

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

18 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

Nowy tydzień rozpoczęły chińskie dane dotyczące między innymi niższego od oczekiwań tempa wzrostu gospodarczego w trzecim kwartale. Nastroje pozostają mieszane, gdyż w obliczu utrzymujących się wzrostów cen ropy naftowej nadal dominują obawy stagflacyjne. W tym tygodniu poznamy szereg informacji ze światowej gospodarki (szczególnie interesująco wypada piątek). Regionalnie zaś liczyć się będzie decyzja banku centralnego Węgier, który ponownie może podnieść stopy procentowe. Liczne dane będą też publikowane w krajowej gospodarce. We wtorek odbędzie się natomiast debata w Parlamencie Europejskim nt. sytuacji w Polsce w kontekście sporu o praworządność. Doniesienia medialne sugerują zbliżające się porozumienie UE - Polska w sprawie odblokowania funduszy z Krajowego Planu Odbudowy, co byłoby pozytywne dla złotego. Póki co kurs EUR/PLN fluktuuje nieco poniżej poziomu 4,57. Liczymy, iż w przypadku poprawy sentymentu inwestycyjnego notowania kierować się będą w stronę bariery 4,54.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

### Seria danych z krajowej gospodarki

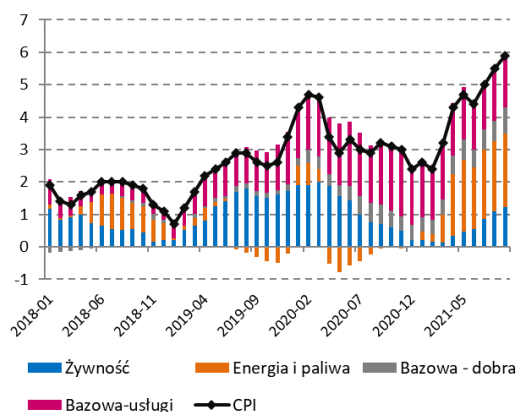
Ten tydzień będzie obfitował w publikację danych makro z krajowej gospodarki. We wtorek podane zostaną dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw, które powinny przynieść dalsze wyhamowanie dynamiki przeciętnego zatrudnienia, a także spowolnienie wzrostu płac. Sytuacja na rynku pracy stabilizuje się i wzrost popytu na pracę wyhamowuje, na co wpływ mogą mieć zaburzenia produkcji wywołane problemami z zaopatrzeniem i utrudniony dostęp do pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Dynamika płac nieznacznie wyhamuje we wrześniu, po jej wyraźnym przyspieszeniu w poprzednim miesiącu, jednak spadające bezrobocie i wysoka inflacja mogą wspierać narastanie presji płacowej w średnim okresie. W kolejnych dniach publikowane będą dane ze sfery realnej polskiej gospodarki (produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, a także sprzedaż detaliczna). Aktywność ekonomiczna osłabła względem poprzedniego miesiąca, na co wpływ miała m.in. mniej korzystny niż w sierpniu efekt kalendarza. Na wyniki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej wpływ mogły mieć także zaburzenia w łańcuchach dostaw. Gospodarka wciąż utrzymuje się jednak na ścieżce wzrostu, choć dynamika PKB wyhamowuje po wyraźnym zrywku w 2Q, co było scenariuszem spodziewanym.

### W tym tygodniu wstępne dane PMI m.in. dla strefy euro i USA

W piątek poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla strefy euro, a także dla Stanów Zjednoczonych w październiku. Oczekuje się spadku wskaźników dla przemysłu w obu gospodarkach, choć silniejszego dla Eurogrupy, która bardziej odczuwa skutki „wąskich gardel” w światowym sektorze wytwórczym. W przypadku usług konsensus prognoz wskazuje na spadek indeksu dla strefy euro i niewielki wzrost dla Stanów Zjednoczonych. Indeksy PMI zarówno dla przemysłu jak i usług najpewniej utrzymają się jednak wyraźnie powyżej neutralnego poziomu 50,0 pkt wskazując na dalszy wzrost tych gospodarek, choć wolniejszy niż w poprzednich miesiącach.

## Wykres tygodnia

Inflacja CPI jej struktura (% r/r)



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Inflacja CPI we wrześniu ponownie zaskoczyła w górę rosnąc do 5,9% r/r. Wzrosty cen mają szeroki zakres, a uwagę zwraca coraz większa kontrybucja bazowego komponentu inflacji towarów (+2,5% r/r). Wskazuje to, iż rosnące koszty produkcji w warunkach mocnej konsumpcji coraz silniej przeliczone są na ceny konsumentów. Inflacja w coraz większym stopniu ma charakter popytowy, a łagodna polityka pieniężna potęguje inflacyjne skutki ograniczeń podaży.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5675	-0,5%
USD/PLN	3,9416	-0,6%
CHF/PLN	4,2598	-0,5%
EUR/USD	1,1594	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,57	2
WIBOR 3M	0,69	3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,78	26
5Y	2,26	15
10Y	2,70	18

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,17	20
5Y	2,56	14
10Y	2,78	13

