Makro i rynek

komentarz tygodniowy

20 września 2021

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

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5989	1,2%
USD/PLN	3,9280	2,3%
CHF/PLN	4,2123	0,6%
EUR/USD	1,1702	-1,1%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,54	8
5Y	1,45	19
10Y	2,01	4

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,05	11
5Y	1,72	10
10Y	2,03	8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,32	6
US 10Y	1,33	2

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	69767	-2,8
S&P 500	4433	-0,6
Nikkei 225	30500	0,4

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Kurs EUR/PLN pozostaje w szerokim przedziale wahań 4,50-4,60, a z uwagi na spiętrzenie ryzyk porusza się obecnie bliżej górnego przedziału odchyleń, co jednak traktujemy jako przejściowe zakładając, iż nie dojdzie do dalszej eskalacji sporu pomiędzy Polską a UE, a perspektywa akceptacji przez Brukselę Krajowego Planu Odbudowy przybliży się. Źródłem niepewności pozostaje decyzja Trybunału Konstytucyjnego (środa), który ma decydować o nadrzędności prawa polskiego nad prawem unijnym. Do tego czasu oczekujemy utrzymania podwyższonej presji na wycenę złotego. W środę źródłem zmienności może być też decyzja amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Liczne krajowe dane makroekonomiczne, nie powinny istotnie wpływać na wycenę polskich aktywów. Presja na podwyżki stóp proc. w tym roku istotnie zmniejszyła się po komentarzach prezesa NBP, a podbić ją mogą prawdopodobnie kolejne dane o inflacji CPI, które poznamy dopiero na koniec przyszłego tygodnia.

Najważniejsze dane tego tygodnia

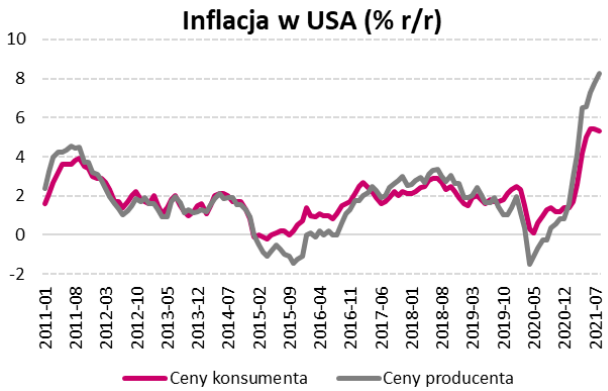
Dylematy bankierów centralnych dotyczące redukcji programów QE

W środę o godz. 20:00 poznamy decyzję Federalnego Komitetu do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC) dotyczącą polityki pieniężnej w USA. W centrum uwagi pozostanie termin rozpoczęcia zmniejszania (tapering) programu skupu aktywów przez Fed, nowe prognozy makroekonomiczne i oczekiwania amerykańskich bankierów centralnych odnośnie stóp proc. W kwestii taperingu członkowie FOMC zmierzą się z dylematem dotyczącym pogodzenia z jednej strony wyższej od oczekiwań inflacji a z drugiej strony rozczarowujących danych z rynku pracy w USA w sierpniu i nasileniem pandemii. Stąd spodziewamy się jedynie podkreślenia dyskusji na temat redukcji QE bez bardziej precyzyjnych informacji dotyczących terminu jego rozpoczęcia. Prognozy średniookresowe dla gospodarki USA najpewniej nie ulegną zasadniczym zmianom. Stąd wydaje się, że oczekiwania bankierów centralnych ponownie pokażą na pierwszą podwyżkę stóp procentowych w 2023 r. Niespodzianki inflacyjne oraz rosnąca presja płacowa w części gospodarki amerykańskiej zwiększa jednak ryzyko względem czerwca przesunięcia oczekiwań pierwszej podwyżki stóp już w 2022 r., co najpewniej wpłynęłoby na zwiększenie zmienności rynkowej.

Kolejne dane z polskiej i europejskiej gospodarki pod wpływem zaburzeń dostaw?

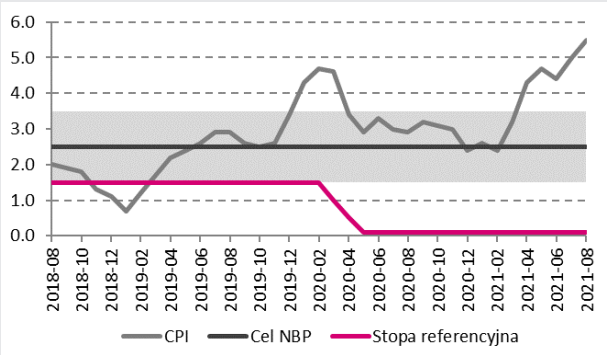
Ten tydzień przyniesie liczne publikacje z krajowej i europejskiej gospodarki. Z danych krajowych uwagę zwracać będzie odczyt sprzedaży detalicznej, której dynamika przyspieszy w sierpniu, a nasz szacunek jest wyższy niż konsensus rynkowy. Spośród danych europejskich uwagę przykuwać będą wstępne odczyty indeksów PMI dla sektora przemysłu i usług w trefie euro. Zaburzenia w łańcuchach dostaw i problemy z zaopatrzeniem w surowce i półprodukty mogą negatywnie wpłynąć na pogorszenie nastrojów w przemyśle i spadek indeksu PMI, choć pozostaje on na poziomach wskazujących na ekspansję sektora. Na odczyty indeksu dla sektora usług może mieć wpływ rozwój pandemii COVID-19, choć aktualny konsensus wskazuje na stabilizację w strefie euro oraz nieznaczny spadek w Niemczech.

