

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

4 października 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

Rozpoczynający się tydzień to przede wszystkim oczekiwanie na wynik publikacji danych z amerykańskiego rynku pracy. Jej odczyty pozwolą ocenić szanse na rozpoczęcie w listopadzie procesu redukcji programu skupu aktywów w Stanach Zjednoczonych przez Rezerwę Federalną i mogą mieć istotny wpływ na przebieg notowań eurodolara w najbliższych dniach. Lokalnie zaś w centrum zainteresowania będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) i prawdopodobna konferencja prezesa NBP (czwartek, godz. 15:00). Stopy procentowe nie ulegną zmianie, a w centrum uwagi będą wypowiedzi A.Głapińskiego oraz komunikat po posiedzeniu, które będą istotne dla rynkowych oczekiwań co do terminu rozpoczęcia zacieśniania warunków monetarnych w Polsce. Ubiegłotygodniowy wyższy od oczekiwań odczyt inflacji CPI sprawił, że rynek zdecydowanie nasilił prawdopodobieństwo normalizacji polityki monetarnej w kraju jeszcze w tym roku. W rezultacie złoty umocnił się - mimo dość niesprzyjającego otoczenia globalnego - a dochodowość obligacji skarbowych zwyżkowała - jak w przypadku 2-latki - do półtorarocznego maksimum.

Najważniejsze dane tego tygodnia

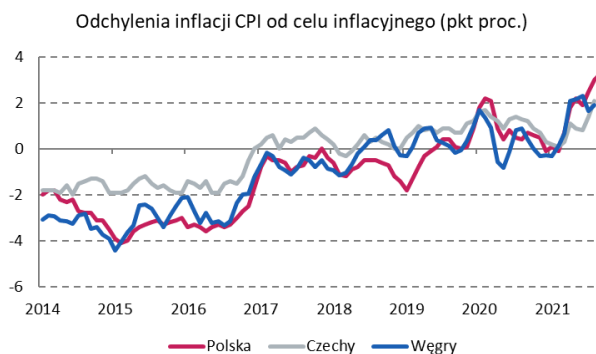
Czy kolejne niespodzianki inflacyjne wpłyną na retorykę RPP?

W środę odbędzie się posiedzenie krajowej Rady Polityki Pieniężnej. Najbardziej prawdopodobnym rozstrzygnięciem jest utrzymanie stóp procentowych na obecnym, rekordowo niskim poziomie. Będzie to niezwykle ciekawe posiedzenie, ponieważ wysoka inflacja rodzi coraz większy dyskomfort części członków RPP, na co wskazuje m.in. sprawozdanie z wrześniowego posiedzenia. Jeszcze miesiąc temu prezes NBP podtrzymywał stabilizację stóp procentowych w tym roku jako najbardziej prawdopodobny scenariusz, jednak w naszej ocenie opóźnienie momentu normalizacji stóp procentowych będzie zwiększało koszty sprowadzenia inflacji do celu. Komunikat po posiedzeniu i konferencja prasowa pozwolą ocenić, czy i jak zmieniła się percepcja procesów inflacyjnych przez RPP, co pozwoli określić ścieżkę stóp w tym roku. Od dłuższego czasu zwracamy uwagę, iż obecny poziom stóp proc. jest nieadekwatny do sytuacji gospodarczej, a opóźnianie startu normalizacji polityki pieniężnej zwiększa ryzyko silniejszych i szybszych ruchów w przyszłości. Napływające dane o inflacji to przekonanie wzmacniają.

Czy dane z rynku pracy wesprą oczekiwanie na rozpoczęcie redukcji QE w USA?

W tym tygodniu (piątek) poznamy raport z amerykańskiego rynku pracy we wrześniu. Według konsensusu prognoz liczba etatów w USA wzrosła o 500 tys., niemal dwukrotnie mocniej niż miesiąc wcześniej. Wzrost ten powinien sprzyjać spadkowi stopy bezrobocia, która według oczekiwań rynkowych ma obniżyć się do 5,1% z 5,2% w sierpniu. Pomimo silnego popytu na pracę przyrost zatrudnienia pozostaje ograniczony, ze względu na obawy o zdrowie i opiekę nad członkami rodziny, niedopasowanie kwalifikacji oraz wcześniejsze transfery z budżetu dla gospodarstw domowych. Niezaspokojony popyt na pracę skutkuje wzrostem płac, zwłaszcza a branżach najbardziej dotkniętych pandemią i odpływem pracowników. Według oczekiwań rynkowych płaca godzinowa wzrośnie o 0,4% m/m po wzroście o 0,6% m/m w sierpniu. Realizacja tych prognoz nasiliłaby oczekiwania na ogłoszenie początku redukcji programu skupu aktywów przez Fed w listopadzie. Dane z rynku pracy nie wpłynął jednak na perspektywy stóp procentowych, choć uporczywa inflacja będzie zwiększała prawdopodobieństwo pierwszej podwyżki już w 2022 r.

