

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

6 września 2021

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Złoty, który ostatnie dni zaliczył do bardzo udanych już na starcie nowego tygodnia napotyka na trudności w dalszej aprecjacji. Źródłem ostrożności są bowiem wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego, w których przypomniane są - budowane między innymi na początku tego roku - stwierdzenia o niekorzystności aprecjacji złotego dla gospodarki. Ten tydzień zaś z uwagi na posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) i prawdopodobną konferencję prezesa NBP (piątek?) miał rzucić więcej światła na perspektywę polityki monetarnej po niedawnym odczycie wyższej od oczekiwań inflacji. Opublikowane dziś dość wstrzemięźliwe w temacie normalizacji polityki pieniężnej wypowiedzi A.Głapińskiego obok bliskości bariery technicznej w notowaniach EUR/PLN (4,50) powinny wyraźnie ograniczyć presję na umocnienie polskiej waluty w najbliższych dniach. Uzupełnieniem wydarzeń będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, gdzie głosy jastrzębi są nieliczne oraz wystąpienia przedstawicieli amerykańskiej Rezerwy Federalnej (skoncentrowane głównie w czwartek). Kalendarium publikacji makroekonomicznych ze świata jest natomiast ubogie. Podsumowując uważamy, iż kurs EUR/PLN będzie w tym tygodniu bronit okolic 4,51, co może być utrudnione zważywszy na możliwy wciąż łagodny ton przedstawicieli RPP.

Najważniejsze dane tego tygodnia

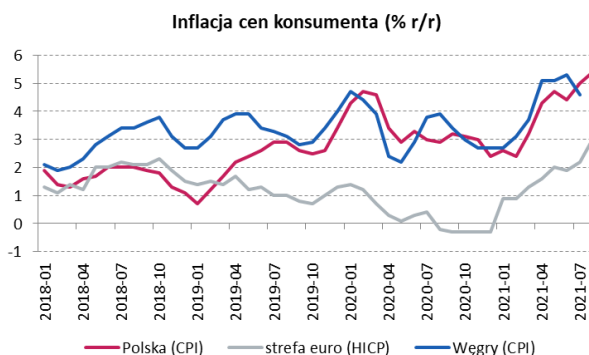
W tym tygodniu posiedzenie RPP po odczycie inflacji najwyższym od 20 lat

W tym tygodniu odbędzie się decyzyjne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Wbrew wcześniejszym deklaracjom najprawdopodobniej zostanie utrzymana pandemiczna organizacja spotkania, tj. jednodniowa debata w środę wraz z piątkową wideokonferencją prezesa Narodowego Banku Polskiego. Na początku tego tygodnia Polska Agencja Prasowa opublikowała wywiad, w którym A.Głapiński utrzymał gołębią wymowę dotyczącą perspektyw polityki pieniężnej, pomimo ubiegłotygodniowego odczytu inflacji CPI, która w sierpniu wyniosła 5,4% r/r i była najwyższa od 20 lat. W tym względzie wywiad nie dostarczył naszym zdaniem nowych informacji dotyczących perspektyw polityki monetarnej, stanowi jedynie dowód trwałości łagodnego nastawienia szefa polskiego banku centralnego. Zaprezentowane warunki prezesa rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej naszym zdaniem będą spełnione późną jesienią tego roku. Spodziewamy się, że kolejne fale pandemii nie spowodują już znaczących zaburzeń dla gospodarki jako całości, a w warunkach ciasnego rynku pracy i rosnących wynagrodzeń presja popytowa będzie narastała w średnim okresie utrzymując inflację ponad celem inflacyjnym. Powinna to potwierdzić projekcja listopadowa. Do tego czasu nie dojdzie to zmian stóp procentowych NBP.

Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego bez niespodzianek

W czwartek o godz. 13:45 poznamy decyzję Europejskiego Banku Centralnego dotyczącą polityki pieniężnej w strefie euro. Nie spodziewamy się nowości w narracji większości członków Rady Prezesów, którzy optują za obecną parametryzacją ultra-akomodacyjnej polityki pieniężnej. Wsparciem tej retoryki najpewniej będzie uaktualnienie projekcji makroekonomicznej, która powinna wskazywać na spadek inflacji w średnim okresie i dalsze stopniowe odrabianie strat wywołanych pandemią. Najciekawszym punktem będą oczekiwania dotyczące awaryjnego programu skupu aktywów (PEPP), w szczególności ewentualne sygnały jego przedłużenia poza marzec 2022 r.

Wykres tygodnia



Najnowsze wypowiedzi prezesa NBP wskazują, iż mimo rosnącej presji inflacyjnej w Polsce Rada Polityki Pieniężnej będzie chciała utrzymać łagodną narrację podczas wrześniowego posiedzenia, czym prawdopodobnie nawiąże bardziej do działań Europejskiego Banku Centralnego aniżeli innych banków centralnych regionu.