Wykres tygodnia

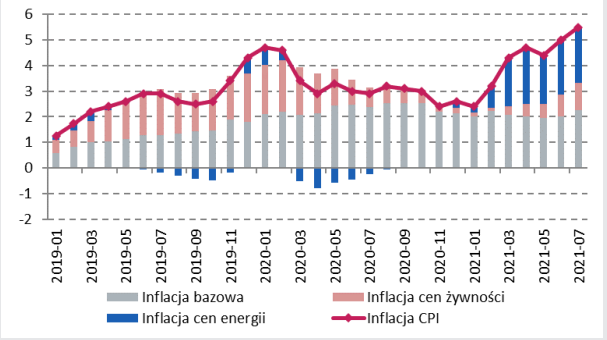


Inflacja cen konsumenta w USA utrzymuje się na poziomie zbliżonym do 13-letniego maksimum, jednak podwyższone odczyty inflacji nie powinny istotnie wpłynąć na wymowę Fed, który w środę ogłosi decyzję odnośnie do parametrów polityki pieniężnej. Fed wciąż wierzy w przejściowy charakter inflacji, co w połączeniu z nieco słabszymi danymi z gospodarki daje argumenty za utrzymaniem łagodnej retoryki. Językiem u wagi pozostaje termin ewentualnego rozpoczęcia zmniejszania skali skupu aktywów.

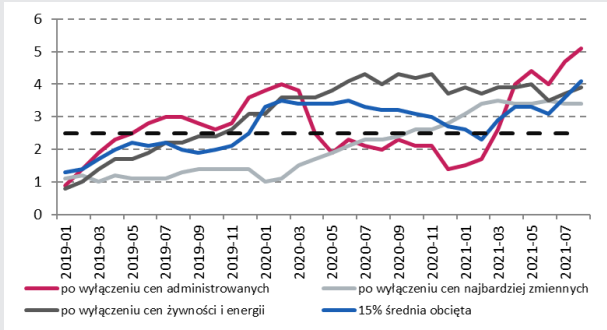
Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



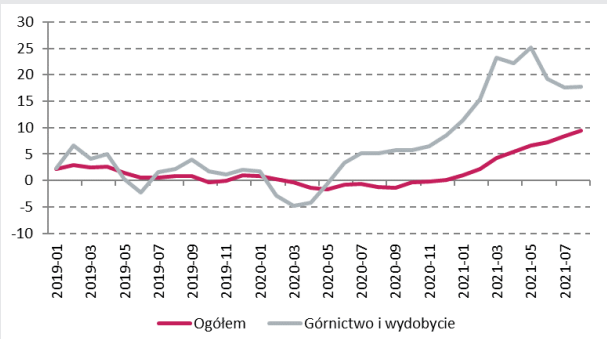
Struktura inflacji CPI [pkt proc.]



Miary inflacji bazowej [% r/r]



Inflacja PPI [% r/r]



Makro - kraj

Inflacja CPI w sierpniu wyniosła 5,5% r/r…

W finalnym wyliczeniu Główny Urząd Statystyczny zrewidował do 5,5% r/r z 5,4% r/r wskaźnik CPI w Polsce w sierpniu. Miesiąc wcześniej inflacja CPI wyniosła 5,0% r/r. Natomiast w ujęciu m/m przeciętny poziom cen wzrósł w sierpniu o 0,3% m/m po wzroście o 0,4% m/m miesiąc wcześniej. Za wysoką wartość rocznego wskaźnika niezmiennie odpowiadają ceny paliw (+28,0% r/r) i nośników energii (+6,6% r/r). Nadal dynamicznie rosną ceny usług i to pomimo efektu wysokiej bazy odniesienia z ub. roku, zwłaszcza w sektorach najsilniej dotkniętych przez obostrzenia: w rozrywce i kulturze (10,4% r/r) oraz restauracjach i hotelach (6,6% r/r).

… i wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej…

Względem lipca wzrosły ponadto wszystkie cztery obliczane wskaźniki inflacji bazowej. Najuważniej śledzony indeks tj. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł do 3,9% r/r z 3,7% r/r miesiąc wcześniej. Natomiast w ujęciu m/m ten wskaźnik inflacji bazowej wyniósł 0,2% m/m po wzroście o 0,4% m/m w lipcu. Presja inflacyjna w Polsce jest podwyższona i będzie utrzymywała się dłużej niż oczekiwaliśmy jeszcze kilka miesięcy temu. Nie spodziewamy się, aby w kolejnych miesiącach inflacja bazowa obniżyła się pomimo efektu wysokiej bazy statystycznej, gdyż naszym zdaniem będzie narastała inflacja cen dóbr w koszyku bazowym w związku z dynamicznymi wzrostami cen produkcji sprzedanej. Wskaźnik inflacji bazowej będzie naszym zdaniem kluczowy dla członków Rady Polityki Pieniężnej podczas listopadowego posiedzenia. W projekcji lipcowej na lata 2022-2023 wynosił on odpowiednio o 3,2% r/r i 3,5% r/r średnio w roku. Wydaje się, że prawdopodobieństwo jeszcze wyższych prognoz, a tym samym przewyższenia górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego, znacząco wzrosło. W takich warunkach dość trudno będzie uzasadnić ewentualną decyzję o braku podwyżki stóp procentowych.

