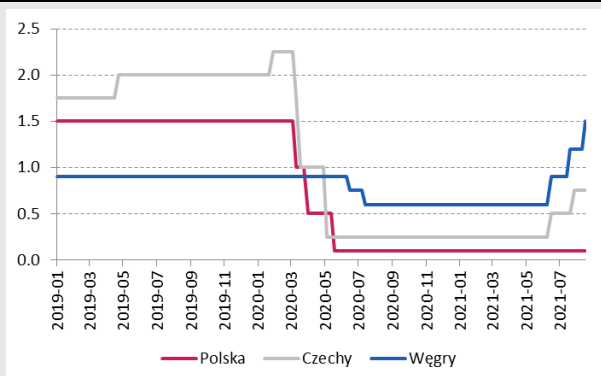
Popyt w amerykańskim przemyśle pozostaje mocny

Zamówienia na dobra trwale w Stanach Zjednoczonych obniżyły się w lipcu o 0,1% m/m wobec wzrostu o 0,8% m/m przed miesiącem. Odczyt okazał się lepszy od oczekiwań. Za spadek wskaźnika odpowiada m.in. bardzo zmienny komponent zamówień na samoloty cywilne i części do nich. Po jego wyłączeniu zamówienia wzrosły o +2,7% m/m, co potwierdza nadal mocny popyt w gospodarce amerykańskiej i trwałość ożywienia.

Bankierzy centralni w strefie euro nie dyskutują o przyszłości programu PEPP

W ub. tygodniu opublikowano opis dyskusji na posiedzeniu Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego, które odbyło się w dniach 21-22 lipca 2021.r. Wynika z niego, że „zdecydowana większość członków Rady” zaaprobowала zmianę definicji celu inflacyjnego Banku. Przypomnijmy, że poprzednio był on definiowany jako wskaźnik inflacji konsumenckiej „blisko ale poniżej 2,0% r/r w średnim okresie”. Obecnie cel inflacyjny będzie rozumiany jako inflacja konsumencka wynosząca 2,0% r/r w średnim okresie”. Rada prezesów podkreśla, że cel tej jest symetryczny, „co oznacza, że odchylenie inflacji w górę od celu jest równie niepożądane co odchylenie w dół”. Zmiana ta interpretowana jest jako złagodzenie nastawienia Rady i dłuższy okres ultra-łagodnej polityki pieniężnej w Eurolandzie. Z tego powodu część członków Rady Prezesów nie zaakceptowało tej zmiany, gdyż była postrzegana „jako obiecujące utrzymanie stóp procentowych na obecnym lub niższym poziomie przez bardzo długi okres bez wyraźnej klauzuli korekcyjnej”. Ponadto, według

Główna stopa procentowa w Polsce, Czechach i na Węgrzech [%]



Źródło: Macrobond

opisu z posiedzenia nie poddano dyskusji terminu rozpoczęcia ograniczania skupu papierów w ramach Pandemicznego programu zakupów awaryjnych PEPP. W tym względzie program luzowania ilościowego znacząco różni się od amerykańskiego, którego skala, według słów przewodniczącego Fed wypowiedzianych podczas sympozjum w Jackson Hole, będzie zmniejszana jeszcze w tym roku. Perspektywy programu PEPP będą naszym zdaniem najciekawszym elementem przyszłego posiedzenia Rady Prezesów EBC, która została zaplanowane na 8-9 września br.