Wykres tygodnia



Wysoka inflacja ma charakter globalny, jednak wskaźnik CPI w Polsce jest jednym z najwyższych w Europie, a odchylenie inflacji od celu Narodowego Banku Polskiego największe spośród krajów regionu. Jednocześnie polityka RPP pozostaje silnie akomodacyjna, podczas gdy banki centralne Czech i Węgier rozpoczęły proces jej normalizacji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5659	-0,6%
USD/PLN	3,9321	0,2%
CHF/PLN	4,2276	-0,1%
EUR/USD	1,1611	-0,8%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,98	37
5Y	1,68	14
10Y	2,25	16

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,44	24
5Y	2,02	21
10Y	2,35	17

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,22	-4
US 10Y	1,48	-2

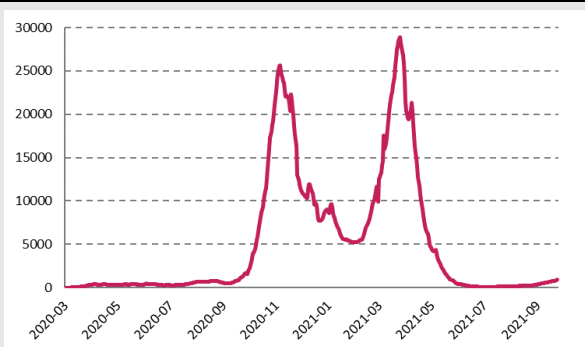
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	70515	0,7
S&P 500	4357	-2,2
Nikkei 225	28445	-5,9

Źródło: Refinitiv

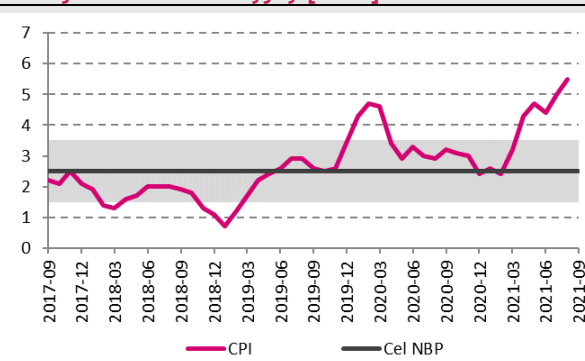
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

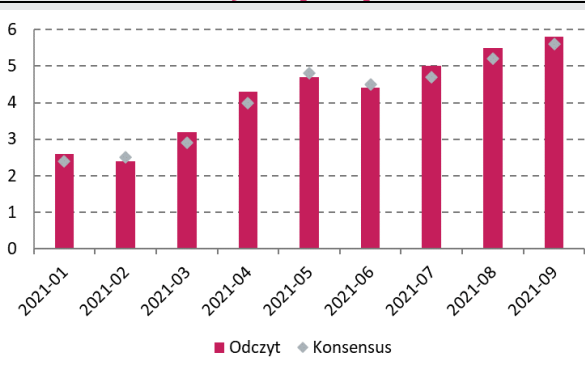
Liczba potwierdzonych dziennych infekcji COVID-19 (średnia 7-dniowa)



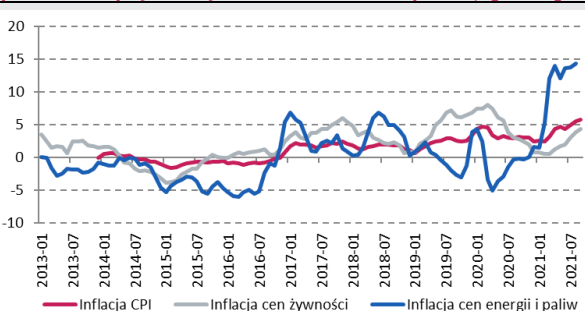
Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



Zaskoczenia w inflacji CPI [% r/r]



Inflacja cen żywności i cen energii (nośniki energii i paliwa do prywatnych środków transportu) [% r/r]



Rząd jak na razie nie zastrzega restykcji

Minister zdrowia A.Niedzielski poinformował w ub. tygodniu, że w październiku będą obowiązywały takie same restykcje, jak we wrześniu i w okresie wakacyjnym. Powiedział także, że pod koniec października liczba nowych dziennych potwierdzonych przypadków infekcji koronawirusem może sięgnąć 5 tys. tj. czterokrotnie mniej niż rok wcześniej. Natomiast łączna liczba hospitalizacji z powodu COVID-19 na koniec października wyniesie ok. 3,5-4 tys., co oznacza brak zagrożenia dla działania służby zdrowia. Informacje te wpisują się w zakładany przez nas scenariusz, w którym co prawda pandemia w Polsce przybiera na sile, aczkolwiek nie powracają tak surowe obostrzenia jak podczas ubiegłych fal pandemii.