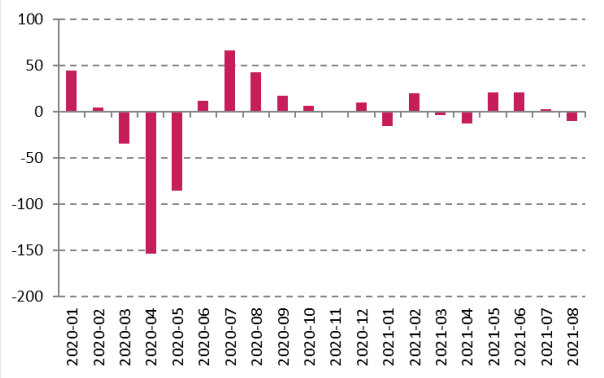
… a inflacja cen producenta najwyższa od 2011 r…

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła w sierpniu do 9,5% r/r, nieco bardziej niż nasz szacunek i konsensus rynkowy. To najwyższy odczyt inflacji PPI od marca 2011 r. Najbardziej podniesiono ceny produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+55,3%), w górnictwie rud metali (+36,8%), produkcji metali (+41,9%), czy wyrobów z drewna (+17,3%). Wzrosty cen miały jednak szeroki zakres i objęły zdecydowaną większość branż. Dane te wpisują się w obraz wysokiej presji kosztowej, która ma charakter globalny. Przykładowo w Niemczech indeks PPI wzrósł w sierpniu do 12,0% r/r, poziomu najwyższego od 1974 r.

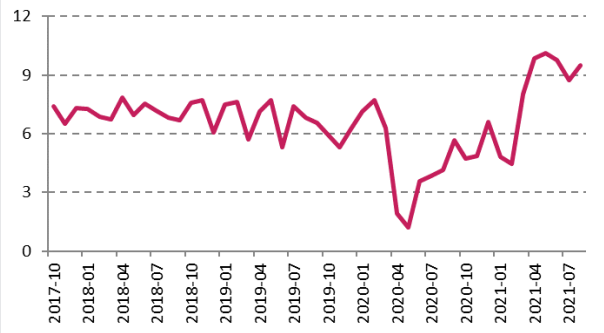
… poziom stóp procentowych w Polsce pozostaje nieadekwatny do oczekiwań inflacyjnych

Sierpniowe dane wskazują na niesłabnącą presję inflacyjną. W kolejnych kwartałach także powinniśmy spodziewać się podwyższonej inflacji. W warunkach odbudowy gospodarki i solidnego popytu rosnące ceny surowców i materiałów, a także energii i gazu będą niewątpliwie częściowo przenoszone na ceny konsumpcyjne, na co wskazują przedsiębiorcy w badaniach koniunktury. W takich uwarunkowaniach, przy spodziewanych danych podwyżkach cen gazu, inflacja CPI w tym roku może zbliżyć się, a nawet przekroczyć 6,0% r/r, a jej spadek w przyszłym roku będzie następował powoli. W naszej ocenie obecny poziom stóp procentowych w Polsce, w połączniu z wciąż akomodacyjną polityką fiskalną jest nieadekwatny do aktualnej, ale także do spodziewanej sytuacji gospodarczej. Wydłużanie okresu ultra niskich stóp procentowych stanowi ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, a opóźnianie momentu rozpoczęcia tego procesu może zwiększyć koszty sprowadzenia inflacji do celu. Ostatnie wypowiedzi prezesa NBP zwiększyły ryzyko dla naszego scenariusza zakładającego pierwszą podwyżkę kosztu pieniądza w tym roku, niemniej ewentualne opóźnienie momentu rozpoczęcia podwyżek kosztu pieniądza nie zmienia naszego scenariusza średnioterminowego.

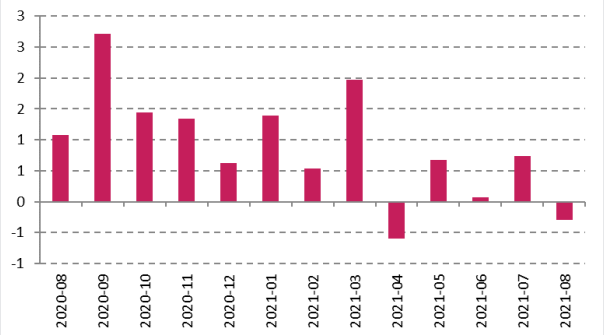
Zmiana przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



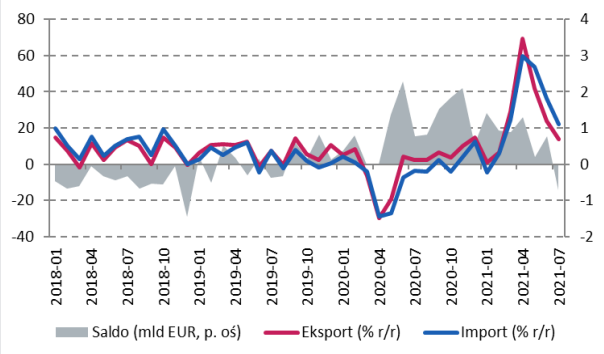
Średnia miesięczna płaca w sektorze przedsiębiorstw [% m/m]



Produkcja w przemyśle [% m/m]



Rachunek obrotów bieżących



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Zaskakujący spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu…