Nasilenie pandemii pogarsza oczekiwania dla gospodarki niemieckiej

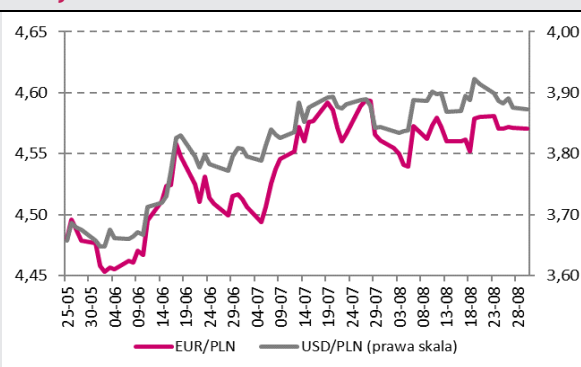
Indeks Instytutu Ifo, najszerzej obrazujący koniunkturę w gospodarce niemieckiej, spadł w sierpniu do 99,4 pkt z 100,7 pkt miesiąc wcześniej, a więc nieco silniej niż wskazywał konsensus rynkowy. Spadek ten jest efektem pogorszenia oczekiwań na najbliższe miesiące, przy czym ankietowane przedsiębiorstwa wskazywały poprawę oceny bieżącej koniunktury. Informacje te wskazują, że niemiecka gospodarka kontynuuje ożywienie w 3Q br., choć nasilająca się pandemia Covid-19 w Europie zwiększa niepewność co do przyszłości.

Rada Monetarna Węgier kontynuuje cykl zacieśniania polityki pieniężnej

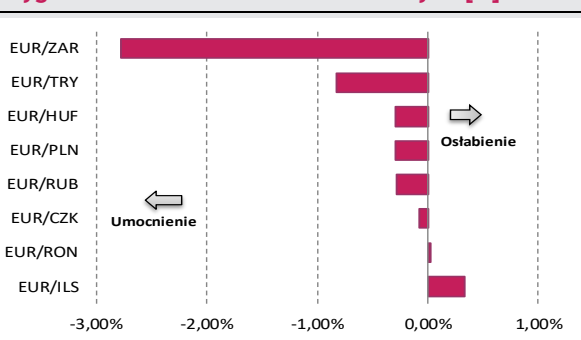
Zgodnie z oczekiwaniami Narodowy Bank Węgier podniósł główną stopę procentową do 1,50% z 1,20%. Jest to już trzecia podwyżka od wybuchu pandemii. Oczekiwania rynkowe wskazują na jeszcze dwie podwyżki po 30 pkt baz. w tym roku.

Rynek walutowy

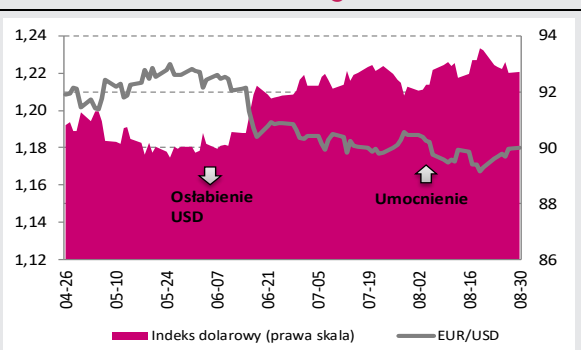
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



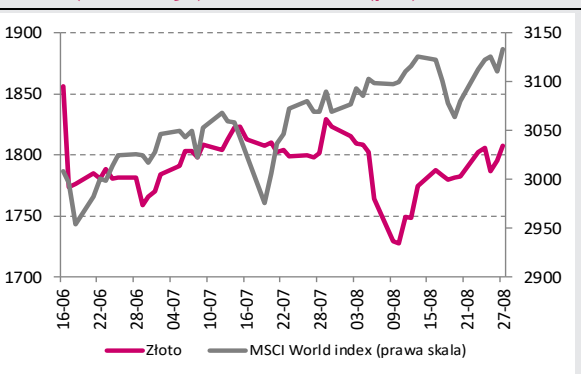
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