Źródło: Macrobond

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5175	-1,1%
USD/PLN	3,8078	-1,7%
CHF/PLN	4,1561	-1,7%
EUR/USD	1,1863	0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,18	0
WIBOR 3M	0,24	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,50	15
5Y	1,29	14
10Y	1,97	17

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,02	11
5Y	1,62	15
10Y	1,91	13

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,36	5
US 10Y	1,33	2

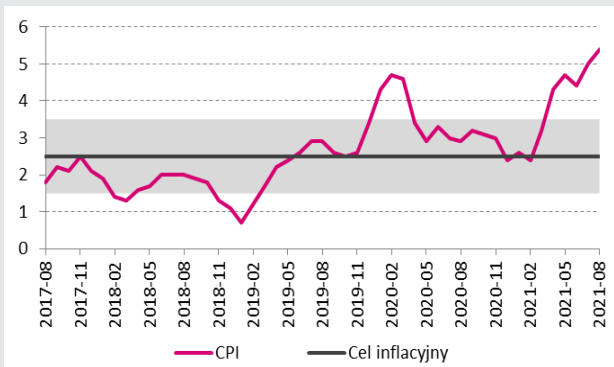
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	71175	2,0
S&P 500	4535	0,6
Nikkei 225	29670	6,8

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

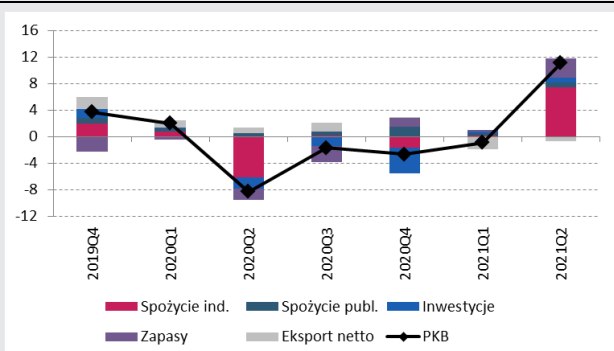
Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



Inflacja w Polsce nie odpuszcza

Według wstępnych danych inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 5,4% r/r z 5,0% r/r miesiąc wcześniej. Wskaźnik ten kolejny raz przebił oczekiwania. Jest to najwyższa wartość od czerwca 2001 r. Niezmiernie wysoka inflacja cen paliw do prywatnych środków transportu napędza wskaźnik rocznej inflacji, choć czynnik ten nieznacznie osłabił względem lipca. Za wzrost rocznej dynamiki cen w sierpniu odpowiada szybszy wzrost cen żywności, nośników energii (podwyżka cen gazu dla gospodarstw domowych), a także komponent bazy. Według naszych szacunków inflacja bazowa wzrosła w sierpniu do 3,9% r/r (+0,2% m/m) z 3,7% r/r miesiąc wcześniej. Dane te potwierdzają narastanie presji inflacyjnej w Polsce, napędzanej nie tylko cenami paliw i nośników energii, ale także rosnącymi kosztami dóbr i usług. Silne odbicie globalnej koniunktury powodujące zatory w sieciach dostaw i podnosi ceny surowców oraz półproduktów. Firmy są w stanie przetrzymać je na konsumpcyjnym poziomie. Spodziewamy się, że inflacja w najbliższych miesiącach nie obniży się znacząco.

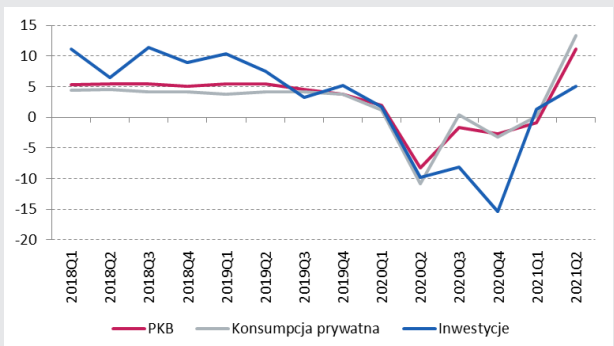
Struktura wzrostu PKB [pkt proc.]



