

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

25 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

W rozpoczynającym się tygodniu o zachowaniu złotego zadecyduje miks czynników globalnych i krajowych. Za najważniejsze wydarzenie uznać należy posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, które będzie interesujące ze względu na fakt silnego wzrostu inflacji w strefie euro. Bankierzy centralni dyskutować będą na temat możliwej reakcji, a bazując na pojedynczych wypowiedziach członków Rady Prezesów EBC zdania co do konieczności działań ze strony banku są podzielone. Lokalnie zaś ciekawa będzie piątkowa publikacja wstępnych danych o inflacji CPI w Polsce. Jej dalszy wzrost zwiększy - i tak silną już presję - na polskie władze monetarne. Tym bardziej, iż oczekiwaniom listopadowej podwyżki stóp procentowych sprzyjają ostatnie wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej i to tych postrzeganych jako bardziej łagodnych w perspektywach polityki monetarnej. Przy braku nieoczekiwanych wydarzeń, wzrost kursu EUR/PLN powyżej bariery 4,60 powinien być w naszej ocenie jedynie przejściowy.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Inflacja w październiku powyżej 6% r/r

W piątek opublikowany zostanie szybki szacunek inflacji za październik, który według naszych szacunków przyniesie wzrost wskaźnika CPI do 6,3% r/r. Inflacja przekraczająca 6% ostatnio notowana była w czerwcu 2001 roku. Czynniki napędzającymi inflację pozostają rosnące ceny surowców, które w warunkach mocnego popytu przeliczane są na ceny konsumentów. Dlatego też uważamy, że obecna inflacja nie ma stricto charakteru popytowego. W minionym miesiącu dodatkowym czynnikiem proinflacyjnym była podwyżka cen gazu, która „dodała” do inflacji 0,1-0,2 pkt. proc. Dalsze narastanie inflacji oraz rosnące oczekiwania inflacyjne będą zwiększały presję na dalsze podwyżki stóp procentowych. Nie można wykluczyć, że już w listopadzie.

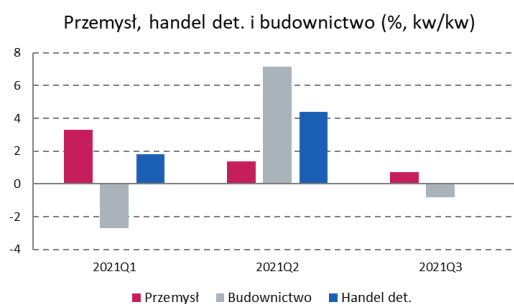
Październikowe posiedzenie EBC polem dyskusji przed zmianami w grudniu

W tym tygodniu odbędzie się decyzyjne posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Najprawdopodobniej nie przyniesie ono istotnych zmian w parametrach polityki monetarnej w strefie euro, może jednak ulec modyfikacji retoryka dotycząca perspektyw trwałości wysokiej inflacji. Z tego względu październikowe posiedzenie będzie polem dyskusji nad przyszłością programów skupu aktywów, zwłaszcza awaryjnego programu pandemicznego, który według obecnych planów ma wygasnąć do końca marca 2022 r. Zmiany w QE w strefie euro najpewniej będą jednak przedstawione w grudniu, wraz z nową projekcją makroekonomiczną, która pokaże wyższe prognozy inflacji w Eurolandzie.

Pierwsze wyliczenia PKB w USA i niektórych gospodarek europejskich

W czwartek o godz. 14:30 poznamy pierwsze wyliczenie PKB w Stanach Zjednoczonych w 3Q br. Według konsensusu prognoz wzrósł on o 2,8% kw/kw (SAAR - po odsezonowaniu i annualizacji) wobec 6,7% kw/kw SAAR kwartał wcześniej, a oczekiwania wolniejszego wzrostu wspiera wygaśnięcie wsparcia fiskalnego, wysoka inflacja, nasilenie pandemii oraz trudniejsza sytuacja popytowa w przemyśle. W piątek poznamy natomiast pierwszy szacunek PKB w 3Q w strefie euro. Oczekiwany jest jego wzrost o 1,9% kw/kw po wzroście o 2,2% kw/kw (po odsezonowaniu). Gospodarka europejska w okresie lipiec-wrzesień odrabiała straty po pandemii, zwłaszcza w usługach, aczkolwiek sytuacja w przemyśle nie pozwoliła w pełni „rozwinąć skrzydeł”.