Inflacja CPI we wrześniu przewyższyła oczekiwania

Według wstępnych danych inflacja CPI w Polsce wzrosła we wrześniu do 5,8% r/r z 5,5% r/r miesiąc wcześniej. Dane przewyższyły naszą prognozę, jak i konsensus na poziomie 5,6% r/r. Jest to najwyższa wartość wskaźnika CPI od czerwca 2001 r. Natomiast w ujęciu m/m inflacja CPI wyniosła 0,6% m/m. Według informacji przedstawionych przez Główny Urząd Statystyczny nasilenie pandemii ma szeroki zakres. Na wzrost wskaźnika złożyło się przyspieszenie wzrostu cen żywności (4,4% r/r wobec 3,9% r/r w sierpniu), cen nośników energii (wzrost do 7,2% r/r z 6,6% r/r), a także cen paliw (28,6% r/r wobec 28,0% r/r). W szczególności zaskakujący jest wzrost o 0,8% m/m cen nośników energii, zwłaszcza, że podwyżka cen gazu dla gospodarstw domowych ma wejść w życie dopiero w październiku. Przedstawione dane wskazują, że we wrześniu wzrosła także inflacja bazowa, obliczana jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Według naszych szacunków wyniosła ona 4,0-4,1% r/r wobec 3,9% r/r przed miesiącem. Inflacja nie przestaje zaskakiwać negatywnie. Nadal silnie napędzają ją rosnące silnie ceny paliw powiązane z kształtowaniem się cen ropy naftowej na świecie. Rosną także ceny innych surowców energetycznych, a także cen uprawnień do emisji CO2, które z kolei podwyższają ceny energii. Wyższy wskaźnik bazowy we wrześniu wskazuje także na rosnące ceny usług i/lub towarów. Potwierdzałoby to przerzucanie rosnących dynamicznie cen wyrobów gotowych na konsumentów, które sygnalizowane było przez przedsiębiorców w badaniach koniunktury. Z tego też powodu nie uważamy, że inflacja ma obecnie charakter stricte podaży. Zaburzenia po stronie podaży i zakłócenia w łańcuchach dostaw potęgują wzrost cen, który napędzany jest silnym popytem i stymulacją fiskalno-monetarną.

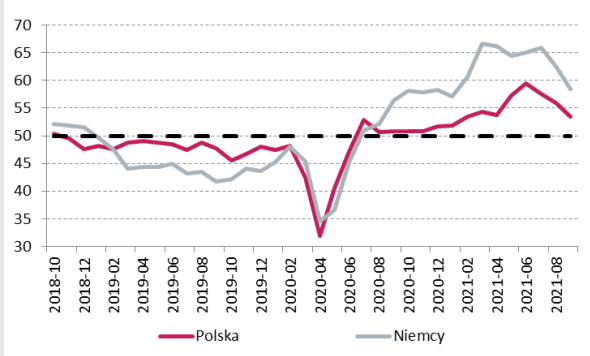
Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne

Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne, a ścieżka CPI najprawdopodobniej jeszcze w tym roku przewyższy poziom 6,0% r/r. Indeksy koniunktury spodziewanych cen w przemyśle i handlu utrzymują się na wieloletnich maksimach, a najbardziej jest to widoczne w branżach, które najsilniej odczuwają skutki napięć w łańcuchach dostaw (produkcja papieru, wyrobów z drewna, mebli, sprzętu AGD). Tempo spadku inflacji ograniczać będzie pro-konsumpcyjna polityka gospodarcza stymulująca popyt w warunkach już solidnego odbicia, rosnące ceny energii oraz żywności. W rezultacie, w przyszłym roku średnioroczna inflacja przekroczy w naszej ocenie 4% i dopiero pod koniec 2022 r. wskaźnik CPI może zbliżyć się do górnej granicy celu NBP.

Większość członków RPP o „rozważeniu” dostosowania polityki pieniężnej

Według Opisu dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej (minutki) w dniu 8 września 2021 r. po raz trzeci z rzędu złożono wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej o 15 pkt baz. do 0,25%. Nie spotkał się on z poparciem większości członków Rady. W dokumencie napisano, że „W ocenie większości członków Rady, jeżeli niepewność dotycząca pandemii i jej wpływu na gospodarkę zmniejszy się, a jednocześnie prognozy będą wskazywały na utrzymywanie się korzystnej koniunktury oraz na ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w kolejnych latach, wówczas uzasadnione będzie rozważenie dostosowania polityki

Indeksy PMI dla przemysłu [pkt]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, Parkiet

pieniężnej. W tym kontekście istotne będą także wyniki listopadowej projekcji inflacji i PKB”. Ciekawostką z opisu dyskusji jest informacja dotycząca wniosku o podwyższenie stopy referencyjnej do 2,00%! Interpretujemy ją jako manifestacja sprzeciwu wobec polityki RPP utrzymywania radykalnie ujemnych realnych stóp procentowych, gdy inflacja zbliża się do 6,0% r/r i perspektywy jej spadku do celu oddalają się.

Perspektywy stóp procentowych uzależnione są od oceny wpływu pandemii na krajową gospodarkę

Fragment z wrześniowych *minutes* jest zgodny z naszą prognozą zakładającą początek normalizacji polityki pieniężnej w listopadzie. Naszym zdaniem projekcja listopadowa jednoznacznie potwierdzi spełnienie tych warunków dotyczących dobrej koniunktury i inflacji w średnim okresie przewyższającej górne ograniczenie celu inflacyjnego. Kluczowa pozostanie zatem ocena przez członków Rady ryzyk związanych z wpływem pandemii na gospodarkę. W naszym scenariuszu zakładamy, że oddziaływanie to będzie niewielkie i uzasadniona byłaby podwyżka stóp procentowych. Jednym z kluczowych elementów polityki pieniężnej jest kontrola oczekiwań inflacyjnych, czemu w żaden sposób nie pomaga obecna retoryka większości członków Rady. Naszym zdaniem duże znaczenie powinien mieć komunikat po posiedzeniu w tym tygodniu, gdyż ewentualną podwyżkę stóp powinien poprzedzić pewien zwrot w ocenie średniookresowych perspektyw inflacji. Podwyżka stóp procentowych w Polsce jest nieunikniona, a opóźnianie jej będzie oznaczało szybsze dostosowanie w przyszłości, co może generować większe koszty dla gospodarki. Polityka pieniężna w Polsce kontrastuje ze znaczącym zacieśnieniem warunków monetarnych w Czechach i na Węgrzech w tym roku.