Mocny wzrost PKB w 2Q br. napędzany efektem bazy i konsumpcją

Drugie wyliczenie wzrostu PKB w 2Q br. wyniosło 11,1% r/r, co oznacza niewielką rewizję w górę z 10,9% r/r szacowanego wcześniej. Według zaktualizowanego szacunku PKB w 2Q 2021 wzrósł o 2,1% kw/kw (po korekcji czynników sezonowych). Główny Urząd Statystyczny przedstawił także strukturę wzrostu w okresie kwiecień-czerwiec. Zgodnie z oczekiwaniami najsilniej dynamikę PKB podnosiła konsumpcja w sektorze gospodarstw domowych, która wzrosła o 13,3% r/r po wzroście o 0,2% r/r kwartał wcześniej. Odzwierciedla to wpływ zniesienia większości ograniczeń dla działalności gospodarczej, w tym dla handlu, a zwłaszcza usług oraz efekt niskiej bazy odniesienia. Szacunek wzrostu inwestycji (5,0% r/r) okazał się słabszy od naszych oczekiwań. Dane o rachunkach narodowych w 2Q br. utwierdzają nasze optymistyczne oczekiwania dla PKB w tym roku, choć słabszy od naszych założeń odczyt inwestycji dokłada się do nasilających się ryzyk w dół dla naszej prognozy wynoszącej 5,3%. Niezmiernie jednak głównym czynnikiem niepewności pozostaje rozwój pandemii.

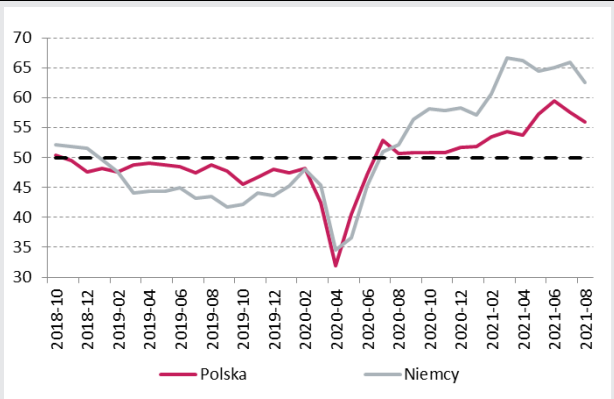
Dynamika PKB, konsumpcji i inwestycji [% r/r]



Ekspansja przemysłu trwa, choć już w wolniejszym tempie

Indeks PMI dla Polski obrazujący koniunkturę w przemyśle obniżył się w sierpniu do 56,0 pkt, z 57,6 pkt miesiąc wcześniej, a więc nieco silniej niż nasza prognoza oraz konsensus prognoz. Pomimo, że jest to najniższa wartość wskaźnika od 4 miesięcy, potwierdza ona utrzymywanie się ożywienia w przemyśle, choć wytraca ono tempo. Przyczyniają się do tego nadal znaczące ograniczenia podaży surowców i innych dóbr pośrednich, aczkolwiek czynnik popytowy także już w mniejszym stopniu będzie napędzał ekspansję. Wynika to ze zwiększenia środków gospodarstw domowych na konsumpcję usług, które przez długi czas pozostawały zamrożone podczas lockdownu. Średnio wartość indeksu PMI w całym 3Q br., po publikacji za kolejny miesiąc, najpewniej będzie nieco niższa niż w 2Q. Trend zmian koniunktury w przemyśle jest w dużym stopniu zgodny z naszymi założeniami, stąd dane PMI są neutralne dla naszej prognozy wzrostu PKB w 2021 r. wynoszącej 5,3%.

Indeks PMI dla przemysłu [pkt]

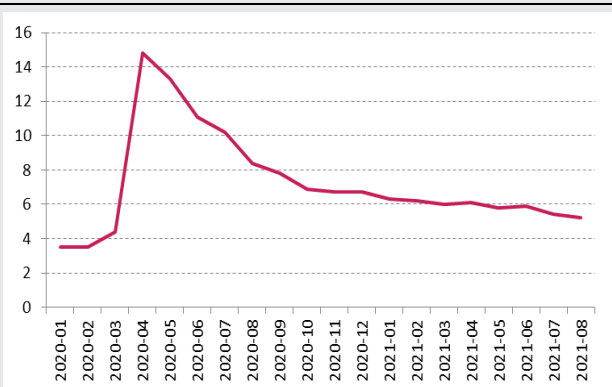


Makro - zagranica

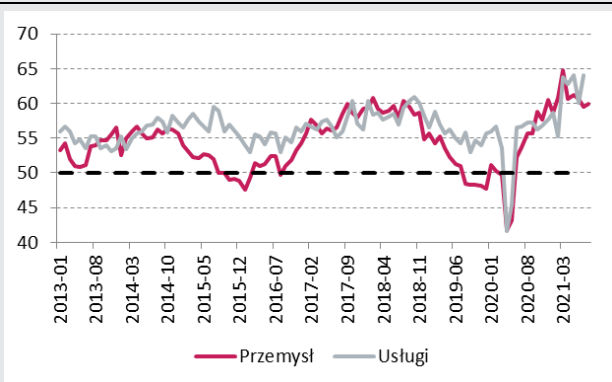
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA [mln m/m]