Przeciętne zatrudnienie (tj. po przeliczeniu etatów osób niepełnozatrudnionych na pełne etaty) w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 0,9% r/r po wzroście o 1,8% r/r miesiąc wcześniej. Do spadku rocznej dynamiki przyczynia się wygasanie efektu niskiej bazy odniesienia. Jednak w sierpniu odnotowano spadek przeciętnego zatrudnienia m/m. Wyniósł on 9,7 tys. pełnych etatów wobec wzrostu o 2,4 tys. m/m w lipcu. Druga z rzędu negatywna niespodzianka sygnalizuje, że rynek pracy może ulegać schłodzeniu po mocnych przyrostach we wcześniejszych miesiącach. Spadek ten wynikać może z wygaśnięcie zachęt do utrzymywania miejsc pracy, które zapisane były w Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju dla firm. Innym czynnikiem, który mógł przyczynić się do spadku zatrudnienia, zwłaszcza w przemyśle mogą być globalne zatory w łańcuchach dostaw oraz silnie rosnące ceny surowców i komponentów. W takich warunkach przedsiębiorstwa mogą zechcieć dostosować zatrudnienie do obniżonego stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych przewidując czas utrzymywania się problemów dłuższy niż najbliższe miesiące (np. przemysł meblowy, motoryzacyjny). Spadek zatrudnienia stoi jednak w sprzeczności z wynikami badań koniunktury (Szybki Monitoring NBP, ankieta PMI), w których przedsiębiorstwa wskazywały na wzrost popytu na pracę. Tym bardziej, że inne informacje z rynku pracy pokazują nieco inny obraz: stabilną stopa bezrobocia i liczbę ofert pracy na poziomach sprzed pandemii.

… a wynagrodzenia rosną jeszcze szybciej

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze firm wzrosło w sierpniu o 9,5% r/r wobec 8,9% r/r miesiąc wcześniej przewyższając oczekiwania. Wynagrodzenia rosną mocno, do czego przyczynia się wysoka inflacja oraz możliwości finansowe firm do zaakceptowania podwyżek w części branż. Inflacja w Polsce nabiera rozpędu, co zwiększa ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy, tj. dynamiki płac napędzającej koszty działalności firm. Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra i powinna sprzyjać kontynuacji ożywienia po słabszych danych z 1Q br.

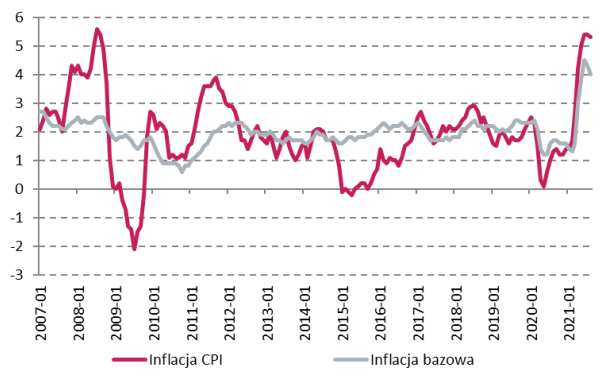
Koniunktura w przemyśle stabilna

Produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych wzrosła w lipcu o 13,2% r/r po wzroście o 9,8% r/r w czerwcu. Do przyspieszenia wzrostu w sierpniu przyczyniła się korzystna różnica r/r liczby dni roboczych. Po korekcji czynników sezonowych produkcja przemysłowa obniżyła się o 0,3% m/m, po wzroście o 0,7% m/m w lipcu. W strukturze danych uwagę zwraca utrzymanie trendów z ubiegłych miesięcy. Notuje się dynamiczny wzrost produkcji dóbr pośrednich, tj. takich, które wykorzystywane są w kolejnych etapach cyklu wytwórczego. Wyniósł on 19,3% r/r po wzroście o 15,7% r/r miesiąc wcześniej. Dynamiki produkcji dóbr konsumpcyjnych są przy tym niższe, co sygnalizuje większe nasycenie tymi towarami gospodarstw domowych i firm. W porównaniu do sierpnia ub. roku produkcja wzrosła w 29 spośród 34 działów sektora, a wiec miała szeroki zakres. Nadal solidne wzrosty odnotowują firmy w relatywnie większym stopniu zorientowanych na eksport. Sierpniowe dane o produkcji przemysłowej wpisują się w korzystny obraz aktywności, która jednak już nie przyspiesza, głównie ze względu na „wąskie gardła" w sieciach powiązań produkcyjnych. Wyprzedzające indeksy koniunktury wskazują na stabilną sytuację w przemyśle, wspieraną przez popyt zagraniczny oraz, w mniejszym stopniu, przez zakupy krajowe. Uwarunkowania popytu z zagranicy pozostają niezmienne: szeroki asortyment dóbr oraz sprzyjający eksporterom kurs złotego. Należy zaznaczyć jednak, że rosnąca presja kosztowa, zarówno ze względu na ceny materiałów i półproduktów oraz na wynagrodzenia pracowników coraz bardziej ciąży na wynikach firm produkcyjnych, co będzie pogłębiać się w najbliższych miesiącach. Przypuszczamy, że firmy z sektora przemysłowego mogą już dostosowywać zatrudnienie do obniżonych możliwości produkcyjnych i rosnących kosztów pracy. Podtrzymujemy wysoką prognozę wzrostu PKB r/r w całym 2021 r., choć spływające informacje coraz mocniej przemawiają za korektą w dół naszych oczekiwań wynoszących 5,3% r/r.