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,13	-4
US 10Y	1,60	-5

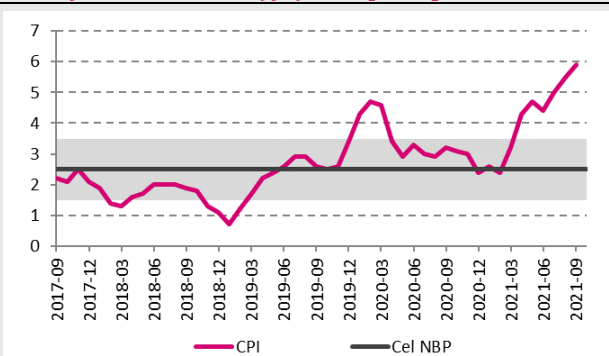
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	7452	0,1
S&P 500	4471	1,8
Nikkei 225	29025	1,9

Źródło: Refinitiv

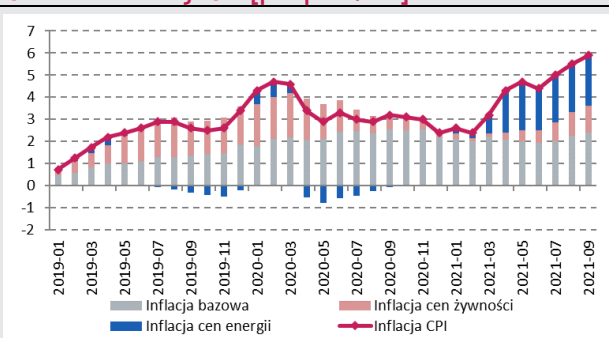
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

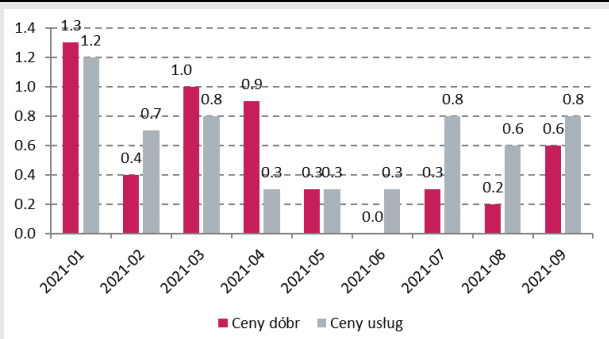
Inflacja CPI i cel inflacyjny NBP [% r/r]



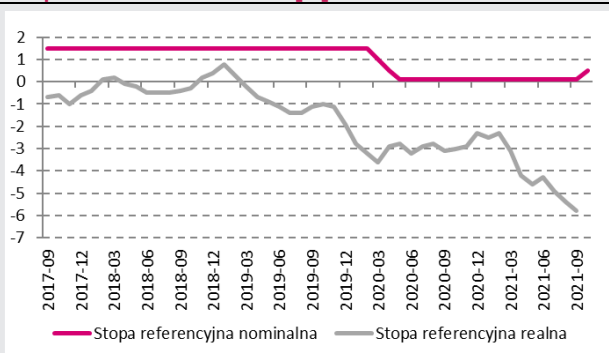
Struktura inflacji CPI [pkt proc. r/r]



Inflacja cen dóbr i usług [% m/m]



Stopa nominalna i realna [%]



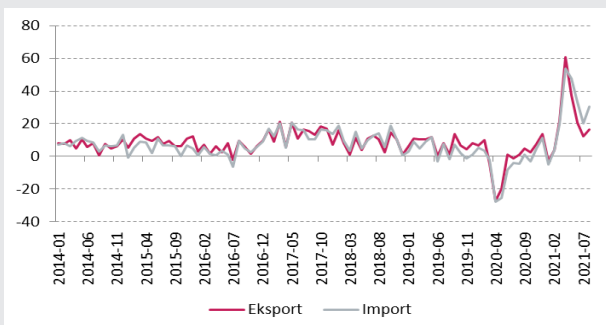
### Wstępne dane o inflacji CPI we wrześniu zostały zrewidowane w górę...

Według finalnych wyliczeń GUS inflacja CPI wyniosła we wrześniu 5,9% r/r, nieco więcej niż wstępny szacunek na poziomie 5,8% r/r. To drugi z rzędu miesiąc, kiedy finalny odczyt inflacji jest wyższy niż wstępny szacunek z początku miesiąca. W samym wrześniu ceny konsumenta wzrosły aż o 0,7% m/m. Ceny paliw miały we wrześniu najsilniejszy wpływ na przyspieszenie inflacji, jednak presja cenowa ma szeroki zakres i obejmuje znaczną część koszyka inflacyjnego. Według naszych szacunków inflacja bazowa, liczona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do ok. 4,2% r/r. Warto przy tym odnotować, że stabilizuje się inflacja cen usług (6,6% r/r we wrześniu, podobnie jak w sierpniu), natomiast przyspiesza wyraźnie inflacja towarów, która obecnie wynosi 5,6% r/r. To częściowo efekt wyższej cen energii, paliw i żywności, niemniej także ceny w bazowym komponencie towarów rosną ok. 2,5% r/r. Wyraźnie widać to na przykładzie poszczególnym składowych koszyka inflacyjnego, które w przeszłości obniżały inflację lub miały neutralny wpływ (ceny odzieży i obuwia, sprzętu audiowizualnego, czy środków transportu), a obecnie ich ceny podwyższają inflację, co niewątpliwie jest efektem nasilających się ograniczeń podaży i rosnących cen kosztów produkcji, które przenoszone są na ceny konsumenta. Proces ten nas nie dziwi, ponieważ był on sygnalizowany przez przedsiębiorców w badaniach koniunktury. Indeksy 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). Z tego też powodu nie uważamy, że inflacja ma obecnie charakter stricte podaży. Co prawda znaczna część obecnego wzrostu inflacji związana jest z czynnikami podaży i regulacyjnymi, jednak łagodna polityka pieniężna i fiskalna potęgują proinflacyjne efekty ograniczeń podaży w gospodarce. Perspektywy inflacji pozostają niekorzystne i już październikowy odczyt inflacji zapewne przekroczy kolejną psychologiczną granicę na poziomie 6,0% r/r. Poza presją popytową, w kierunku wyższej inflacji działają będą rosnące na rynkach międzynarodowych ceny ropy naftowej i gazu, których negatywny wpływ na inflację potęguje słaby złoty. W październiku inflację podbije dodatkowo zapowiedziana podwyżka cen gazu i trend ten będzie kontynuowany w przyszłym roku. W 2022 r. wzrosną także ceny wyrobów alkoholowych i tytoniowych w następstwie zapowiedzianej podwyżki akcyzy. Z tego powodu inflacja wzrośnie o ok. 0,2 pkt. proc.