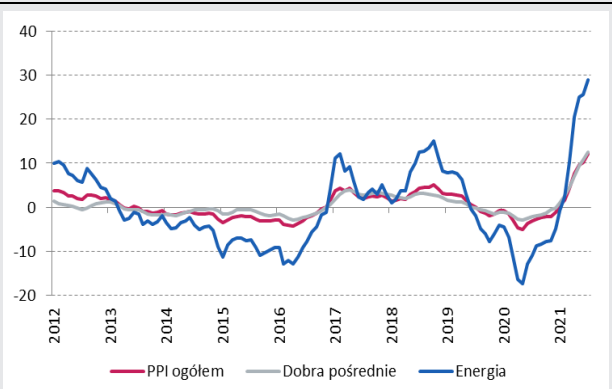
Stopa bezrobocia w USA [%]



Indeksy ISM dla USA [pkt]



Inflacja PPI w strefie euro [% r/r]



W sierpniu słabsze od oczekiwań dane non-farm payrolls...

Zatrudnienie poza rolnictwem (non-farm payrolls) w Stanach Zjednoczonych wzrosło w sierpniu o 235 tys. etatów. Dane okazały się sporą negatywną niespodzianką - konsensus prognoz wskazywał na wzrost o 750 tys. Miesiąc wcześniej wzrost ten był dużo większy i po rewizji w górę wyniósł 1,053 mln. Struktura danych wskazuje, że wpływ na zatrudnienie miało nasilenie pandemii COVID-19 w sierpniu, co mogło wpływać, obok szybko rosnących cen, na spadek aktywności konsumpcyjnej. W sierpniu zatrudnienie w handlu detalicznym spadło o 28,5 tys., a w sektorze rozrywki po raz pierwszy od 7 miesięcy nie odnotowano wzrostów. Należy zauważyć jednak, że nie tylko czynnik popytowy ograniczył w sierpniu wzrost zatrudnienia. Amerykańskie przedsiębiorstwa bowiem nadal borykają się z problemem braku wystarczającej liczby odpowiednich kandydatów do pracy. Odzwierciedla to naszym zdaniem np. silniejsza presja płacowa w sektorze rozrywki, gdzie od początku tego roku przeciętna płaca godzinowa wzrosła o blisko 10%. Dobrą informacją jest natomiast fakt, że wzrost zatrudnienia przyczynił się do kolejnego spadku stopy bezrobocia, która w sierpniu wyniosła 5,2%.

..., choć perspektywy rynku pracy i całej gospodarki zasadniczo nie zmieniają się...

Słabsze od oczekiwań dane non-farm payrolls nie zmieniają zasadniczo perspektyw gospodarki amerykańskiej. W spodziewaną kontynuację ożywienia wpisują się bowiem korzystne, choć niższe niż przed miesiącem wyczenia indeksów ISM. Wskaźnik dla przemysłu wzrósł w sierpniu do 59,9 pkt z 59,5 pkt miesiąc wcześniej. Większość komponentów składających się na całość indeksu dostarcza pozytywnych informacji - w sierpniu ankietowane firmy zgłosiły wzrost bieżącej produkcji wspierany rosnącymi nowymi zamówieniami. Obniżyły się także raportowane opóźnienia dostaw komponentów produkcji, choć nadal pozostają bardzo duże. Spowolnił natomiast wzrost zatrudnienia, który może wynikać właśnie z przejściowego obniżenia popytu na pracę wynikającego z zamrożenia części zdolności produkcyjnych, a także braku pracowników o poszukiwanych kwalifikacjach. Koniunktura w amerykańskim przemyśle utrzymuje się na ścieżce szybkiej ekspansji wspierana mocnym popytem wewnętrznym i ożywieniem w handlu światowym, choć utrzymują się problemy w łańcuchach dostaw. Problemy te zgłaszają także firmy z sektora usług, dla którego indeks ISM obniżył się w sierpniu do 61,7 pkt z 64,1 pkt miesiąc wcześniej. Dane okazały się bliskie konsensusowi.

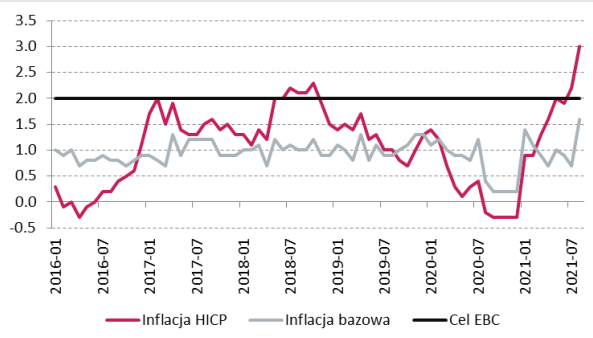
...co zmniejsza prawdopodobieństwo ogłoszenia we wrześniu taperingu

Rynek pracy pozostaje kluczowym obecnie elementem dla członków FOMC, a zatem dane nonfarm payrolls zmniejszają prawdopodobieństwo ogłoszenia na posiedzeniu w tym miesiącu rozpoczęcia zmniejszania (tapering) skali skupu aktywów przez amerykański bank centralny. Retoryka wrześniowego komunikatu nie powinna zatem odbiegać od przedstawionej w lipcu, podobnie jak uaktualnienie prognoz makroekonomicznych, które najpewniej będą pokazywać kontynuację ożywienia, choć w warunkach wyższej inflacji.