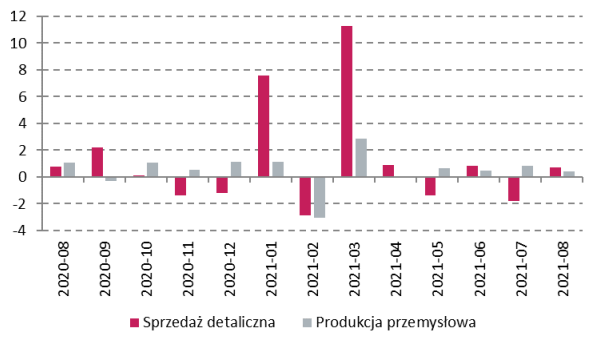
Deficyt na rachunku bieżącym w lipcu największy od 6 lat

Saldo obrotów bieżących dla Polski wyniosło w lipcu -1,8 mld EUR wobec +0,3 mld EUR miesiąc wcześniej. Jest to najniższa wartość od 6 lat. Odczyt ten okazał się negatywną niespodzianką – był niższy niż nasza prognoza, a także konsensus rynkowy. Jednym ze źródeł zaskoczenia było mocne pogorszenie w lipcu salda obrotów towarowych z zagranicą. Jego deficyt sięgnął 0,7 mld EUR po nadwyżce wynoszącej w czerwcu 0,8 mld EUR. Wynika to z dużo silniejszego spadku dynamiki eksportu niż importu. Sprzedaż towarów za granicę wzrosła bowiem o 13,7 % r/r (licząc w EUR) wobec wzrostu importu o 22,1% r/r. Według raportu NBP eksport napędzany był zwłaszcza przez sprzedaż za granice baterii samochodowych. Natomiast na wysoką dynamikę importu składało się kupno ropy naftowej, której ceny silnie rosną r/r, a także dobra pośrednie (co przypisujemy wzrostom ich cen jako efekt globalnych trudności podażowych w przemyśle). Na saldzie związanym z wymianą usług niezmiennie utrzymuje się nadwyżka, choć w lipcu okazała się ona sporo niższa niż w czerwcu. Należy zauważyć jednak, że wartości z danych o bilansie płatniczym przedstawiane są w ujęciu nominalnym, a po uwzględnieniu różnicy r/r w cenach saldo obrotów towarowych nie powinno być aż tak silnie ujemne. Niemniej zakładamy, że eksport netto (dóbr i usług) będzie miał w 3Q 2021 bardziej ujemny wkład do wzrostu PKB niż w 2Q 2021, gdy wyniósł -0,7 pkt proc. Według naszych obliczeń po lipcu saldo obrotów bieżących wyniosło ok. 1,9% PKB i dodatnie wartości powinny utrzymywać się także w najbliższej przyszłości.

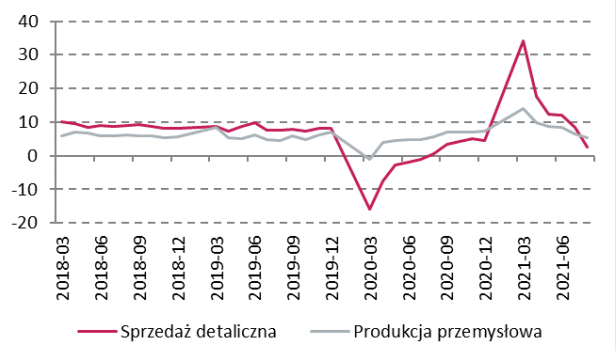
Inflacja CPI w USA [% r/r]



Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych [sa, % m/m]



Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Chinach [% r/r]



Źródło: Macrobond

Makro - zagranica

Inflacja CPI w USA utrzymuje się powyżej 5,0% r/r

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wyniosła w sierpniu 5,3% r/r wobec 5,4% r/r w lipcu, gdy kształtowała się na najwyższym poziomie od 13 lat. W ujęciu m/m przeciętny poziom cen konsumpcyjnych wzrósł natomiast o 0,3% po wzroście o 0,5% w lipcu. Niezmienne inflację w ujęciu r/r napędzają ceny paliw powiązane z cenami ropy naftowej na globalnych rynkach. Widoczne jest także przyspieszenie inflacji cen żywności. Za spadek wskaźnika opowiada m.in. nieco wolniejszy wzrost cen używanych aut (choć nadal pozostaje on bardzo wysoki), cen biletów lotniczych, czy ubezpieczeń komunikacyjnych. Informacje te wskazują, że część proinflacyjnych czynników wywołanych pandemią zaczyna nieznacznie tracić na sile. Nie oznacza to jednak, że presja inflacyjna w Stanach Zjednoczonych szybko obniży się. Rosnące o blisko 9,0% r/r ceny nowych aut potwierdzają, że niedobór komponentów ograniczający produkcję przekłada się na ceny oferowane konsumentom. Naszym zdaniem problemy podażowe w niektórych branżach prędko nie ustąpią i będą utrzymywać się dłużej niż wydawało się jeszcze kilka miesięcy temu. Ponadto w kierunku wyższych cen będą oddziaływać koszty pracy. Liczba wolnych miejsc pracy przekracza w USA 10 mln, nie ma jednak wystarczającej liczby chętnych osób do zapełnienia tej luki, co skutkuje przyspieszeniem wzrostu płac. Informacje te wskazują, że wysoka inflacja w USA szybko nie zniknie. Nie wpływa to jednak na oczekiwania dotyczące polityki Fed w tym roku.

Produkcja przemysłowa w USA kontynuuje wzrosty

Produkcja przemysłowa w USA w sierpniu wzrosła o 0,4% m/m po wzroście o 0,8% m/m miesiąc wcześniej. Według Fed huragan Ida obniżył dynamikę produkcji o 0,3 pkt proc. Pomimo tego czynnika przemysł w USA odnotował szósty z rzędu wzrost. Wyniki produkcji byłyby jeszcze lepsze, gdyby nie „wąskie gardła" w dostawach do firm. Koniunkturze w przemyśle sprzyja solidny popyt, co potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej.