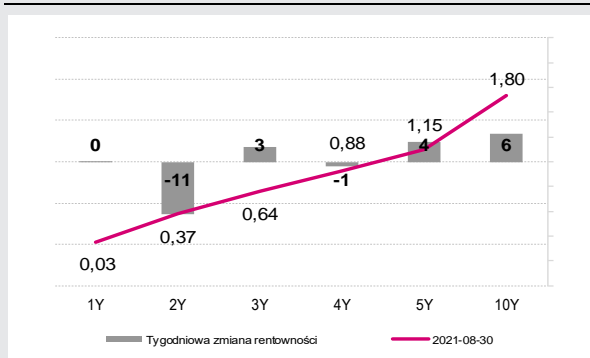
Źródło: Refinitiv

Ubiegły tydzień na krajowym rynku walutowym upłynął pod znakiem konsolidacji kursu EUR/PLN w wąskim przedziale 4,5650-4,5840. Relatywnie ubogie kalendarium najistotniejszych danych makroekonomicznych, stabilizacja nastrojów na rynkach globalnych w oczekiwania na kluczowe wydarzenia minionego tygodnia sprzyjały spadkowi zmienności. Nieco więcej działo się w notowaniach kursu pozostałych głównych par złotych, ponieważ wyższa zmienności eurodolara i kursu EUR/CHF, szczególnie w trakcie piątkowej sesji, przekładały się na podwyższone wahania także par USD/PLN i CHF/PLN. Pomimo względnej niskiej zmienności złoty zyskał nieco na wartości na przestrzeni tygodnia i względem euro był o blisko 1,5 grosza mocniejszy niż tydzień wcześniej, a kurs EUR/PLN oddalił się od psychologicznego oporu na poziomie 4,60. Nieco więcej, bo blisko 2,5 grosza złoty zyskał względem franka szwajcarskiego i o niemal 3 grosze umocnił się względem dolara. Spośród walut regionu pozytywnie wyróżnił się, szczególnie w połowie tygodnia węgierski forint, wspierany przez kolejną już podwyżkę stóp procentowych w tym roku. Dolar pozostawał pod presją na osłabienie. Wypowiedzi bankierów centralnych w trakcie wirtualnego sympozjum, które zwyczajowo odbywało się w Jackson Hole osłabiły dolara, ponieważ wzmocnienie deklaracji wyrażających potrzebę szybkiego rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów wzmocniła apetyt na ryzyko, w wyniku czego amerykańska waluta traciła na wartości.

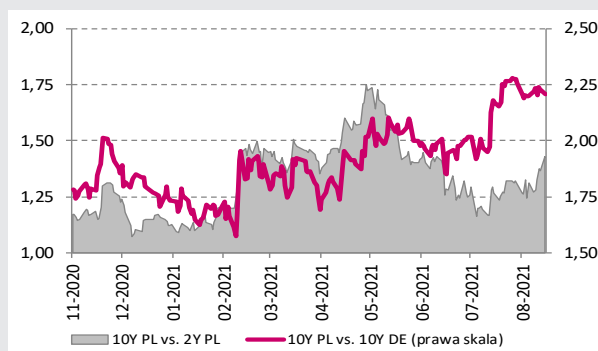
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	<p>↓</p> <p>Liczymy, iż złoty, który w relacji do euro od kilku tygodni konsekwentnie porusza się w okolicy poziomu 4,57 z niewielkim pasmem odchyień w najbliższych dniach spróbuje nieco mocniejszego rozegrania. W naszej ocenie argumentami ku temu będą przede wszystkim czynniki lokalne tj. odczyt inflacji CPI za sierpień, która w naszej ocenie ponownie wzrosła, czym napędzić może - raz jeszcze - oczekiwania na bardziej agresywny ruch ze strony Rady Polityki Pieniężnej aniżeli 15 bps w listopadzie. Na wcześniejszą reakcję ze strony RPP nie ma co w naszej ocenie liczyć. Uzupelnieniem wydarzeń na złotym byłyby ponadto piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy, które zakładając pozytywną niespodziankę stanowiłyby wsparcie dla sentymentu globalnego. Wzrost apetytu na ryzyko postrzegamy jako kolejny argument w oczekiwanym umocnieniu polskiej waluty. Źródłem niepewności w tym tygodniu pozostanie natomiast kwestia uchwały Sądu Najwyższego w sprawie walutowych kredytów hipotecznych. Pierwotnie planowana jest ona na najbliższy czwartek, ale mimo to nadal nie można wykluczyć kolejnych opóźnień.</p>
USD/PLN	<p>↓</p> <p>Oczekiwane umocnienie złotego do euro - choć niewielkie - daje fundament by zakładać spadek także pary USD/PLN w tym tygodniu. Tym bardziej, iż w naszej ocenie na większą zmienność eurodolara przyjdzie nam czekać dopiero do piątku, gdy poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy. Co więcej rynek pozostaje obecnie w krótkoterminowym trendzie przeceny dolara, a na gruncie technicznym wciąż widzimy przestrzeń do ograniczonego spadku notowań USD/PLN.</p>
EUR/USD	<p>↑</p> <p>Od niemal dwóch tygodni eurodolara pozostaje w trendzie wzrostowym z teoretycznym potencjałem do ruchu w kierunku 200-dniowej średniej ruchomej (przebieg nieco poniżej centa w stosunku do obecnych poziomów). Źródłem przejściowej słabości dolara mogą być w naszej ocenie dane payrolls z USA, które w przypadku satysfakcjonujących odczytów zwiększą globalny apetyt na ryzyko, a tym samym będą sprzyjać wycenie euro i innych bardziej ryzykownych walut. Co istotne pozytywna niespodzianka nie będzie oznaczała bardziej jastrzębiej narracji Fed.</p>