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Pomimo wolniejszego wzrostu produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i budownictwa w 3Q br. dynamika PKB kw/kw najpewniej była zbliżona do 2,1% kw/kw (po odsezonowaniu) odnotowanych w 2Q br., ze względu na przyspieszenie największego sektora gospodarki, tj. usług. Podtrzymujemy prognozę PKB w 2021 r. na 5,3%.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6049	0,5%
USD/PLN	3,9513	0,0%
CHF/PLN	4,3075	0,8%
EUR/USD	1,1650	0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,59	2
WIBOR 3M	0,70	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,81	9
5Y	2,34	6
10Y	2,83	7

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,20	1
5Y	2,59	2
10Y	2,78	2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,09	7
US 10Y	1,66	8

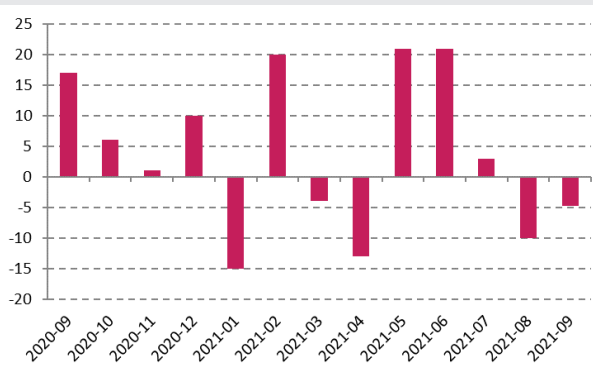
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	73822,2	-1,1
S&P 500	4544,9	1,6
Nikkei 225	28600,4	-1,5

Źródło: Refinitiv

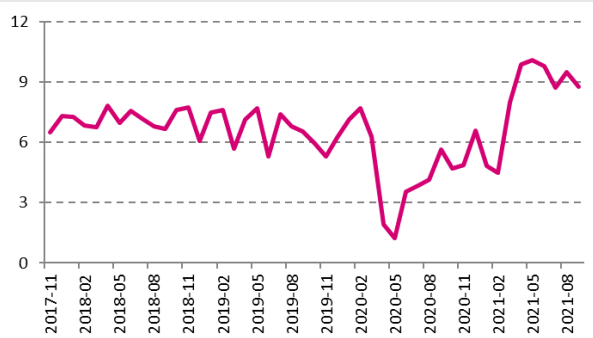
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

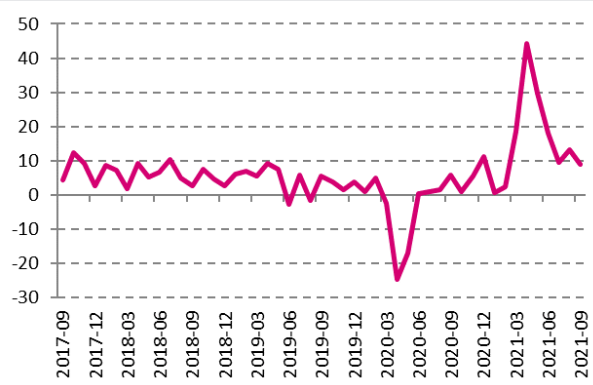
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



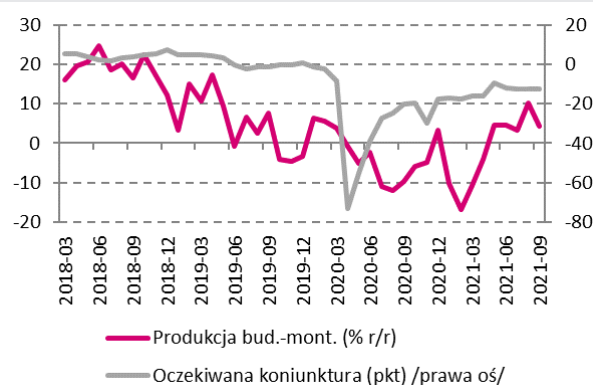
Przeciętna miesięczna płaca w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Produkcja przemysłowa [% r/r]



Dane z sektora budowlanego



Stabilna sytuacja w zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw...