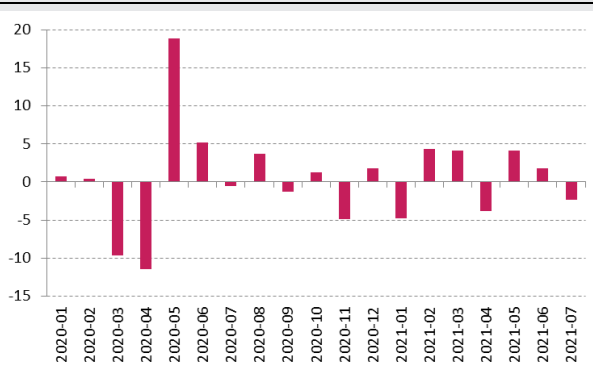
Inflacja PPI w strefie euro w lipcu najwyższa co najmniej od 1996 r....

Inflacja produkcji sprzedanej w strefie euro wyniosła w lipcu 12,1% r/r wobec 10,2% r/r miesiąc wcześniej przebijając konsensus prognoz (11,0% r/r). Jest to najwyższa wartość wskaźnika, jaką dotąd odnotowano w historii danych zaczynającej się w 1996 r. Wysoka inflacja cen towarów przemysłowych napędzana jest najsilniej przez wysoką dynamikę cen surowców energetycznych na globalnych rynkach. Jednocześnie bezprecedensowe zatory w sieciach dostaw materiałów i dóbr pośrednich przekuwają się na wzrosty ich cen. Warto zwrócić uwagę, że inflacja cen dóbr pośrednich, tj. wykorzystywanych dalej w produkcji wyniosła w lipcu 12,6% r/r, podczas gdy jeszcze w grudniu 2020 r. odnotowywano ujemną roczną dynamikę cen. Braki lub niewystarczająca ilość podzespołów będą utrzymywały się jeszcze przez dłuższy czas, choć pojawiają się pierwsze sygnały, że problemy te mogą powoli mijać szczyt swojej siły. Wysoka

Inflacja HICP w strefie euro, inflacja bazowa i cel inflacyjny [% r/r]



Sprzedaż detaliczna w strefie euro [sa, % m/m]



Źródło: Macrobond

inflacja PPI wpłynie także na ceny konsumenta. Władze monetarne w strefie euro traktują jednak inflację cen ropy naftowej jak i „wąskie gardła” w łańcuchach produkcji jako przejściowe w krótkim okresie.

...co częściowo przekłada się na inflację konsumencką, która w sierpniu okazała się najwyższą od 10 lat...

Inflacja HICP w strefie euro wzrosła według wstępnego wyliczenia do 3,0% r/r z 2,2% r/r w lipcu. Jest to najwyższy odczyt od 10 lat. Nadal jest on silnie napędzany przez ceny paliw. Do wzrostu w sierpniu przyczyniły się także ceny żywności oraz inflacja cen dóbr, która wyniosła 2,7% r/r wobec 0,7% r/r wskazując, że producenci przerzucają rosące koszty produkcji na konsumentów. Wzrosła także nieznacznie inflacja cen usług.

...ale perspektywy polityki pieniężnej w eurogrupie nie ulegają zmianie

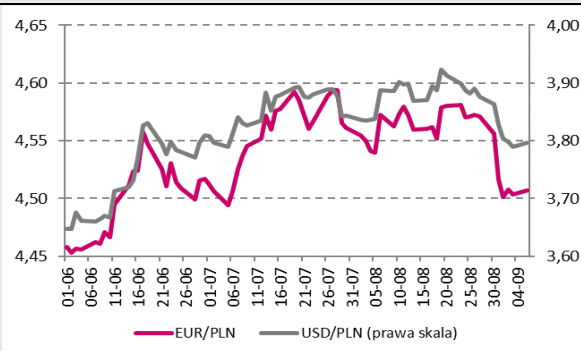
Inflacja HICP najwyższa od 10 lat i wydłużająca się perspektywa problemów podaźowych nie wpływa na rewizję prognoz ultra-łagodnej polityki pieniężnej w strefie euro. Większość członków Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego spodziewa się, że obecne proinflacyjne czynniki wygasną, a dynamika cen konsumenta spadnie w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego (2,0% r/r) co przemawia za brakiem korekt w pozimach stóp procentowych w najbliższych latach. W centrum uwagi pozostają perspektywy Pandemicznego programu awaryjnego skupu aktywów (PEPP) prowadzonego w strefie euro.