Zatory w łańcuchach dostaw coraz mocniej hamują ekspansję krajowego przemysłu

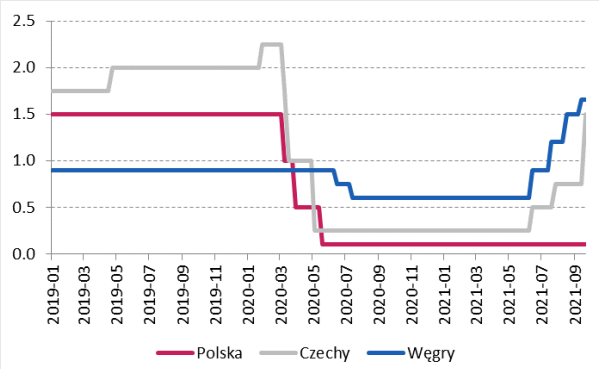
Indeks PMI obrazujący nastroje w krajowym przemyśle obniżył się we wrześniu do 53,4 pkt z 56,0 pkt miesiąc wcześniej. Odczyt ten okazał się negatywną niespodzianką. Jest to trzeci z rzędu spadek wskaźnika, który osiągnął poziom najniższy od lutego br. Raport z badania PMI wskazuje, że do hamowania bieżącej produkcji przyczyniają się niedobory surowców i półproduktów. Przekładają się one na wzrost cen dostaw towarów oraz cen produkcji sprzedanej, choć nie był on już tak silny jak w ostatnich miesiącach. Wysokie ceny wyrobów gotowych ograniczają z kolei popyt odzwierciedlony w niższej liczbie zamówień w sektorze. Dane te wpisują się w globalny obraz sektora przemysłowego, który boryka się z problemami niewystarczających dostaw, ich opóźnień i silnie rosnących kosztów, co będzie utrzymywało się także w najbliższych miesiącach ograniczając tempo wzrostu produkcji przemysłowej. Niewystarczająca liczba produktów i ich mocno rosnące ceny zapewne wpłyną też na wyniki konsumpcji i inwestycji. Dobrą informacją jest jednak fakt, że indeks PMI cały czas przewyższa neutralny poziom 50,0 pkt oddzielający spowolnienie od ożywienia. Spowolnienie wzrostu w przemyśle było przez nas spodziewane, stąd utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w Polsce w 2021 r. wynoszącą 5,3% r/r. Zaznaczamy jednak, że bilans ryzyk dla prognozy PKB w kolejnych kwartałach jest skierowany w dół.

Rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2022 r.

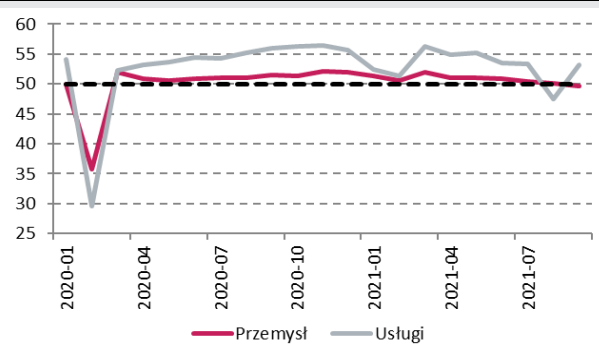
Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy budżetowej na 2022 r., w której założono deficyt na poziomie 30,9 mld PLN wobec planowanego w nowelizacji ustawy budżetowej deficytu w 2021 roku w wysokości 40,39 mld PLN. W uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 2022 rok przekazanej w sierpniu do Rady Dialogu Społecznego rząd zakładał wykonanie deficytu w tym roku na poziomie 13 mld PLN. Budżet oparty został na konserwatywnych założeniach ekonomicznych (dynamika PKB w 2022 na poziomie 4,6% oraz średnioroczna inflacja 3,3% r/r), co daje przestrzeń do niższego deficytu względem planu. Polityka fiskalna pozostaje akomodacyjna, a biorąc pod uwagę realizację programu Polski Ład oraz perspektywę wyborów parlamentarnych w 2023 trudno oczekiwać będzie zacieśnienia polityki fiskalnej w najbliższych latach. Obecny układ policy-mix oceniamy jako suboptymalny, który w warunkach kontynuacji wzrostu gospodarczego może prowadzić do narastania nierównowag w gospodarce.