### ...i utwierdzają przekonanie, że październikowa podwyżka to początek cyklu zacieśniania warunków monetarnych

Opublikowane dane utwierdzają oczekiwania, iż październikowa podwyżka stóp procentowych jest początkiem cyklu zacieśniania warunków monetarnych. Aktualny poziom stóp procentowych nadal oceniamy jako nieadekwatny do oczekiwanej ścieżki inflacji i PKB, szczególnie w kontekście wciąż ekspansywnej polityki fiskalnej. Pomimo podwyżki stóp procentowych w październiku, polityka pieniężna w Polsce pozostaje silnie akomodacyjna, a poziom stóp procentowych w Polsce jest najniższy spośród krajów Europy środkowo-Wschodniej. Uważamy, że w listopadzie RPP wstrzyma się z podwyżką, ponieważ październikowa dość agresywna jak na to gremium podwyżka da chwilę oddechu gotębiej frakcji Rady. Dane inflacyjne, które będą publikowane w najbliższych miesiącach (na początku przyszłego roku inflacja CPI powinna znajdować się w przedziale 6,5-7,0% r/r) nie będą jednak dawały komfortu zwolennikom jednorazowego dostosowania stóp procentowych. Dlatego też uważamy, że na początku przyszłego roku proces podwyżek stóp procentowych będzie wznowiony. Ze względu na złą komunikację banku centralnego termin najbliższej podwyżki stóp procentowych obarczony jest dużą niepewnością, niemniej w średnim okresie kierunek zmian stóp procentowych jednoznacznie skierowany jest w górę i w przyszłym roku stopa referencyjna wróci w naszej ocenie do poziomu przed wybuchu kryzysu, tj. 1,50%. Czynnikiem, który może spowolnić tempo dostosowania polityki pieniężnej jest ewentualny rozwój pandemii, który doprowadzi do ponownego wprowadzenia lockdownów, choć w tym momencie jest to scenariusz alternatywny.

## Eksport i import wg danych bilansu płatniczego [EUR, % r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, Parkiet

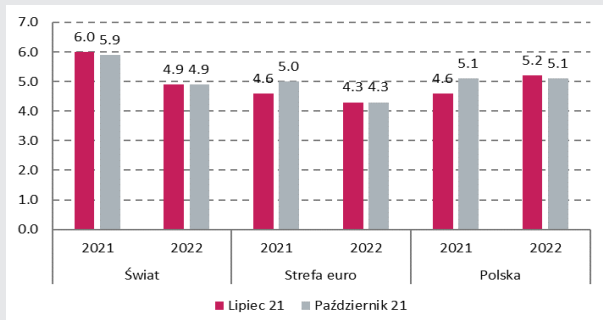
## „Wąskie gardła” w globalnym przemyśle ograniczają ekspansję eksportu

Saldo na rachunku obrotów bieżących wyniosło w sierpniu -1686 mln EUR wobec -1551 mln EUR miesiąc wcześniej. Jest to drugi miesiąc w tym roku, gdy odnotowano deficyt na rachunku bieżącym. Źródłem pogorszenia względem wcześniejszych odczytów jest głównie deficyt na rachunku obrotów towarowych z zagranicą, który w sierpniu pogłębił się do 1413 mln EUR. Dane te odzwierciedlają bieżące procesy gospodarcze: ekspansja eksportu z Polski hamowana jest przez „wąskie gardła” w globalnym przemyśle oraz jednocześnie rośnie wartość sprowadzanych do polski surowców energetycznych z powodu wysokich ich cen. Pogorszenie salda handlu towarami miało miejsce pomimo przyspieszenia w sierpniu wzrostu eksportu i importu, odpowiednio (licząc w EUR) do 19,4% r/r z 13,1% r/r w lipcu oraz do 32,9% r/r z 21,5% r/r. Odnotujemy, że wzrosty dynamik r/r były oczekiwane m.in. z powodu dodatniej różnicy r/r w liczbie dni roboczych. Spodziewamy się, że w danych z kolejnych miesięcy będzie widoczne pogłębienie się deficytu na rachunku C/A. Wskaźniki koniunktury w przemyśle wskazują bowiem na spadające zamówienia z zagranicy, zwłaszcza w przypadku dóbr pośrednich i kapitałowych, co biorąc pod uwagę mocny popyt odzwierciedla pogłębienie zatorów w dostawach w sektorze. Jednocześnie ceny surowców energetycznych nadal rosną napędzając wartość nominalną importu do Polski. Oczekujemy, że roczne saldo obrotów bieżących w całym 2021 r. wyniesie ok. 0,7% PKB wobec 3,5% PKB w 2020 r. Naszym zdaniem rachunek bieżący nie będzie najważniejszą zmienną przy decyzjach dotyczących polityki pieniężnej w Polsce. Czynniki stóp procentowych będzie oddziaływał na aprecjację kursu walutowego, aczkolwiek nie na tyle, aby ograniczyć konkurencyjność krajowego eksportu. Spodziewamy się, że przez najbliższe miesiące Rada Polityki Pieniężnej będzie skupiała się na ocenie skutków październikowej podwyżki oraz przyglądała się inflacji i jej przełożeniu na wzrost wynagrodzeń.