Spadek sprzedaży detalicznej w strefie euro

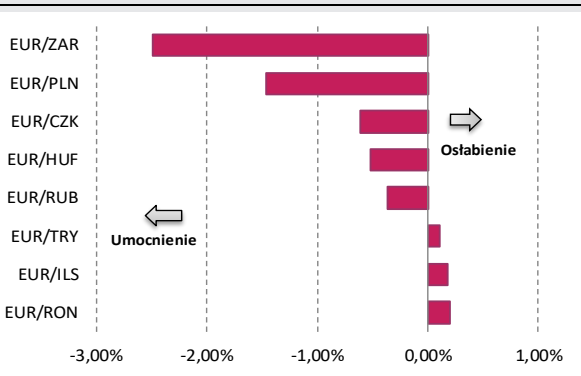
Sprzedaż detaliczna w strefie euro obniżyła się w lipcu o 2,3% m/m, po wzroście o 1,8% m/m w sierpniu. Dane okazały się znacznie słabsze od oczekiwań (+0,2% m/m). Do negatywnej niespodzianki najsilniej przyczyniła się gospodarka niemiecka, największa w eurogrupie. Niemniej znaczące spadki odnotowano m.in. w Austrii, Finlandii i Słowenii. Negatywną niespodziankę tłumaczylibyśmy nasileniem pandemii w drugiej połowie lipca oraz mocniejszym od oczekiwań przeniesieniem wydatków gospodarstw domowych z dóbr na usługi. Dane za lipiec nie powinny zmieniać oczekiwań wzrostu kw/kw konsumpcji gospodarstw domowych, m.in. z powodu poprawiającej się sytuacji na rynku pracy. Stanowi jednak ryzyko w dół dla prognoz formułowanych na 3Q i cały 2021 r.

Rynek walutowy

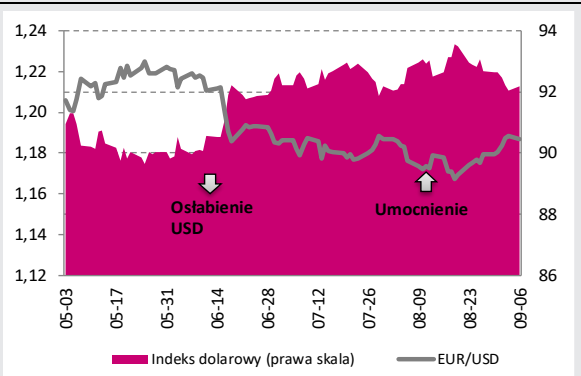
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



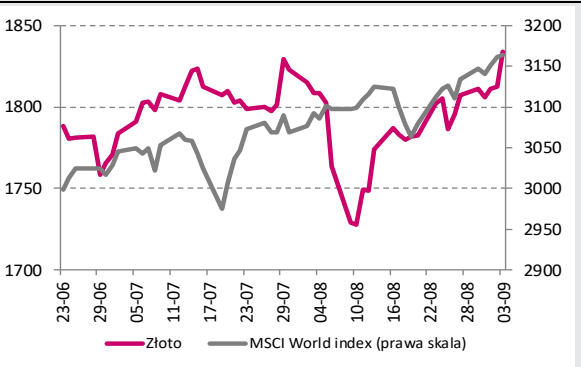
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