Makro - zagranica

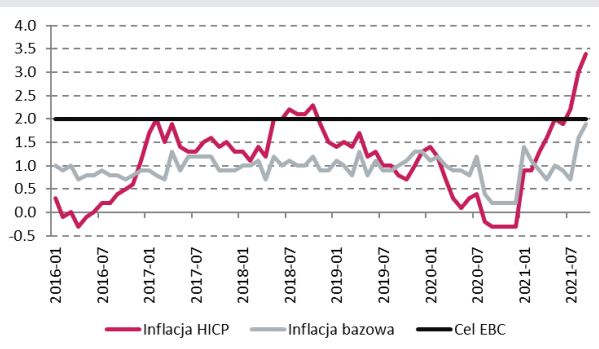
Stopy procentowe w wybranych krajach [%]



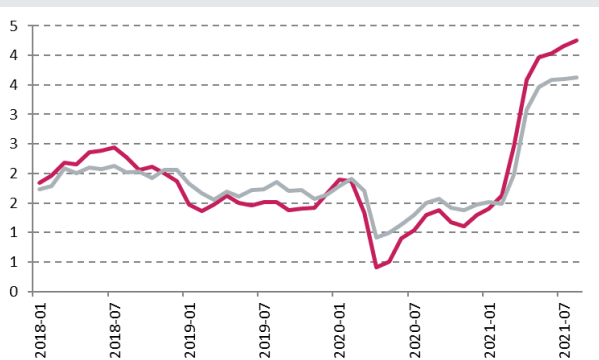
Indeks PMI dla Chin [pkt]



Inflacja HICP w strefie euro [% r/r]



Inflacja PCE w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Macrobond

Większa od oczekiwań podwyżka stóp procentowych w Czechach

Narodowy Bank Czeski podniósł główną stopę procentową do 1,50% z 0,75%, tj. o 75 pkt baz. Skala podwyżki była większa niż oczekiwania rynkowe (50 pkt baz.). Czescy bankierzy centralni trzeci raz z rzędu zwiększają koszt pieniądza. W tym roku podstawowa stopa procentowa wzrosła o 125 pkt baz. z poziomu 0,25% jeszcze w lipcu. Banki centralne Czech i Węgier będą kontynuowały zacieśnianie warunków monetarnych Według oczekiwań rynkowych główna stopa procentowa w Czechach na koniec 2021 r. wyniesie 1,75-2,00%, a na koniec 2022 r. 2,75%. Oczekiwania dla Węgier są bardzo zbliżone. W przypadku Polski rynki finansowe wyceniają stopę referencyjną na koniec 2021 r. na poziomie ok. 0,50%, a na koniec 2022 r. 1,75% (oczekiwania rynkowe dla Polski są naszym zdaniem przesadzone).

Kolejny czynnik niepewności dla gospodarki chińskiej

Oficjalny indeks PMI dla chińskiego przemysłu obniżył się we wrześniu do 49,6 pkt z 50,1 pkt w sierpniu, a więc okazał się niższy od oczekiwań. Jest to pierwszy spadek wskaźnika dla sektora wytwórczego poniżej neutralnego poziomu 50,0 pkt od lutego ub. roku. Spowolnienie aktywności w przemyśle względem sierpnia wynika z niewystarczającej produkcji energii elektrycznej w stosunku do zgłaszanego popytu. Braki te są efektem niskich zapasów węgla oraz rosnących jego cen, co powoduje straty elektrowni. Stąd nie są one zainteresowane zwiększaniem produkcji energii. Z powodu tych braków część zakładów przemysłowych musiała ograniczyć produkcję, w tym wśród firm zorientowanych na eksport. Pomimo problemów energetycznych informacje z ankiety PMI potwierdzają kontynuację spadku zamówień w przemyśle, w tym tych eksportowych. Indeks PMI dla usług w Chinach wzrósł natomiast we wrześniu do 53,2 pkt z 47,5 pkt na fali poprawy sytuacji epidemicznej w tym kraju. Informacje z sektora przemysłowego dodatkowo zwiększają niepewność dotyczącą koniunktury w Chinach. Kraj ten zmagają się z nasilającymi się ostatnio problemami z nadmiernym zadłużeniem sektora nieruchomości, który ma relatywnie duże znaczenie dla tej gospodarki. Ponadto reformy ograniczające czas pracy mogą zmniejszać możliwości wytwórcze i podnosić jednostkowe koszty pracy. Stąd ryzyka w dół dla wrześniowej prognozy OECD, według której chiński PKB wzrośnie w 2021 r. o 8,5%, a w 2022 r. o 5,8% stają się coraz większe. W szczególności największe skutki miałyby pogłębienie trudności sektora nieruchomości, zważywszy na skalę jego zadłużenia, co miałyby globalne reperkusje.

Inflacja HICP w strefie euro

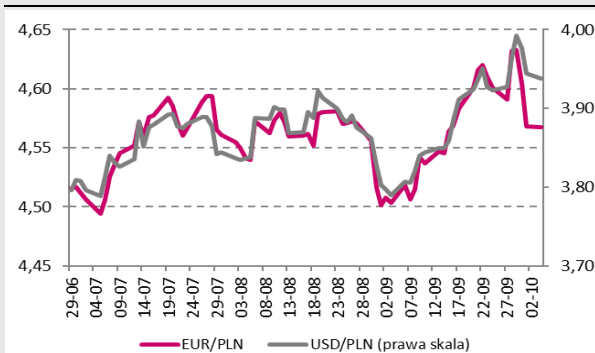
Inflacja HICP w strefie euro wzrosła we wrześniu według wstępnych danych do 3,4% r/r z 3,0% r/r, przewyższając o 0,1 pkt proc. oczekiwania rynkowe. Niezmiennie silnie wzrost cen napędzają ceny energii, przyspiesza także inflacja cen żywności. Ponadto wzrósł bazowy wskaźnik HICP - do 1,9% r/r z 1,6% r/r. Inflacja w strefie euro, podobnie jak na całym świecie napędzana jest przez czynniki podażowe, niemniej wydłużają się oczekiwania podwyższonej dynamiki cen. Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego stoi przed wyzwaniem dopasowania instrumentów polityki pieniężnej do przewidywanego środowiska inflacyjnego. Naszym zdaniem w najbliższych kwartalach ograniczą się one do kalibracji programów odkupu aktywów na rynkach finansowych bez zmian w poziomie stóp procentowych.