Przeciętne zatrudnienie (tj. po przeliczeniu etatów osób niepełnozatrudnionych na pełne etaty) w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 0,6% r/r po wzroście o 0,9% r/r miesiąc wcześniej. Natomiast w ujęciu miesiąc do miesiąca przeciętna liczba etatów obniżyła się o 4,8 tys., co przypisywalibyśmy dalszemu wymuszonemu ograniczeniu aktywności przemysłu z powodu zaburzeń w łańcuchach dostaw. Jednocześnie utrzymują się problemy z pozyskaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach, np. w części sektorów, które najbardziej ucierpiały z powodu pandemii. Hamuje to przyrost zatrudnienia, który mógłby złagodzić negatywny wpływ czynników popytowych w przemyśle. Zakładamy, że w skali całej gospodarki zatrudnienie będzie jednak powoli przyrastało, spychając coraz niżej stopę bezrobocia.

...podobnie jak wysoka dynamika płac, która najpewniej będzie jeszcze wyższa

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 8,7% r/r po wzroście o 9,5% r/r miesiąc wcześniej. Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych miesiącach może narastać ze względu na wysoką inflację, która sprzyja zwiększeniu żądań płacowych, co stanowi ryzyko dla „odkrotwienia się” oczekiwań inflacyjnych. Rada Polityki Pieniężnej wskazała, że argumenty te wspierały październikową decyzję o podwyżce stóp procentowych. Sytuacja na rynku pracy, zwłaszcza wzrost płac będzie dawać przesłanki do dalszego zacieśnienia warunków monetarnych, które w naszej ocenie obecnie wciąż nie są adekwatne do bieżącej, jak i oczekiwanej sytuacji gospodarczej w Polsce. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy jednak, że do korekt w górę poziomu stóp procentowych NBP dojdzie na początku 2022 r., głównie ze względu na chęć utrzymania słabszego złotego sprzyjającego wynikowi Narodowego Banku Polskiego na koniec 2021 r.

Przemysł wykazał się we wrześniu odpornością na zaburzenia podażowe

Produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych wzrosła we wrześniu o 8,8% r/r po wzroście o 13,2% r/r miesiąc wcześniej. O ile spadek dynamiki był spodziewany ze względów statystycznych, tj. wysokiej bazy odniesienia z września ub. roku oraz mniej korzystnego wpływu różnicy w liczbie dni roboczych, to odczyt ten okazał się pozytywną niespodzianką. W stosunku do sierpnia i po korekcji czynników sezonowych produkcja przemysłowa wzrosła o 0,9% m/m. Dane o produkcji stanowią dobrą informację pokazującą siłę polskiego przemysłu i jego częściową odporność na niedrożność dostaw surowców i dóbr pośrednich. Szczegóły dotyczące struktury produkcji wskazują, że wzrosty miały szeroki zakres - odnotowano je w 30 z 34 działów, choć sektor motoryzacyjny mocno odczuwa braki podzespołów, gdyż sprzedana produkcja we wrześniu spadła o 17,3% r/r. Wrześniowe dane potwierdzają, że przemysł sprzyjał wzrostowi PKB w 3Q br. Budzą także nadzieje na kontynuację tego pozytywnego wpływu także w 4Q, pomimo zgłaszanych przez firmy opóźnień i zaburzeń dostaw.

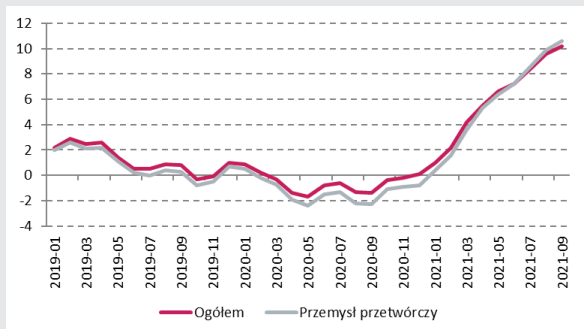
Stabilna sytuacja w budownictwie

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła we wrześniu o 4,3% r/r po wzroście o 10,2% r/r w sierpniu. Po korekcji sezonowości produkcja obniżyła się natomiast o 2,0% m/m, po wzroście o 1,6% m/m miesiąc wcześniej. Dane nie wpływają na modyfikację szerszego obrazu raczej stabilnej aktywności w budownictwie. Oczekiwania dla niego w dłuższym horyzoncie pozostają optymistyczne, gdyż uwzględniają spodziewany wzrost absorpcji środków unijnych, Pozytywne uwarunkowania popytowe napotykać jednak problemy z popytą materiałów budowlanych (stal, drewno, materiały wykończeniowe) i bardzo silnym wzrostem ich cen.