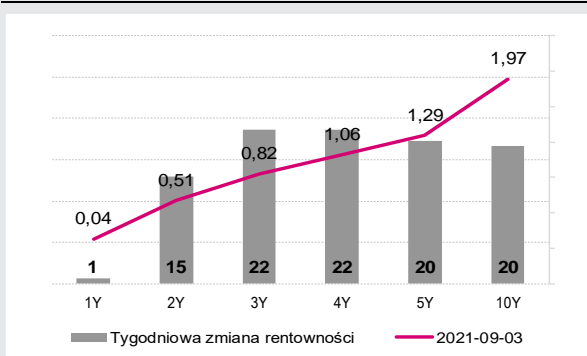
Źródło: Refinitiv

Złoty zakończył tydzień w okolicy poziomu 4,51, choć jeszcze w miniony poniedziałek kwotowany był niemal na 4,58. W perspektywie całego zakończonego tygodnia źródłem siły polskiej waluty były krajowe publikacje. O ile struktura danych o PKB za drugi kwartał nie wzbudziła aż tak silnych emocji, to źródłem presji na umocnienie polskiej waluty były dane o inflacji CPI w sierpniu, które okazały się nawet wyższe od naszej - agresywniejszej od konsensusu rynkowego - prognozy. W omawianym okresie złoty wyróżniał się pozytywnie w swoim umocnieniu w stosunku do niektórych walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej, co tylko podkreśla wagę czynnika krajowego. Uzupelnienie presji na umocnienie złotego tworzyły zmiany rynku eurodolara obrazujące umiarkowanie pozytywne nastroje globalne. Poza spadkiem EUR/PLN solidnie zniżkowały także pozostałe pary złotowe, w tym USD/PLN i CHF/PLN. Emocji nie wzbudził natomiast brak uchwały Sądu Najwyższego w sprawie walutowych kredytów hipotecznych, co było potwierdzeniem wcześniejszych spekulacji rynkowych. Jak wspomnieliśmy miniony tydzień był czasem wzrostu eurodolara, który po raz pierwszy od czerwca sięgnął bariery 200-dniowej średniej ruchomej (obecnie 1,1885) czasowo ją nawet przebijając. Źródłem zmian był między innymi raport z amerykańskiego rynku pracy, którego słabsza od konsensusu wymowa zadecydowała o zwwyżce pary EUR/USD (przecena dolara).

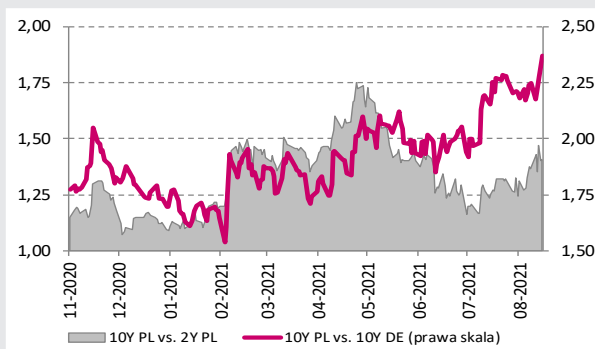
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Najbliższe dni powinny w naszej ocenie przynieść korektę w ubiegłotygodniowym trendzie umocnienia polskiej waluty. O ile w ostatnich dniach była ona motywowana zwiększeniem presji na normalizację polityki pieniężnej w Polsce, to dzisiejsze publikacje wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego znacząco zmniejszają rynkowe oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w listopadzie (w szczególności w bardziej agresywnym wydaniu tj. o 25 bps). O ile pozostajemy wierni swojej prognozie mówiącej o wzroście kosztu pieniądza o 15 bps w czwartym kwartale tego roku, to konsekwencją schłodzenia rynkowych oczekiwań powinna być przecena złotego w okolice poziomu 4,53 za EUR. Tym bardziej, iż rozpoczynający się tydzień nie oferuje wiele impulsów po stronie wydarzeń globalnych (posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego postrzegamy jako bez wpływu na krajowy rynek walutowy) a przed nami jest posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) i prawdopodobnie konferencja prezesa NBP (piątek?). Wzmocnieniem presji na osłabienie złotego jest ponadto powtórzenie przez A.Głapińskiego komentarzy z początku roku „o niekorzystnej z punktu widzenia gospodarki aprecjacji złotego”.
USD/PLN	↑	Oczekiwane osłabienie złotego w połączeniu z prawdopodobnym umocnieniem dolara na międzynarodowym rynku zadecydować powinno o wzroście pary USD/PLN, która zawracać powinna z niemal 2-miesięcznego minimum na poziomie 3,79 i kierować się może kolejno do 3,8211 i 3,8587 w zależności od sentymentu inwestycyjnego.
EUR/USD	↓	Dojście do 200-dniowej średniej ruchomej powinno uruchomić fazę spadkowej korekty w notowaniach eurodolara. Tym bardziej, iż wspomniana wyżka do 1,18850 poprzedzona była serią aż sześciu z rzędu sesji wzrostowych i zbudowana była w dużej mierze na słabości dolara (rozzarowujący raport z rynku pracy) aniżeli euro. Ten tydzień zaś powinien przynieść utrzymanie łagodnej narracji Europejskiego Banku Centralnego, co nie będzie wspierało siły wspólnej waluty. Liczymy zatem na umiarkowany spadek kursu EUR/USD w najbliższych dniach (prawdopodobnie w okolice bariery 1,1780).

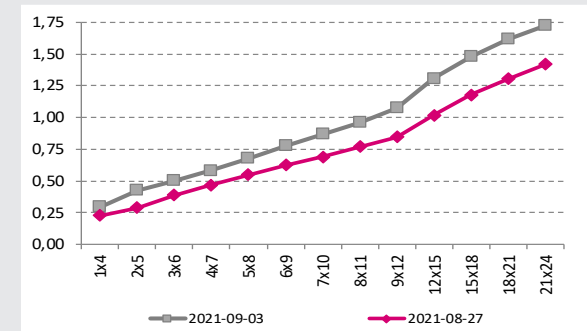
Rentowność obligacji krajowych [%]