Inflacja PCE w USA

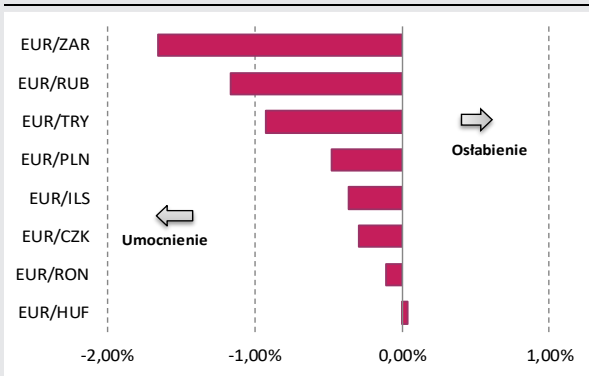
Deflator konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych, tj. podstawowa miara presji inflacyjnej dla Rezerwy Federalnej, wzrósł w sierpniu do 4,3% r/r z 4,2% r/r w lipcu. Wskaźnik bazowy wyłączający ceny żywności i energii ustabilizował się natomiast na poziomie 3,6% r/r znacząco przewyższając średniookresowy cen inflacyjny wynoszący średnio 2,0% r/r. Globalna deflacja nie omija Stanów Zjednoczonych napędzana rosnącymi kosztami surowców i produktów przemysłowych, a także w niektórych sektorach dynamicznie rosnącymi płacami. W takich warunkach nie zmieniają się perspektywy początku normalizacji polityki pieniężnej w USA jeszcze w tym roku w formie stopniowej redukcji programu skupu aktywów, która ma dokonać się do połowy przyszłego roku.

Rynek walutowy

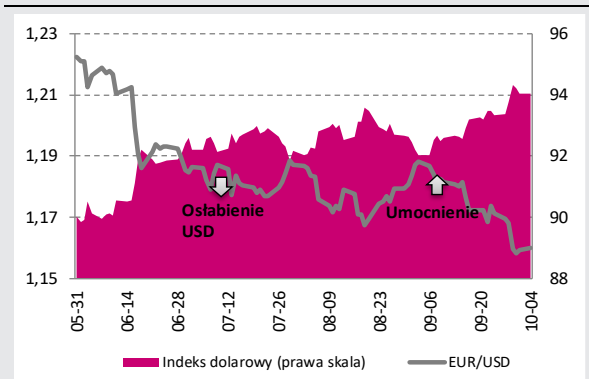
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



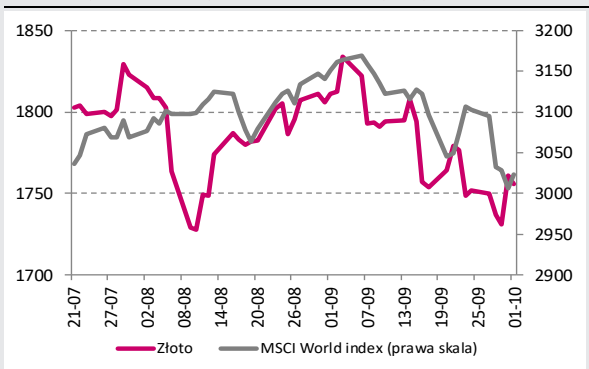
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



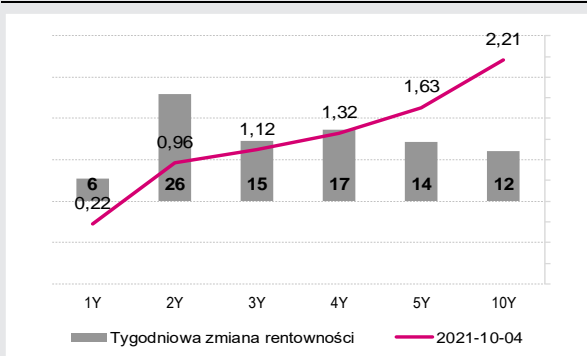
Źródło: Refinitiv

Ostatnie dni na rynku złotego były prawdziwym rollercoasterem emocji. W pierwszej połowie ubiegłego tygodnia kurs EUR/PLN sięgnął półrocznego maksimum na poziomie 4,64, w ślad za pogorszeniem nastrojów globalnych. W drugiej połowie zaś - po publikacji krajowych wyższych od konsensusu danych o inflacji CPI - rynek zdecydowanie nasilił swoje oczekiwania dotyczące rychłej normalizacji polityki pieniężnej w Polsce. Konsekwencją był silny spadek par złotych. Kurs EUR/PLN zanurkował poniżej bariery 4,57. Od poziomu 4,00 odwróciły się zaś notowania USD/PLN. Poza danymi inflacyjnymi wsparciem dla złotego była ponadto jastrzębia narracja opisu z ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej oraz zgłoszony we wrześniu wniosek o agresywną podwyżkę stóp procentowych. Na rynkach bazowych miniony tydzień był czasem wzrostu wartości dolara do euro. Kurs EUR/USD po kilku wcześniejszych nieudanych próbach finalnie złamał barierę 1,1680 i obniżył się o centa z uwagi na słabsze nastroje rynkowe.