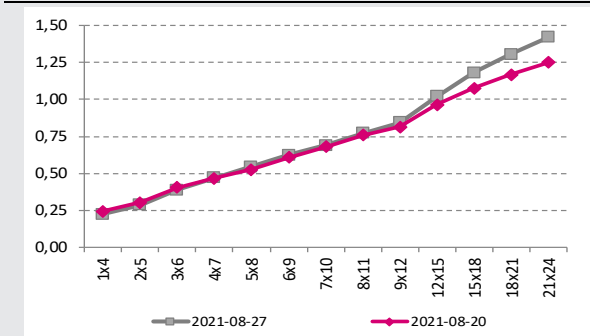
Rentowność obligacji krajowych [%]



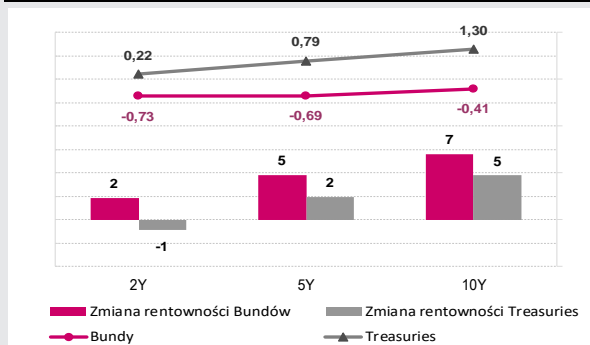
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Rynek obligacji