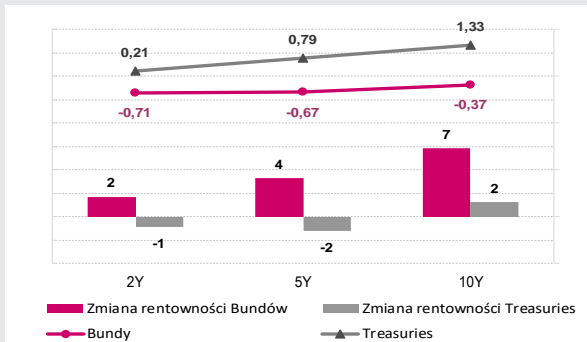
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Ubiegły tydzień to czas zdecydowanych wzrostów dochodowości krajowego rynku niemal wzdłuż całej krzywej. Argumentem za spadkiem cen skarbowych papierów wartościowych były przede wszystkim krajowe dane na temat wyższej od konsensusu inflacji CPI, które kanałem wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce zaprowadziły rentowność obligacji do 1,5-letniego maksimum (w przypadku 2- i 10-letki). Co niezwykle istotne ruch ten odbył się przy relatywnie niewielkich zwyżkach rynków bazowych. Wrażenia na inwestorach nie zrobiły natomiast inne informacje krajowe (sprzyjające niższej rentowności) jak choćby o niemal całościowym sfinansowaniu tegorocznych potrzeb pożyczkowych oraz o wynoszącym ok. 170 mld PLN stanie środków na rachunkach Ministerstwa Finansów. Wrażenia nie zrobił ponadto kalendarz przetargów na wrzesień, który z racji wspomnianego zakończenia finansowania potrzeb przewidzianych na 2021 rok opiera się we wrześniu wyłącznie na dwóch przetargach zamiany. Uzupelnieniem informacji o przetargach tego miesiąca była zapowiedź jednej operacji outright-buy w wykonaniu Narodowego Banku Polskiego.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>↓</p> <p>Zakładając, iż źródłem niedawnego wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych było nasilenie presji na normalizację polityki pieniężnej w Polsce oczekujemy, że nadchodzące dni za sprawą wciąż łagodnej postawy prezesa NBP w tej kwestii przyniosą niewielką niższą rentowności. Tym bardziej, iż obserwowane powiększenie spreadu do Bunda wydaje się być wątpliwe w obecnych uwarunkowaniach a bariera 2% w przypadku 10-letki pozostaje silna i już raz (w maju tego roku) zdecydowała o rozpoczęciu korekty spadkowej. W rezultacie liczymy na korektę we wzrostowym trendzie obligacji, której fundamentem będzie utrzymanie łagodnej narracji przez Radę Polityki Pieniężnej, która schłodzi bardziej agresywny scenariusz rynkowy wypracowany przede wszystkim przez wyższą od oczekiwań inflację CPI w Polsce.</p>
10Y DE (%)	<p>↔</p> <p>Kalendarium istotnych danych makroekonomicznych w strefie euro jest dość ubogie, a posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego nie powinno przynieść zmiany retoryki, stąd liczymy na stabilizację notowań Bunda wokół bieżącego poziomu. Ryzykiem jest możliwość akcentowania przez EBC kwestii poprawy koniunktury i (w co jednak nie wierzymy z uwagi na przedwczesność) możliwości ograniczania programu skupu aktywów.</p>
10Y US (%)	<p>↔</p> <p>Piątkowe - niezwykle istotne dla perspektyw polityki pieniężnej w USA - dane z amerykańskiego rynku pracy powinny ograniczyć nieco zapędy na szybką normalizację polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych (tapering) a tym samym na trend wzrostu dochodowości. Przed nami prawdopodobnie spokojne dni na rynku Treasuries z ryzykiem zmienności w czwartek, gdy zaplanowane są wystąpienia co najmniej sześciu przedstawicieli Fed. Uważamy jednak, iż nie powinny one odbiegać znacząco od znanej narracji większości członków Fed. Tym samym ich wpływ rynkowy powinien być znikomy.</p>

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 06 września					
Dzień wolny od pracy	USA				
10:00 Indeks Sentix	EZ	Wrzesień	22.2	21.5	
Wtorek 07 września					
11:00 PKB sa r/r	EZ	Q2	-1.3%	13.6%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Wrzesień	40.4	32.0	
Środa 08 września					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Wrzesień	0.1%		56.6
13:00 Liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	USA	03 września	-2.4%	62.7	
14:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego	Węgry	Sierpień		61.5	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Wrzesień		600k	
Czwartek 09 września					
13:45 Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Wrzesień	0.0%	0.0%	0.0%
14:30 Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych	USA	03 września	340k	335k	
Piątek 10 września					
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Sierpień	7.8%		
Poniedziałek 13 września					
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Lipiec	281m	-270m	-2m

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 instrumentach 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.