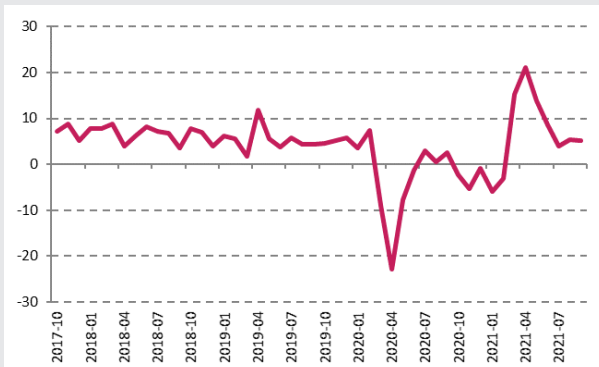
We wrześniu dwucyfrowa inflacja PPI po raz pierwszy od 1997 r.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu przyspieszyła we wrześniu do 10,2% r/r z 9,5% r/r miesiąc wcześniej i po raz pierwszy od 1997 r. osiągnęła wartości dwucyfrowe. Presja cenowa na poziomie producentów utrzymuje się na wysokim poziomie i ma szeroki zakres. Nasilenie inflacji PPI to w

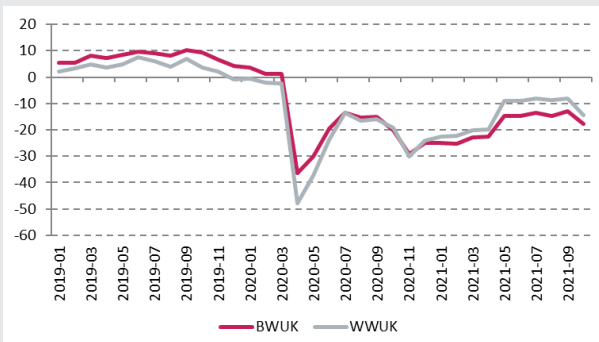
Inflacja PPI [% r/r]



Sprzedaż detaliczna [% r/r]



Bieżący i wyprzedzający wskaźnik koniunktury konsumenckiej [pkt]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, Parkiet

dużej mierze efekt rosnących na rynkach międzynarodowych cen surowców, jednak w warunkach silnego popytu przerzucane są one na odbiorców, a finalnie znajdują one odzwierciedlenie w wyższych cenach konsumenta. Dane te wpisują się w obraz wysokiej presji inflacyjnej, która w części ma charakter popytowy.

Sprzedaż detaliczna rośnie pomimo wysokiej inflacji i napięć w łańcuchach dostaw

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła we wrześniu o 5,1% r/r wobec wzrostu o 5,4% r/r w sierpniu, co było wynikiem zbliżonym do oczekiwań. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła o 0,2% m/m w porównaniu z sierpniem 2021 r, co wpisuje się w obraz stabilizacji wzrostów konsumpcji pomimo wysokiej inflacji i napięć w łańcuchach dostaw. Warto zauważyć, że w ujęciu nominalnym sprzedaż detaliczna wzrosła o 11,1% r/r, natomiast ponad połowę tej wartości skonsumowała inflacja.

Wysoka inflacja mocno odbiła się w październiku na nastrojach konsumpcyjnych.

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej obniżył się w październiku do -17,8 pkt z -13,0 pkt we wrześniu, tj. do najniższego poziomu od kwietnia br. Wskaźnik wyprzedzający również spadł - do -14,5 pkt z -8,1 pkt miesiąc wcześniej. Pogorszenie oceny oraz prognoz co do koniunktury konsumenckiej przypisujemy utrwaleniu oczekiwań dotyczącej wysokiej inflacji, m.in. z powodu rosnących cen paliw i gazu. Przewidywaniom dłuższego okresu silnej inflacji mogła sprzyjać ponadto październikowa podwyżka stóp procentowych, w tym sensie, że retoryka Rady Polityki Pieniężnej dotycząca tymczasowości wysokiej dynamiki cen konsumpcyjnych okazuje się nieaktualna.