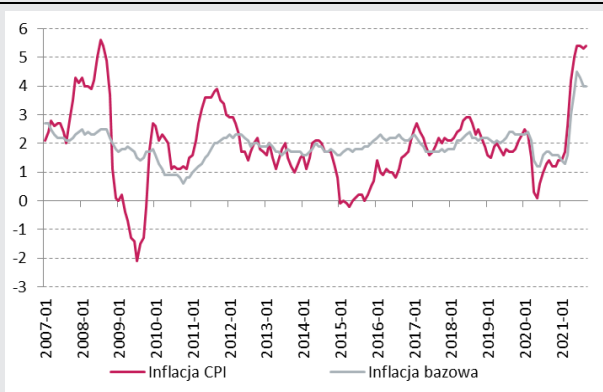


## Makro - zagranica

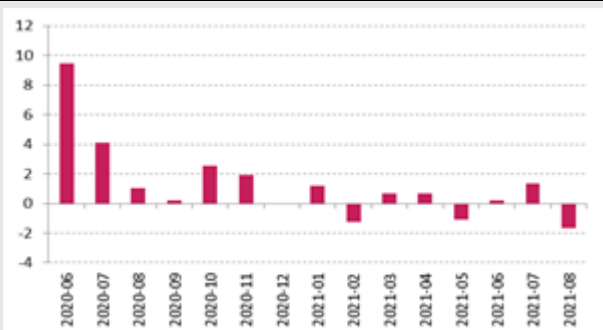
### Prognozy PKB Międzynarodowego Funduszu Walutowego [%]



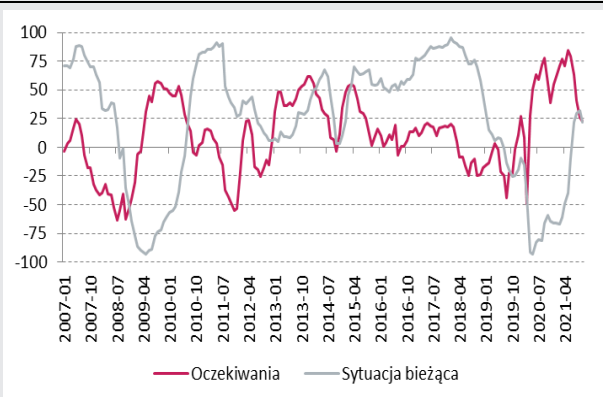
### Inflacja CPI i bazowa w Stanach Zjednoczonych [% r/r]



### Produkcja przemysłowa w strefie euro [sa, % m/m]



### Wskaźniki instytutu ZEW [pkt]



### Stabilne oczekiwania dotyczące globalnego wzrostu gospodarczego

Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył nieznacznie prognozę globalnego wzrostu PKB w 2021 r. do 5,9% z 6,0% pozostawiając oczekiwania dla 2022 r. na poziomie 4,9%. Raport wskazuje, że z jednej strony pogorszyły się perspektywy części gospodarek rozwijających się ze względu na trudną sytuację epidemiczną, a także dla gospodarek rozwiniętych, gdzie silniejszym problemem niż poprzednio stały się „wąskie gardła” w przemyśle. Z drugiej strony wpływ tych czynników równoważy spodziewana poprawa wzrostu w krajach eksportujących surowce. MFW zaznacza, że bilans niepewności dla tych oczekiwań jest nadal skierowany w dół. W przypadku Polski prognozę wzrostu gospodarczego na 2021 r. podwyższono do 5,1% z 4,6%, a dla 2022 r. obniżono do 5,1% z 5,2%. Oczekiwania dla Polski są optymistyczne i bardzo zbliżone do naszego podstawowego scenariusza makro.

### Inflacja CPI w USA we wrześniu powyżej oczekiwań

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wzrosła we wrześniu do 5,4% r/r z 5,3% r/r miesiąc wcześniej, a więc była o 0,1 pkt proc. wyższa od konsensusu prognoz. Natomiast w ujęciu miesięcznym wyniosła ona 0,4% m/m. Wzrost m/m miał szeroki zakres i dotyczył zwłaszcza cen żywności i energii. Po wyłączeniu tych czynników, tj. bazyowy wskaźnik CPI wzrósł o 0,2% m/m (tj. 4,0% r/r), gdzie znacząco rosły opłaty za mieszkanie. Przedłużająca się wysoka inflacja w Stanach Zjednoczonych w warunkach szybko rosnących cen surowców, „wąskich gardel” w przemyśle i utrzymującym się w niektórych sektorach znaczącym wzrostem płac wpływa na zmianę oczekiwań, które wcześniej zakładały tylko „tymczasowość” podwyższonej dynamiki cen konsumpcyjnych.