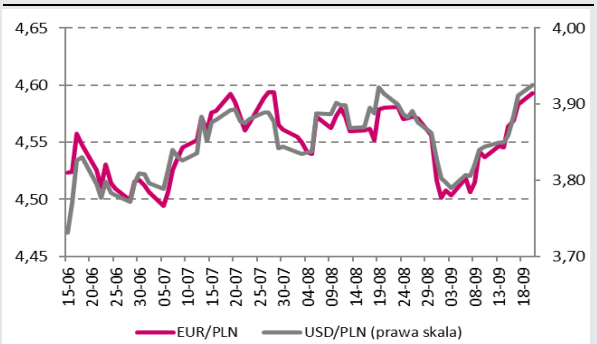
Dane o sprzedaży detalicznej w USA lepsze od oczekiwań

Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych wzrosła w sierpniu o 0,7% m/m po spadku o 1,8% m/m w lipcu. Dane okazały się pozytywną niespodzianką, choć znacząco zrewidowano w dół odczyt za lipiec. Wzrost m/m sprzedaży w sierpniu dotyczył szerokiego zakresu dóbr. Wzrost sprzedaży hamowany był natomiast przez sprzedaż aut (-3,9% m/m) oraz elektronikę i urządzenia AGD (-3,1% m/m), co wynika z niedoborów podzespołów i komponentów elektronicznych na świecie. Dane potwierdzają nadal solidny popyt konsumpcyjny amerykańskich gospodarstw domowych pomimo wygaśnięcia transferów społecznych z budżetu federalnego i nadal niezłe nastroje konsumpcyjne gospodarstw domowych. Pomimo pozytywnej niespodzianki w sprzedaży detalicznej w Stanach Zjednoczonych w sierpniu wzrost gospodarczy w 3Q br. najpewniej spowolnił względem 2Q br.

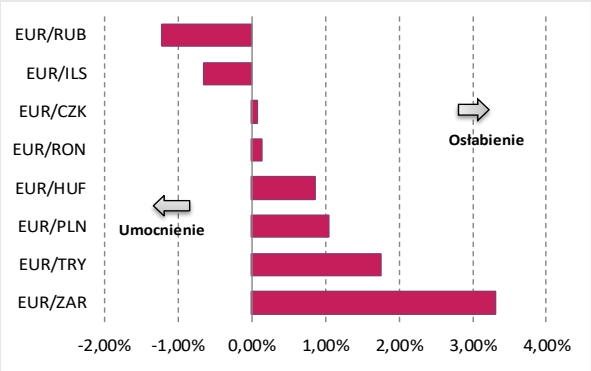
Ożywienie w Chinach słabnie

Sprzedaż detaliczna w Chinach wzrosła w sierpniu o 2,5% r/r, po wzroście o 8,5% r/r miesiąc wcześniej. Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła natomiast 5,3% r/r wobec 6.4% r/r w lipcu. Oba odczyty, okazały się negatywną niespodzianką, zwłaszcza sprzedaż detaliczna. Wynika to z nasilenia pandemii w Chinach, wprowadzonych obostrzeń oraz spadku skłonności do konsumpcji gospodarstw domowych. Ożywienie w gospodarce chińskiej spowalnia w 2 poł. br. silniej niż oczekiwano, m.in. z powodu czynników wewnętrznych, tj. pandemii i chłodzenia rynku nieruchomości. Jak pokazują dane o eksporcie Chin w sierpniu popyt zagraniczny na towary pozostaje solidny, co powinno utrzymywać się także w przyszłości.

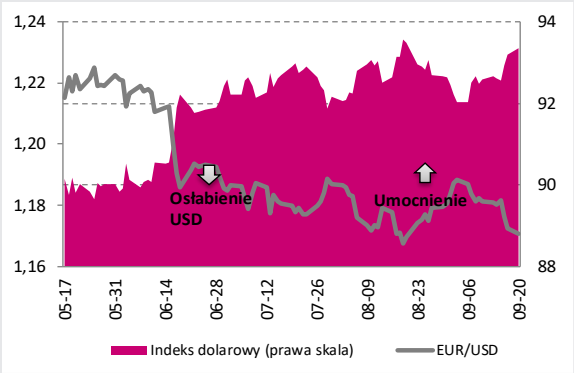
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



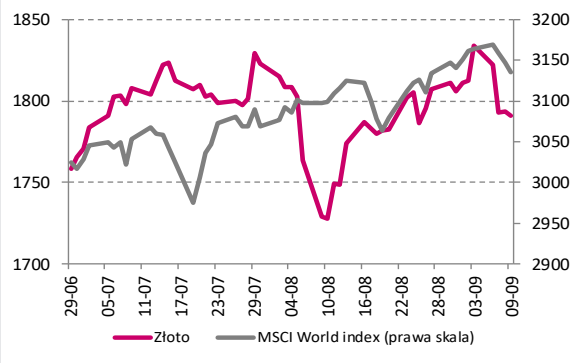
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