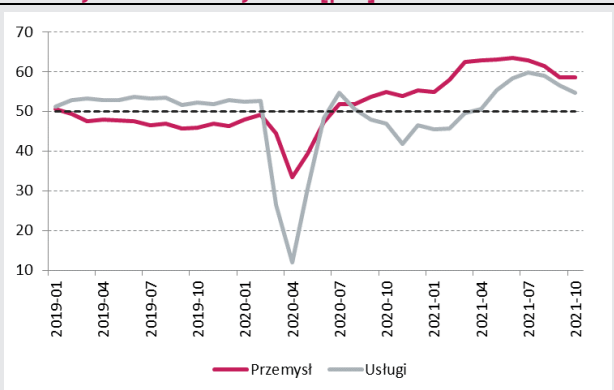
Prognoza PKB na cały 2021 r. nie ulega zmianie

Podsumowując wyniki gospodarki pomiędzy lipcem a wrześniem oceniamy, iż polska gospodarka utrzymała się na ścieżce wzrostowej. W całym kwartale wzrost PKB zapewne przekroczył 2,0 kw/kw (2,1% kw/kw w 2Q), wspierany znoszeniem restrykcji przeciwepidemicznych. Ze względu na efekt bazy statystycznej, roczna dynamika wyhamuje jednak z 11,1% r/r do ok. 5% r/r. Wspiera to naszą prognozę wzrostu w całym roku na poziomie 5,3%. Głównym ryzykiem dla ścieżki odbudowy gospodarki pozostaje sytuacja epidemiczna, przedłużające się napięcia w łańcuchach dostaw oraz wysoka inflacja. Z tych powodów możliwości wzrostu gospodarki w 4Q są znacznie bardziej ograniczone względem naszych oczekiwań z połowy tego roku, choć możliwa pozytywna niespodzianka w 3Q daje szansę na realizację prognozy na cały rok. Dane te wspierają oczekiwania dalszej normalizacji polityki pieniężnej.

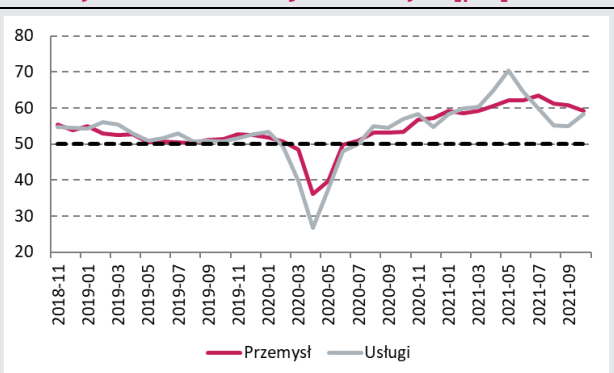
Normalizacja polityki pieniężnej najpewniej będzie stopniowa

Według opisu dyskusji po październikowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej „Członkowie Rady podkreślali, że podwyżka stóp ograniczy ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w średnim okresie. (...) Jednocześnie członkowie Rady stwierdzili, że kolejne decyzje w zakresie polityki pieniężnej będą zależały od oceny napływających informacji dotyczących sytuacji gospodarczej, w tym perspektyw koniunktury i inflacji. Członkowie Rady oceniali również, że decyzje w zakresie polityki pieniężnej muszą wspierać powrót inflacji do celu w średnim okresie, powinny jednak także zmierzać do utrwalenia ożywienia gospodarczego i tworzyć warunki dla dalszego, zrównoważonego wzrostu polskiej gospodarki”. Fragment ten interpretujemy jako brak chęci ze strony Rady do szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej, co jest zgodne z naszym scenariuszem stopniowych podwyżek kosztu pieniądza, aczkolwiek dopiero w 2022 r. Nie wykluczamy jednak podwyżki w listopadzie lub grudniu. Opis z październikowego posiedzenia nie zmniejsza niepewności w określeniu perspektyw polityki pieniężnej.