### ...a początek taperingu coraz bliżej

Odczyt inflacji w USA za wrzesień wpisuje się zatem w narrację bankierów centralnych, którzy według opublikowanego wczoraj protokołu z wrześniowego posiedzenia FOMC wyrazili swoje obawy o dłuższy okres niż prognozowano wysokiej inflacji. Czynnikiem ten, wraz z dużo lepszą sytuacją na rynku pracy i solidną konsumpcją skłania do rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Według protokołu zmniejszanie (tapering) skali programu QE może rozpocząć się w połowie listopada lub grudnia. Program miałby być redukowany z obecnych 120 mld USD (co miesiąc) o 15 mld USD miesięcznie, co pozwoliłoby zakończyć QE w połowie przyszłego roku. Spodziewamy się, że ogłoszenie decyzji o taperingu nastąpi podczas najbliższego posiedzenia Fed zaplanowanego na 2-3 listopada.

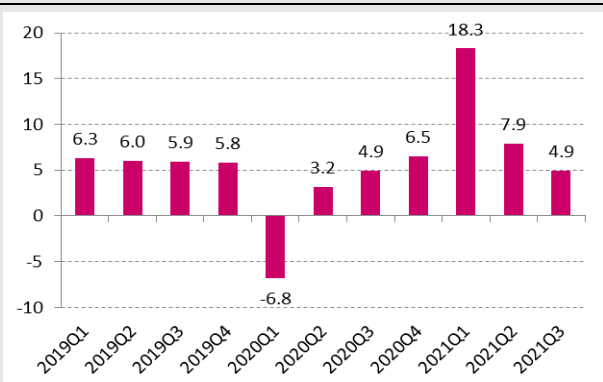
### Słabe dane z europejskiego przemysłu w sierpniu

Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w sierpniu o 1,6% m/m po wzroście o 1,4% m/m w lipcu, co okazało się odczytem bliskim konsensusowi prognoz. Mocny spadek odnotowano w Niemczech, który wyniósł aż 4,1% m/m, co wynika z niedoborów komponentów elektronicznych w produkcji, głównie w przemyśle motoryzacyjnym. Niemniej inne podsektory wytwórcze także cierpią z powodu niewystarczających dostaw oraz ich opóźnień. Czynniki te wpływają na wzrost cen produkcji, które są przerzucane na konsumentów, co z hamuje popyt. Ostatnie tygodnie przynoszą falę rewizji w dół prognoz wzrostu PKB w części krajów Eurogrupy, zwłaszcza dla Niemiec. Opublikowana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w ub. tygodniu prognoza wzrostu gospodarczego w tym kraju w 2021 r. wynosi 3,1% i jest niższa niż w lipcu o 0,5 pkt proc.

### Pogarszają się oczekiwania dla gospodarki niemieckiej

Według indeksu ZEW nastroje analityków i finansistów co do spodziewanej koniunktury w Niemczech pogorszyły się po raz piąty z rzędu, a odpowiadający mu indeks spadł do 22,3 pkt z 26,5 pkt we wrześniu. Autorzy raportu komentują, że „perspektywy gospodarcze dla niemieckiej gospodarki wyraźnie się pogorszyły. Dalszy spadek wskaźnika nastrojów gospodarczych ZEW wynika głównie z utrzymujących się wąskich gardel w dostawach surowców i półproduktów. Ekspert rynku finansowego spodziewają się spadku zysków, zwłaszcza w sektorach zorientowanych na

## Wzrost PKB w Chinach [% r/r]



Źródło: Macrobond

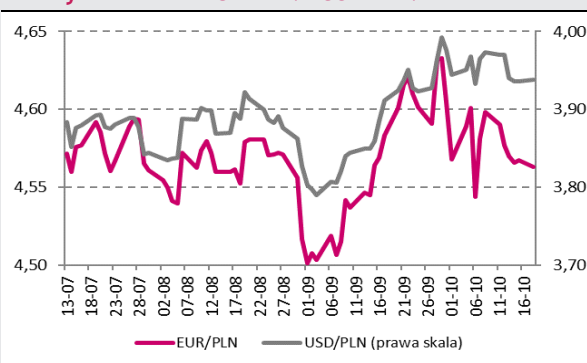
eksport, takich jak produkcja pojazdów i chemikalia/farmaceutyki”. Informacje te sygnalizują, że koniunktura w Niemczech pogarsza się na początku 4Q br. Problemy z „wąskimi gardłami” w przemyśle, rosnącymi cenami i słabszymi nastrojami konsumenckimi szybko nie ustąpią, co zwiększa ryzyko, że gospodarka niemiecka w 4Q br. znajdzie się w stagnacji, co ograniczałoby skalę wymiany handlowej Polski z tym krajem.