Perspektywa początku normalizacji polityki pieniężnej w USA, ale także w Polsce wywierała presję na wzrost rentowności obligacji. Zakres zmian nie był duży, jednak widoczny jest powolny marsz rentowności w górę. Wsparciem dla tych oczekiwań były także publikacje danych o inflacji w USA, która utrzymuje się na wysokim poziomie. Obligacjom nie pomogła też stabilizacja nastrojów i wzrost apetytu na ryzyko. Indeksy warszawskiej giełdy osiągały nowe historyczne maksima, a w przeciwną stronę poruszała się wycena obligacji, których rentowność w ciągu tygodnia wzrosła o 6-8 pkt baz. wzdłuż całej krzywej dochodowości. W podobnej skali wzrosły rentowności papierów amerykańskich i niemieckich. Na piątkowe wypowiedzi członków Fed w trakcie wirtualnego sympozjum, które zwyczajowo odbywało się w Jackson Hole rynek stopy procentowej zareagował nieznacznym spadkiem rentowności, ponieważ nie zawierały one w sobie deklaracji szybkich podwyżek stop procentowych. Niemniej jednak kierunek polityki pieniężnej jest mocno zdeterminowany w stronę normalizacji, co w średniookresowej perspektywie będzie wspierało wzrosty rentowności obligacji. Dojście do bariery 2% w przypadku rentowności krajowej 10-latk (ostatni raz widziana w maju tego roku) uznajemy obecnie wyłącznie za kwestię czasu.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Wyznacznikiem sytuacji na krajowym rynku obligacji 10-letnich pozostanie sentyment globalny. O ile nie oczekujemy tu spektakularnych zmian, to zdecydowanie bliżej nam do oczekiwań niewielkiej poprawy sentymentu (piątkowe dane z rynku pracy USA mogą być potencjalnie źródłem lepszych nastrojów). W takim scenariuszu liczymy zaś na korekcyjne wzrosty dochodowości rynków bazowych, w których towarzyszyć będą także polskie obligacje. Tym bardziej, iż liczymy, że piątko na wycenie 10-latk - a przede wszystkim krótkiego końca krzywej - odcisnie także odczyt inflacji CPI za sierpień, który w naszej ocenie przyniesie dalsze nasilenie wzrostów a tym samym i oczekiwań na bardziej agresywną normalizację polityki monetarnej w wykonaniu Rady Polityki Pieniężnej.
10Y DE (%)	↑	Kalendarium istotnych wydarzeń w strefie euro jest dość ubogie, a główne dane tego tygodnia, tj. odczyty indeksów PMI z EMU nie powinny wzbudzać większych emocji po niedawnej publikacji ich wstępnych wycieżeń. Z tego powodu spokój powinny zachowywać także Budy. Liczymy jednak, że zmiany na rynku niemieckiego Bunda intonowane będą przez wydarzenia na rynku US Treasuries, gdzie możliwe są w naszej ocenie niewielkie wyższe rentowności motywowane publikacją raportu z tamtejszego rynku pracy (piątek).
10Y US (%)	↑	Po niedawnym wystąpieniu prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej scenariusz zmian w polityce pieniężnej Fed uzależniony jest między innymi od sytuacji na rynku pracy USA. Najnowsze dane w tym temacie poznamy zaś w piątek (raport payrolls), stąd do tego momentu liczymy jedynie na niewielką zmienność i finalnie - pod wpływem solidnych odczytów - na poprawę nastrojów i kosmetyczną wyżkę dochodowości obligacji długiego końca krzywej.

Źródło: Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 30 sierpnia					
14:00 Inflacja CPI wst., r/r	Niemcy	Sierpień	3.8%	3.9%	
Wtorek 31 sierpnia					
03:00 PMI dla przemysłu wg CFLP	Chiny	Sierpień	50.4	50.2	
03:00 PMI dla usług wg CFLP	Chiny	Sierpień	53.3	53.0	
10:00 Inflacja CPI r/r, wst.	Polska	Sierpień	5.0%		5.3%
10:00 PKB nsa r/r	Polska	2Q	-0.9%	10.9%	
11:00 Inflacja HICP r/r, wst.	EZ	Sierpień	2.2%	2.5%	
16:00 Indeks Conference Board	US	Sierpień	129.1	125	
Środa 01 września					
09:00 PMI dla przemysłu	Polska	Sierpień	57.6		56.6
09:55 PMI dla przemysłu, fin.	Niemcy	Sierpień	65.9	62.7	
10:00 PMI dla przemysłu, fin.	EZ	Sierpień	62.8	61.5	
14:15 Raport ADP	USA	Sierpień	330k	600k	
15:45 PMI dla przemysłu, fin.	USA	Sierpień	63.4	61.2	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Sierpień	59.5	59.0	
Czwartek 02 września					
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Lipiec	10.2%	11.0%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	27 sierpnia	353k	345k	
Piątek 03 września					
09:55 PMI dla usług, fin.	Niemcy	Sierpień	61.8	61.5	
10:00 PMI dla usług, fin.	EZ	Sierpień	59.8	58.7	
11:00 Sprzedaż detaliczna sa m/m	EZ	Lipiec	1.5%	0.2%	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Sierpień	943k	750k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Sierpień	5.4%	5.2%	
15:45 PMI dla usług, fin.	USA	Sierpień	59.9	55.2	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Sierpień	64.1	62.5	
Poniedziałek 06 września					
08:00 Zamówienia w przemyśle sa m/m	Niemcy	Lipiec	4.1%		
10:30 Indeks Sentix	EZ	Wrzesień	22.2		

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

Dane i prognozy

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