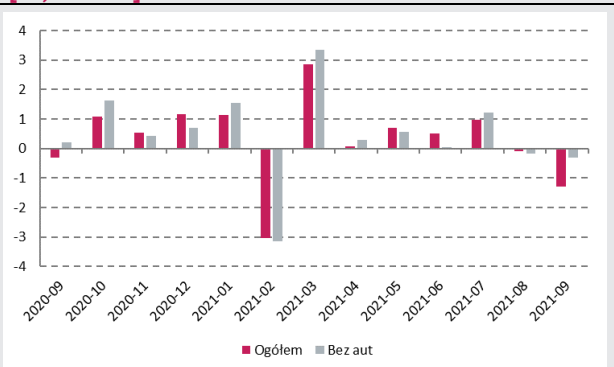
Indeksy PMI dla strefy euro [pkt]



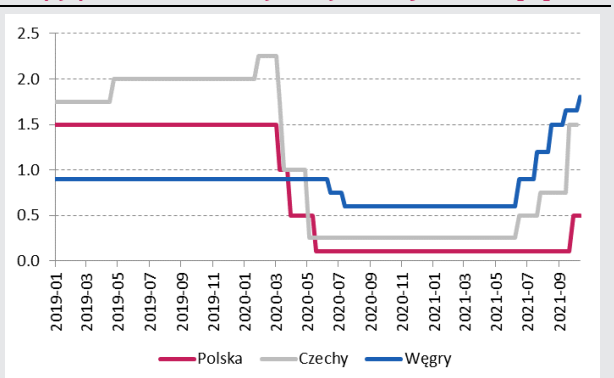
Indeksy PMI dla Stanów Zjednoczonych [pkt]



Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych [sa, % m/m]



Stopy procentowe w wybranych krajach CEE [%]



Źródło: Macrobond

Makro - zagranica

Ożywienie w strefie euro na początku 4Q nadal słabnie...

Indeks PMI dla przemysłu w strefie euro wyniósł w październiku według wstępnego wyliczenia 58,5 pkt wobec 58,6 pkt we wrześniu. Odczyt ten okazał się lepszy od konsensusu, który kształtował się na poziomie 57,0 pkt. Stabilizacja wskaźnika nie oddaje jednak dobrze aktywności w tym sektorze. Składowe indeksy PMI, wskazują na wzrost bieżącej produkcji najwolniejszy od 16 miesięcy, a nowe zamówienia rosną w najniższym tempie od 9 miesięcy. Potwierdza to, że zatory w łańcuchach produkcji coraz silniej ograniczają ekspansję tego sektora. Komponenty PMI wskazują ponadto, na najsilniej w historii danych rosnące ceny produkcji oraz znaczące zwiększenie zaległości wytwórczych (ich wzrosty sztucznie stabilizują wyliczenie całości indeksu PMI). Wskaźnik dla usług obniżył się natomiast do 54,7 pkt z 56,5 pkt we wrześniu, a więc mocniej niż oczekiwano. Według raportu PMI przyczynia się do tego wygasanie wpływu odmrożenia aktywności, zwłaszcza w turystyce, transporcie i rozrywce w warunkach rosnących obaw o sytuację pandemiczną. Informacje PMI wskazują, że ożywienie gospodarcze w strefie euro na początku 4Q nadal utrzymuje się, aczkolwiek jest wolniejsze niż w ostatnich miesiącach. Dobrą informacją jest jednak poprawiająca się sytuacja na rynku pracy.

...a w USA przyspiesza

Indeks PMI dla usług w Stanach Zjednoczonych wzrósł w październiku według wstępnych danych do 58,2 pkt z 54,9 miesiąc wcześniej, a więc znacznie silniej niż wskazywał konsensus rynkowy. Poprawie koniunktury w tym sektorze sprzyjał spadek zachorowalności na COVID-19. Wskaźnik dla przemysłu obniżył się natomiast do 59,2 pkt z 60,7 pkt we wrześniu, nieco bardziej niż oczekiwano. Sektor przemysłowy nadal się rozwija, choć trudności podażowe oraz braki pracowników hamują tempo ekspansji i napędzają rekordowy wzrost cen. Dane te wskazują, że amerykańska gospodarka przyspiesza na początku 4Q br. i wspiera oczekiwania rozpoczęcia zmniejszania skali skupu aktywów przez Fed (tapering) jeszcze w tym roku.