### PKB w Chinach w 3Q br. poniżej oczekiwań

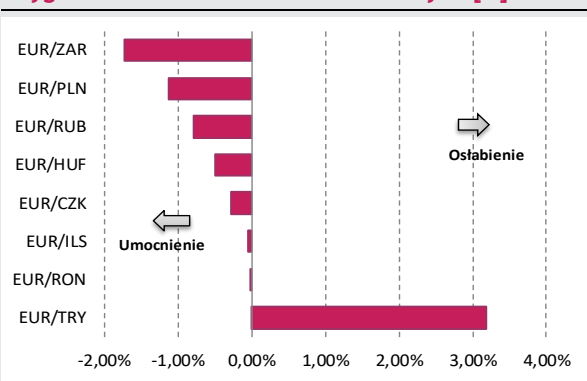
Produkt krajowy brutto w Chinach wzrósł w 3Q 2021 o 4,9% r/r po wzroście o 7,9% r/r w 2Q br. Dane te okazały się niższe od konsensusu prognoz, który wynosił 5,2% r/r. Natomiast w odniesieniu do 2Q 2021 PKB wzrósł tylko o 0,2% kw/kw. Gospodarka chińska odrobiła bardzo szybko straty wywołane epidemią. Obecnie jednak piętrzą się nad nią problemy dotyczące braku wystarczającej ilości energii elektrycznej, głównie dla przemysłu, zadłużenia w sektorze nieruchomości, a także miejscowych wzrostów zachorowań na COVID-19 obniżających skłonność do konsumpcji. Problemy te przedłużają się na 4Q br., co najpewniej skutkować będzie dalszym spowolnieniem wzrostu PKB w tym kraju. W najnowszej rundzie progностycznej Międzynarodowy Fundusz Walutowy oczekuje wzrostu gospodarczego w Państwie Środka w 2021 r. wynoszącego 8,0% r/r, choć rosną ryzyka dla słabszego odczytu.

## Rynek walutowy

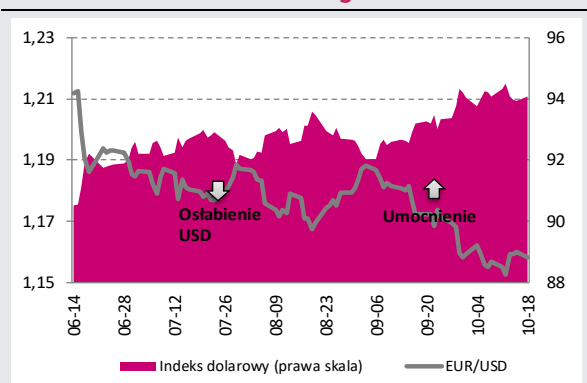
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



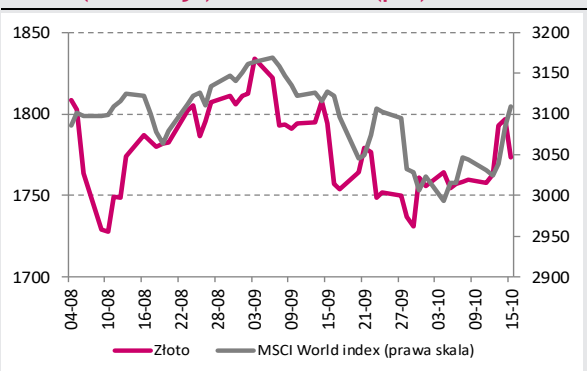
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



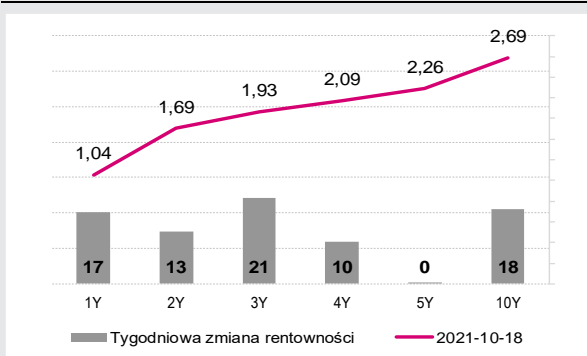
Źródło: Refinitiv

Miniony tydzień przyniósł niewielkie, acz systematyczne umocnienie złotego w relacji do euro. Kurs EUR/PLN, który rozpoczynał omawiany okres na poziomie zbliżonym do bariery 4,60 zakończył go około 5 groszy niżej. Źródłem umocnienia polskiej waluty raz jeszcze były nasilone oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Sprzyjała im między innymi rewizja w górę danych o inflacji CPI za wrzesień. Nieco na drugi plan zeszyły natomiast ryzyka polityczne ciężące na wycenie polskiej waluty. Spór z Unią Europejską dotyczący praworządności, którego zakładnikiem pozostaje akceptacja Krajowego Planu Odbudowy, eskalował po niedawnej decyzji Trybunału Konstytucyjnego o uznaniu nadrzędności prawa polskiego nad europejskim. Na globalnych rynkach walutowych ostatnie dni były czasem relatywnej stabilizacji eurodolara w przedziale 1,1520 - 1,1630 i fluktuacji kursu EUR/CHF wokół poziomu 1,0730. W naszej ocenie rynkowy spokój świadczy o zdyskontowaniu wielu potencjalnych czynników przemawiających za zmiennością (normalizacja polityki pieniężnej w USA, polityczne porozumienie w sprawie limitu zadłużenia Stanów Zjednoczonych czy globalny przebieg pandemii). Rynek w fazie stabilizacji wyczekuje obecnie na nowe impulsy.