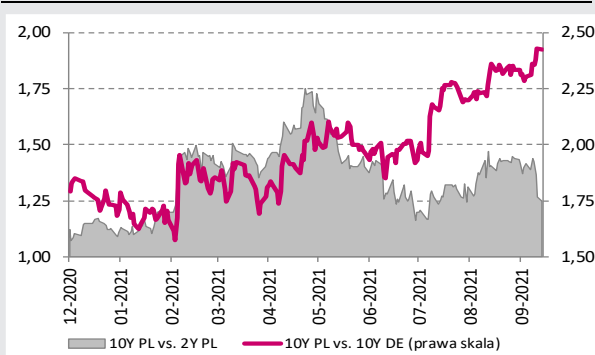
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Ten tydzień (a być może i większość października) w notowaniach złotego „ustawi” zbliżające się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (środa) oraz konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (czwartek). Od zaprezentowanej retoryki uzależniamy podtrzymanie rynkowych oczekiwań stojących za bieżącą siłą polskiej waluty, a więc prawdopodobieństwo listopadowej podwyżki stóp procentowych. O ile dostrzegamy rosnące szanse dla realizacji naszego scenariusza (sygnalne +15 bps wzrostu kosztu pieniądza w przyszłym miesiącu), to kluczowe dla krótkoterminowych perspektyw złotego będą wypowiedzi A.Głapińskiego przy czym poprzednie utrzymane były w wyraźnie łagodnym tonie. Wszystko to sprawia, że trudno jest określić kierunek notowań złotego w tym tygodniu. Mamy natomiast przekonanie co do tego, iż najbliższe dni - w szczególności druga połowa tygodnia - powinny obfitować w rynkową zmienność (w szczególności w przypadku schłodzenia oczekiwań na tegoroczną podwyżkę kosztu pieniądza). Jakikolwiek najmniejszy zwrot bankierów centralnych w jastrzębią stronę (nasz scenariusz bazowy) będzie stanowił fundament dla podtrzymania umocnienia złotego.
USD/PLN	↓	Przed nami ciekawe dni w notowaniach USD/PLN. Liczymy bowiem na zmienność zarówno złotego jak i - na koniec tygodnia - także dolara. W rezultacie pewnym można być jedynie podbicia amplitudy wahań. Kierunkowo zaś przebieg notowań USD/PLN uzależniony będzie przede wszystkim od obranej przez Radę Polityki Pieniężnej narracji (noga złotowa w notowaniach USD/PLN) oraz wymowy danych z amerykańskiego rynku pracy (noga dolarowa kursu USD/PLN). Za scenariusz bazowy uznajemy jednak spadek pary USD/PLN w tym tygodniu.
EUR/USD	↑	Uważamy, iż krótkoterminowy eurodolar znalazł punkt podparcia na poziomie 1,16 i wokół niego oczekiwać będzie na wpływające w tym tygodniu dane z amerykańskiego rynku pracy. Kluczowa będzie tradycyjnie wymowa piątkowej publikacji payrolls i to ona - według nas - zdecyduje o perspektywach dolara. Liczymy w ślad za konsensem, iż piątek nie przyniesie rozczarowań w tej kwestii. Z drugiej jednak strony rynkowa wycena pozostaje nakierowana w swoich oczekiwaniach na rozpoczęcie ograniczania programu skupu aktywów w USA w listopadzie i dobre dane tylko to potwierdzą. Widzimy zatem przestrzeń do niewielkiego wzrostu pary EUR/USD na zasadzie kupuj plotki sprzedawaj fakty. Tym bardziej, iż w ostatnich dniach EUR/USD udowodnił duży opór w podjęciu spadków.

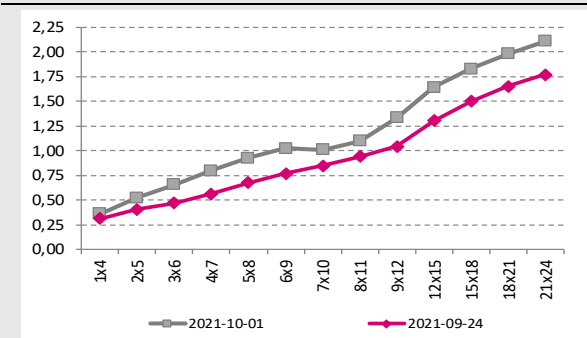
Rentowność obligacji krajowych [%]