Źródło: Refinitiv

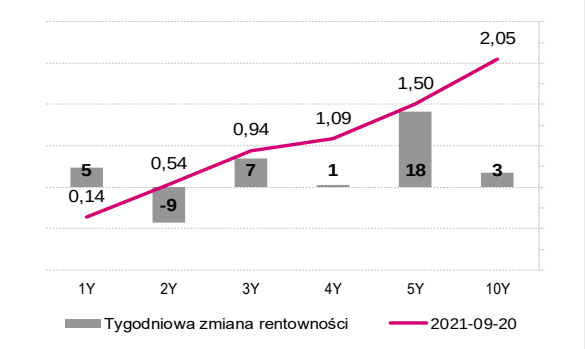
Rynek walutowy

Miniony tydzień był okresem podwyższonej presji sprzedających na polską walutę. Kurs EUR/PLN, który jeszcze półtora tygodnia temu oscylował wokół poziomu 4,50 podczas minionego piątku był bliski ataku bariery 4,60. Przyczyny słabości złotego pozostają dość dobrze znane. Zalicza się do nich łagodna narracja banku centralnego, dla której piątkowe dane z polskiego rynku pracy były wzmocnieniem. Nie bez znaczenia jest także opóźnienie w akceptacji przez Unię Europejską polskiego Krajowego Planu Odbudowy. W piątek – drugi dzień z rzędu a więc podobnie jak polski złoty – silnie osłabiał się węgierski forint. Uważamy jednak, iż złotemu bliżej do środka obowiązującego przedziału 4,50 – 4,60 aniżeli jego górnej granicy. Wymienione powyżej ryzyka (brak akceptacji dla KPO) dla polskiej waluty mogą bowiem wkrótce okazać się nieaktualne. Złotemu nie sprzyjały zmiany także na rynkach globalnych, gdzie umacniał się dolar. Kurs EUR/USD złamał 14-dniową średnią ruchomą i osiągnął na koniec omawianego okresu miesięczne minimum na poziomie 1,1722.

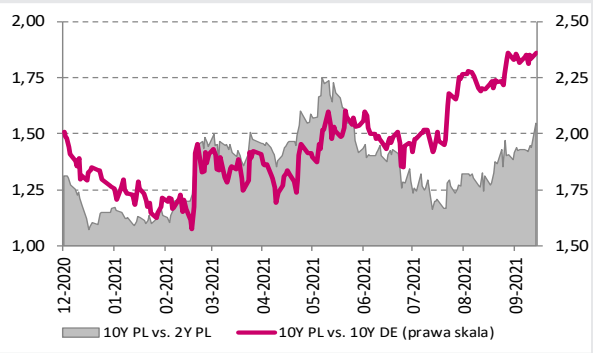
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	⇔	Najbliższe dni powinny w naszej ocenie przynieść utrzymanie podwyższonej presji na polską walutę. Bliskość bariery 4,60 sprawia, że ryzyko jej przełamania jest duże. Przebieg notowań w kolejnych dniach uzależniony zaś będzie od wydarzeń zaplanowanych na środę. Wtedy to powinna zapaść decyzja Trybunału Konstytucyjnego w sprawie nadrzędności prawa polskiego nad europejskim, co może generować dodatkową presję na relację Polski z Unią Europejską, a finalnie prowadzić do kolejnych opóźnień z akceptacji Krajowego Planu Odbudowy (ryzyko dla złotego). Zakładamy jednak scenariusz wyciszania konfliktu, co powinno nieznaczenie wesprzeć polską walutę. Środa to także istotny dzień dla rynków globalnych ze względu na posiedzenie Fed, które powinno dać odpowiedź na pytanie kiedy dojdzie w USA do wygaszania programu skupu aktywów (tapering). Poznamy ponadto oczekiwania amerykańskich bankierów centralnych nt. tempa i skali zacieśniania polityki pieniężnej w kolejnych latach (wykres dot-plot). Przyspieszenie normalizacji polityki pieniężnej byłoby wsparciem dla dolara, ale i źródłem przeceny beneficjentów łagodnej polityki pieniężnej na świecie, czyli walut emerging markets, w tym złotego. Uważamy jednak, iż ten tydzień mimo początkowej presji na spadek wartości złotego w drugiej jego połowie powinien przynieść umocnienie polskiej waluty. W efekcie kurs EUR/PLN przy nieco podwyższonej zmienności powinien stabilizować się w tym tygodniu.
USD/PLN	⇔	Oczekiwane osłabienie złotego w połączeniu z możliwą presją na umocnieniem dolara na międzynarodowym rynku zadecydować powinno o wzroście pary USD/PLN. Liczymy jednak, iż w drugiej połowie tygodnia te trendy powinny ulec zatrzymaniu, bądź nawet niewielkiemu zanegowaniu. W rezultacie kurs USD/PLN po przejściowej zwyżce w pierwszej połowie tygodnia powinien powrócić na obecne poziomy.
EUR/USD	⇔	Kurs EUR/USD jest na drodze do tegorocznego minimum na poziomie 1,1662. Wsparciem pozostaje dyskontowanie scenariusza ogłoszenia taperingu w USA podczas środowego posiedzenia Fed. Nastroje globalne pozostają jednak dobre, co powinno sprzyjać wzrostowi pary EUR/USD. Niewykluczone zatem, iż wynik posiedzenia Fed – nawet w przypadku nieznacznego zaostrzenia narracji – zakończy się typowym „kupuj plotki sprzedawaj fakty".

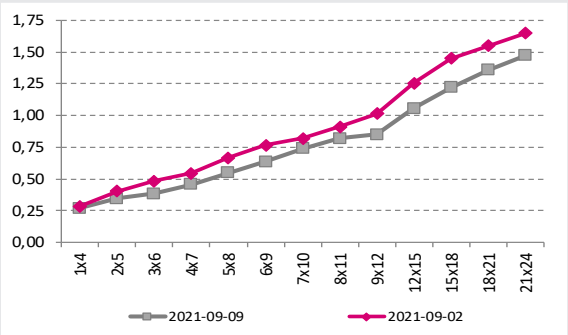
Rentowność obligacji krajowych [%]