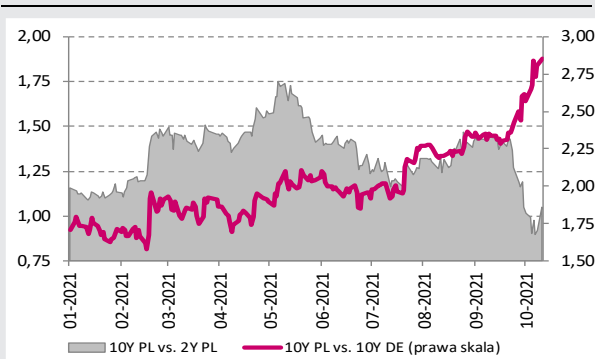
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Liczymy na umocnienie złotego do euro w nadchodzących dniach motywowane utrzymującymi się oczekiwaniami na szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce (sprzyjają im poniedziałkowe wypowiedzi jednego z członków Rady Polityki Pieniężnej), szansą na przetłamanie impasu w relacjach z Unią Europejską (media donoszą o możliwym kompromisie w sprawie Krajowego Planu Odbudowy i kwestii praworządności) oraz stabilizacji nastrojów globalnych. Liczne krajowe dane makroekonomiczne tego tygodnia powinny pozostawać neutralne nawet w sytuacji, gdy nasze niższe od konsensusu prognozy produkcji przemysłowej, czy sprzedaży detalicznej zrealizują się. Wsparcie w oczekiwaniu umocnienia polskiej waluty stanowi także analiza techniczna, zgodnie z którą kurs EUR/PLN powinien odbić się od górnego ograniczenia kanału spadkowego (4,57) i zacząć kierować w kierunku psychologicznej bariery 4,50.
USD/PLN	↔	Niezmienne uważamy, iż kurs USD/PLN powinien stopniowo oddalać się od poziomu 4,0 choć obecnie bliżej notowaniom do przejścia w tryb horyzontalny niż spadkowy. Widzimy bowiem, iż poziomu 3,9264 tworzy dość skuteczny opór przed silniejszymi spadkami. Nasze oczekiwania na ten tydzień to zatem relatywnie niewielka zmienność pary USD/PLN i skupienie się notowań na poziomie 3,95.
EUR/USD	↓	Uważamy, iż dolarowi brakuje argumentów za bardziej zdecydowanym zejściem poniżej poziomu 1,16. Trendy globalne pozostają jednak w mocy i to one (obawy stagflacyjne) powinny zdecydować o dalszej, lecz ograniczonej presji na umocnienie dolara. W rezultacie, kurs EUR/USD może łagodnie zniżkować próbując dotrzeć w okolice 1,1520, jednak ruchy te nie muszą być trwałe. Kalendarium istotnych publikacji na ten tydzień jest dość rozbudowane (w szczególności w piątek) i może wpłynąć nieco na zmienność notowań, które w ostatnich dniach brakowało.

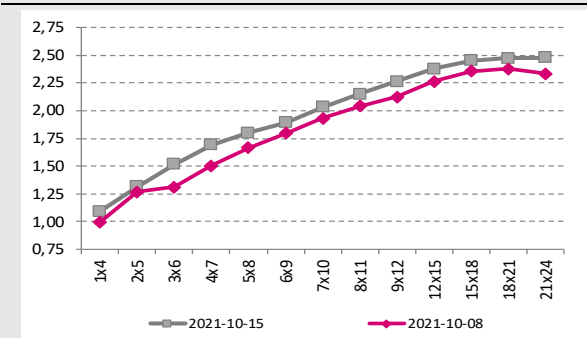
## Rentowność obligacji krajowych [%]



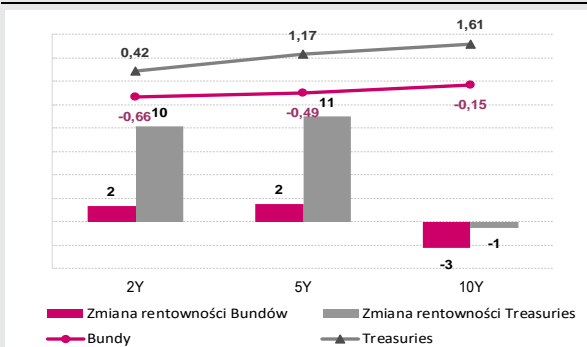
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