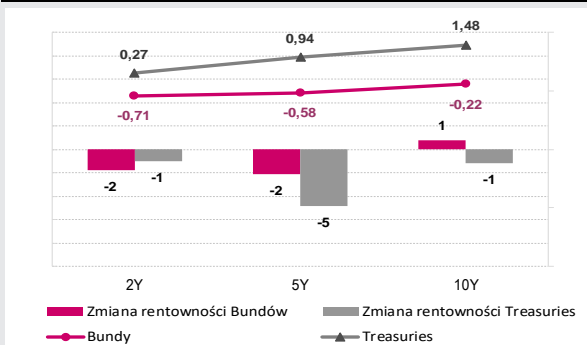
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

O ile nasze oczekiwania co do kierunku zmian dochodowości w ubiegłym tygodniu były poprawne, to ich zakres był nieco zaskakująco. Liczyliśmy bowiem na pozytywną niespodziankę w danych o inflacji CPI. Zdecydowała ona o potężnych zmianach na krajowej krzywej. Aż o 26 bps do 0,96%, a więc półtora rocznego maksimum wzrosła dochodowość 2-latki. W obliczu „zaledwie” 12 bps wyższej rentowności 10-latki (do 2,21%) skutkowało to solidnym wypłaszczeniem krzywej. Wyraźnie wyższowały ponadto notowania kontraktów IRS i FRA. Co ciekawe na bazowych rynkach długu miniony tydzień był czasem - w większości - spadków dochodowości, które były jednak znikome. Rynek wszedł w fazę stabilizacji po dynamicznych wyżkach rentowności w drugiej połowie września.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) ↑	Do czasu wyjaśnienia się perspektyw polityki pieniężnej w Polsce tj. zakończenia posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej i konferencji prezesa Narodowego Banku Polskiego nie liczymy na większą zmienność polskiego rynku długu skarbowego. Rentowności obligacji przebyły bowiem długą drogę w ostatnich dniach dyskontując rychłą normalizację polityki pieniężnej w Polsce pod wpływem kolejnej niespodzianki w górę w danych inflacyjnych. Liczymy, iż w tym tygodniu RPP i prezes A.Głapiński dokonają niewielkiego zwrotu jastrzębiego zwrotu, który podtrzyma rynkowy scenariusz, a tym samym i wyższej dochodowości. Przestrzeń do kontynuacji wzrostów - w takim scenariuszu - istnieje, choć jest niewielka i wymagać będzie także spadków cen długu na rynkach bazowych, w szczególności na rynku niemieckim.
10Y DE (%) ↑	Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bundów w tym tygodniu zakładają jego dalszą niewielką wyżkę motywowaną rosnącą presją inflacyjną, która stopniowo zaczyna odciskać swoje piętno w narracji największych banków centralnych świata. Przestrzeń do wyżki jest jednak niewielka. Uwolnić ją w tym tygodniu mogą natomiast dobre dane z amerykańskiego rynku pracy.
10Y US (%) ↑	Ceny amerykańskich obligacji maleją w ślad za wzrostem oczekiwań na rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej Fed jeszcze w tym roku (redukcja programu QE). Liczymy, iż w tym tygodniu dane z amerykańskiego rynku pracy podtrzymają oczekiwania rozpoczęcia taperingu w USA w listopadzie i będą głównym argumentem za dalszą wyżką dochodowości Treasuries.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 04 października					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Październik	19.6		
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m fin.	USA	Sierpień	0.5%	1.8%	
Wtorek 05 października					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	60.8	56.0	
10:00 PMI w usługach	EZ	Wrzesień	59.0	56.3	
11:00 Inflacja PPI r/r	EZ	Sierpień	12.1%		
15:45 PMI w usługach	USA	Wrzesień	61.7	61.3	
16:00 ISM w usługach	USA	Wrzesień			
Środa 06 października					
08:00 Zamówienia w przemyśle NSA r/r	Niemcy	Sierpień	20.9%		
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Październik	0.1%	0.1%	0.1%
11:00 Sprzedaż detaliczna WDA r/r	EZ	Sierpień	3.1%		
14:30 Raport ADP	USA	Wrzesień	374k	480k	
Czwartek 07 października					
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Wrzesień			
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	01 października	362k		
Piątek 08 października					
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Wrzesień	235k	500k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Wrzesień	5.2%	5.1%	
Poniedziałek 11 października					

Brak istotnych publikacji

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	4,2	6,2
Stopa bezrobocia	5,2	6,2	6,0	5,6	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	5,9	5,8	6,0
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,4	4,6	4,4	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	5,4	5,8
Ropa naftowa Brent **	64,6	43,3	67,4	65,9	51,2	33,6	43,3	45,3	61,1	68,1	72,9	79,4
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	0,25	1,00	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	0,18	0,35
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	0,43	1,00	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,24	0,43
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	0,45	1,10	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,31	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	0,48	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	2,02	2,20
EUR/PLN	4,26	4,45	4,40	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,66	4,53	4,58	4,52
USD/PLN	3,80	3,65	3,60	3,65	4,15	3,98	3,85	3,65	3,98	3,76	3,93	3,80
GBP/PLN	5,00	5,13	5,05	4,95	5,11	4,89	4,94	5,13	5,47	5,26	5,35	5,25
EUR/USD	1,12	1,22	1,22	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,21	1,17	1,19
EURIBOR 3M	-0,41	-0,53	-0,51	-0,50	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,54	-0,56	-0,54
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,30	0,60	1,35	0,30	0,23	0,25	0,19	0,16	0,13	0,20

* 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.