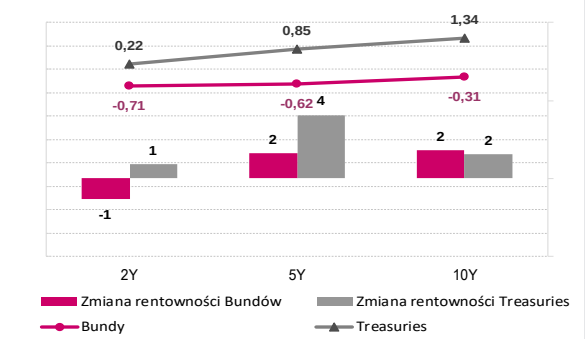
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Ostatnie dni były czasem silnej wyprzedaży przede wszystkim 5-letniego benchmarku polskiej krzywej. Dochodowość – preferowanego przez inwestorów zagranicznych – tenoru zwyżkowała aż o 22 bps jako konsekwencja odreagowania niedawnej łagodnej narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego (studzącej oczekiwania na rychłe podwyżki stóp procentowych), jak i zmiany na rynkach bazowych, gdzie wyraźnie taniał dług niemiecki, a w ślad za nim także i polski. Zmiany pozostałych papierów polskiej krzywej były w zakończonym tygodniu zdecydowanie mniejsze. Długi koniec zyskał 7 bps sięgając poziomu 2,04%. Dość solidnie, bo w dwucyfrowym tempie wzrosły ponadto notowania kontraktów IRS. Jak wspomnieliśmy na rynkach bazowych doszło do wzrostów dochodowości – głównie skoncentrowanych na rynku niemieckim. Zwyżką zareagowały także europejskie notowania kontraktów FRA. Finalnie rentowność 10-latki niemieckiej zwyżkowała o 6 bps do -0,31%, choć w trakcie omawianego okresu sięgała już poziomu -0,28% tj. 2-miesięcznego maksimum.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	⟷	Nie widzimy obecnie podstaw do kontynuacji zwyżki dochodowości krajowych skarbowych papierów wartościowych w krótki terminie. Czynniki lokalne, szczególnie szanse na początek normalizacji polityki pieniężnej wyceniające około 15 bps podwyżki stóp procentowych w tym roku nie powinny ulec nasileniu w obliczu wciąż łagodnej narracji większości członków Rady Polityki Pieniężnej. Trudno również w naszej ocenie oczekiwać dalszych wzrostów dochodowości długu rynków bazowych. Miniony tydzień przyniósł w tym zakresie dość spore zmiany. Tym bardziej, iż na rynek nie napłynęły nowe informacje w sprawie możliwości szybkiego zaostrzenia retoryki przez Europejski Bank Centralny. Nie oznacza to jednak, iż spodziewamy się istotnych korekt w wycenie SPW. Liczymy, iż w tym tygodniu notowania polskiego długu pozostaną względnie stabilne i skupione będą wokół bieżących poziomów dochodowości.
10Y DE (%)	⟷	Ubiegłotygodniowe zwyżki dochodowości niemieckiego długu wynikające częściowo z nieco lepszych nastrojów rynkowych, ale i wzrostu notowań kontraktów FRA w strefie euro nie powinny być kontynuowane. W rezultacie Bund powinien w naszej ocenie fluktuować wokół poziomu -0,3% w kolejnych dniach.
10Y US (%)	⟷	Wycena amerykańskich obligacji zachowuje spokój. Rentowność 10-letniego długu USA oscyluje od kilku tygodni wokół poziomu 1,30% i nie oczekujemy, by do środy, gdy poznamy decyzję Fed w sprawie stóp procentowych miało się to istotnie zmienić. Narracja amerykańskich bankierów centralnych w kwestii tempa i skali ograniczania programu skupu aktywów oraz ich przewidywania co do trajektorii podwyżek kosztu pieniądza w kolejnych latach pozostaje ryzykiem dla wyceny długu USA. Nie spodziewamy się jednak istotnych zwrotów w dotychczasowym przekazie Fed, stąd o ile przed nami okres normalizacji polityki pieniężnej w USA, to wydaje się, iż będzie on stopniowy a na taki scenariusz rynek jest przygotowany.

Kalendarium

	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
	Poniedziałek 20 września					
10:00	Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Sierpień	9.8%	13.8%	13.6%
10:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Sierpień	8.2%	9.2%	9.2%
	Wtorek 21 września					
10:00	Produkcja bud.-montażowa r/r	Polska	Sierpień	3.3%	7.5%	7.1%
10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	3.9%	5.7%	6.5%
14:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Wrzesień	1.50%	1.75%	
14:30	Pozwolenia na budowę domów	USA	Sierpień	1630k	1605k	
	Środa 22 września					
	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Chiny	Wrzesień	3.85%	3.85%	
14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Sierpień	8.8%	9.1%	9.7%
16:00	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Sierpień	5.99m	5.9m	
20:00	**Decyzja w sprawie stóp procentowych**	**USA**	**Wrzesień**	**0.0-0.25%**	**0.0-0.25%**	
	Czwartek 23 września					
09:30	**Wstępny PMI w przemyśle**	**Niemcy**	**Wrzesień**	**62.6**	**61.5**	
09:30	**Wstępny PMI w usługach**	**Niemcy**	**Wrzesień**	**60.8**	**60.4**	
10:00	Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	61.4	60.5	
10:00	Wstępny PMI w usługach	EZ	Wrzesień	59.0	59.0	
10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	5.8%	5.8%	5.8%
15:45	Wstępny PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	61.1	60.5	
15:45	Wstępny PMI w usługach	USA	Wrzesień	55.1	55.0	
	Piątek 24 września					
10:00	Indeks Ifo	Niemcy	Wrzesień	99.4	98.8	
16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Sierpień	708k	720k	
	Poniedziałek 27 września					
14:30	Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Sierpień	-0.1%		

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	11,1	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 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 jakiekolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.