## Rynek obligacji

Rentowności krajowego długu kontynuowały wzrosty w ubiegłym tygodniu, mimo iż już na początku października zanotowały spektakularne zwwyżki. Nadal motorem zmian wyceny skarbowych papierów wartościowych wzdłuż całej krzywej pozostają agresywne oczekiwania dotyczące podwyżek stóp procentowych w Polsce (jeszcze w tym roku). Tylko w ostatnich pięciu dniach dochodowość 10-latkki wzrosła o 18 bps do 2,69% do najwyższego poziomu od czerwca 2019 roku. Podobnie jak w przypadku rynku walutowego tak i na rynku długu wsparciem w trendzie była rewizja w górę inflacji CPI we wrześniu. Bazowe rynki długu - w przypadku długiego końca krzywej - były natomiast dość stabilne, co skutkowało dalszym wzrostem spreadu polskiej i niemieckiej/amerykańskiej 10-latkki.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	<p>↔</p> <p>Oczekiwania rynkowe dotyczące kolejnych ruchów Rady Polityki Pieniężnej stoją w kontrze do narracji prezesa NBP sugerująca postawę wait-and-see do końca bieżącego roku. Rynek pozostając zaskoczony październikową podwyżką stóp procentowych nie zamierza istotnie chłodzić swoich oczekiwań tym bardziej, iż - tak jak dziś - napotyka na jastrzębie komentarze niektórych przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej. W rezultacie, presja na wzrost rentowności na krajowym rynku utrzymuje się. Trudno jednak znaleźć argumenty za kontynuacją wzrostu dochodowości, gdyż wycenione w horyzoncie przyszłego roku podwyżki stóp procentowych są w naszej ocenie agresywne. Uważamy zatem, iż przed nami tydzień uspokojenia wyceny skarbowych papierów wartościowych. Ryzykiem pozostaje fakt, iż rynek stopy procentowej boryka się z brakiem płynności, który po październikowej podwyżce stóp procentowych i odwołaniu przetargu zamiany obligacji przez Ministerstwo Finansów został dodatkowo spotęgowany.</p>
10Y DE (%)	<p>↔</p> <p>Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bunda w tym tygodniu zakładają jego czasową stabilizację motywowaną brakiem nowych impulsów i chęcią znalezienia krótkoterminowego punktu równowagi po okresie wcześniejszej dość dynamicznej zwwyżki dochodowości. Kalendarium istotnych wydarzeń tego tygodnia jest rozbudowane, lecz w naszej ocenie nie powinno istotnie wpływać na scenariusz polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego.</p>
10Y US (%)	<p>↑</p> <p>Rynek amerykańskich obligacji zdyskontował już wiele potencjalnych czynników wpływających na zmiany cen Treasuries. Oczekiwania co do bliskiego momentu rozpoczęcia wygaszania programu skupu aktywów pozostają żywe, lecz zostały uwzględnione w bieżącej wycenie. Uważamy, iż najbliższe dni przyniosą niewielką presję na wzrost dochodowości wynikającą z oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w USA w długim terminie. Zakres wzrostu dochodowości nie powinien być jednak istotny, choć systematyczny.</p>

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 18 października</b>					
04:00 PKB r/r	Chiny	Q3	7.9%	5.2%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Wrzesień	5.3%	4.5%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Wrzesień	2.5%	3.3%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Wrzesień	3.9%	4.1%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	0.4%	0.2%	
<b>Wtorek 19 października</b>					
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	0.9%	0.6%	0.6%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Wrzesień	9.5%	8.6%	8.9%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Październik	1.65%	1.80%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Wrzesień	1721k	1725k	
<b>Środa 20 października</b>					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	9.5%	10.0%	10.1%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	13.2%	8.2%	6.8%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Wrzesień	3.0%	3.4%	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Październik			
<b>Czwartek 21 października</b>					
10:00 Produkcja bud-mont. r/r	Polska	Wrzesień	10.2%	8.3%	7.6%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Wrzesień	5.4%	5.1%	4.8%
14:30 Liczba zasiłków dla bezrobotnych	USA	15 paź.	293k	310k	
<b>Piątek 22 października</b>					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	58.4	57.0	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Październik	56.2	55.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Październik	58.6	57.5	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Październik	56.4	55.5	
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Wrzesień	9.1%	8.6%	8.2%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Październik	60.7		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Październik	54.9		
<b>Poniedziałek 25 października</b>					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Październik	98.8		
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Wrzesień	5.8%	5.7%	

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



## Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	Q422
<b>PKB</b>	4,7	-2,7	5,3	5,3	-0,9	11,1	4,2	6,2	6,1	4,8	5,0	5,2
<b>Stopa bezrobocia</b>	5,2	6,2	5,9	5,6	6,4	5,9	5,6	5,9	6,0	5,5	5,4	5,6
<b>Inflacja CPI (% r/r) **</b>	2,3	3,4	4,7	5,0	2,7	4,5	5,4	6,3	6,3	5,4	4,6	4,0
<b>Ropa naftowa Brent **</b>	64,6	43,3	70,4	76,7	61,1	68,1	72,9	79,4	79,1	77,2	75,9	74,4
<b>Stopa referencyjna (%)</b>	1,50	0,10	0,50	1,50	0,10	0,10	0,10	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,63	0,20	0,50	1,60	0,18	0,17	0,18	0,60	0,85	1,15	1,25	1,60
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	0,65	1,75	0,21	0,21	0,24	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	0,25	0,76	1,80	0,25	0,25	0,31	0,88	1,10	1,35	1,55	1,80
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,50	0,02	1,65	2,00	0,09	0,43	0,48	1,65	1,75	1,85	1,95	2,00
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,07	1,30	2,65	3,00	1,56	1,65	2,02	2,65	2,75	2,80	2,90	3,00
<b>EUR/PLN</b>	4,26	4,45	4,52	4,30	4,66	4,53	4,58	4,52	4,45	4,40	4,35	4,35
<b>USD/PLN</b>	3,80	3,65	3,80	3,65	3,98	3,76	3,93	3,80	3,75	3,70	3,65	3,65
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,22	1,19	1,18	1,17	1,21	1,17	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
<b>EURIBOR 3M</b>	-0,41	-0,53	-0,54	-0,45	-0,55	-0,54	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	-0,47	-0,45
<b>LIBOR 3M USD</b>	1,91	0,25	0,20	0,45	0,19	0,16	0,13	0,20	0,25	0,30	0,35	0,45

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium \*\* średnio w okresie  
 Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.