Produkcja przemysłowa w USA

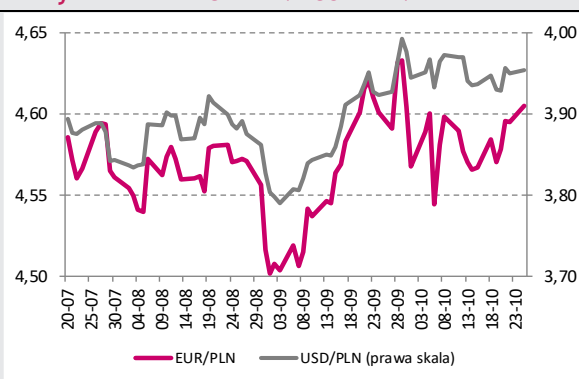
Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych spadła we wrześniu o 1,3% m/m po wzroście o 0,1% m/m w sierpniu. Dane okazały się sporo słabsze od oczekiwań, które wskazywały na wzrost o 0,2% m/m. Jest to najsilniejszy miesięczny spadek produkcji od wiosny ub. roku. Do obniżenia się produkcji przyczynił się, według raportu, huragan Ida. Przede wszystkim jednak za spadek produkcji odpowiadają zatory w łańcuchach dostaw surowców i półproduktów, które odbijają się zwłaszcza na przemyśle motoryzacyjnym. Po wyłączeniu tego sektora produkcja przemysłowa obniżyła się we wrześniu o 0,3% m/m. Dane te wpisują się w globalny obraz przemysłu, którego ekspansja ograniczana jest przez „wąskie gardła” w powiązaniach dostaw (w sierpniu w strefie euro produkcja spadła o 1,6% m/m). Wpływ tego czynnika okazał się silniejszy niż wcześniej oczekiwano, stąd rewizje w dół tempa wzrostu gospodarczego na 2021 r. w niektórych gospodarkach rozwiniętych.

Już piąta w tym roku podwyżka stóp procentowych na Węgrzech

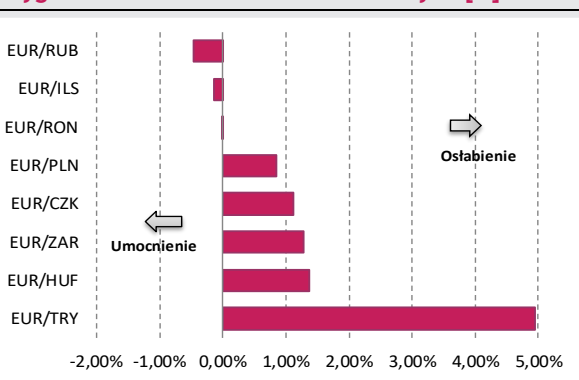
Narodowy Bank Węgier podwyższył główną stopę procentową o 15 pkt baz. do 1,80%, co było zgodne z oczekiwaniami. Jest to już piąta podwyżka kosztu pieniądza na Węgrzech w tym roku. Punktem wyjścia dla początku cyklu zacieśniania polityki pieniężnej był poziom 0,60%. Rada Monetarna w tym kraju zaznacza, że podwyższona inflacja może utrzymywać się dłużej niż wcześniej oczekiwano, co uzasadnia dalsze zacieśnienie polityki. Oczekiwania rynkowe wskazują, że do końca 2022 r. stopy procentowe na Węgrzech wzrosną jeszcze o ok. 100 pkt baz.

Rynek walutowy

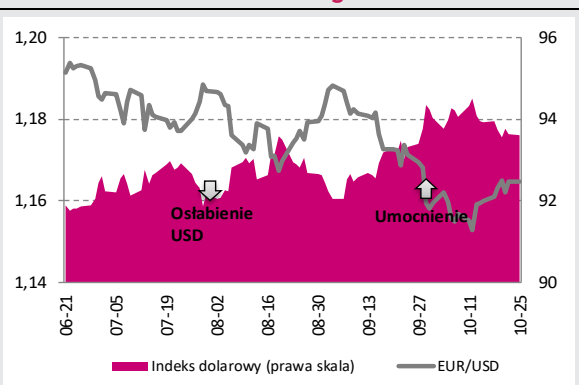
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



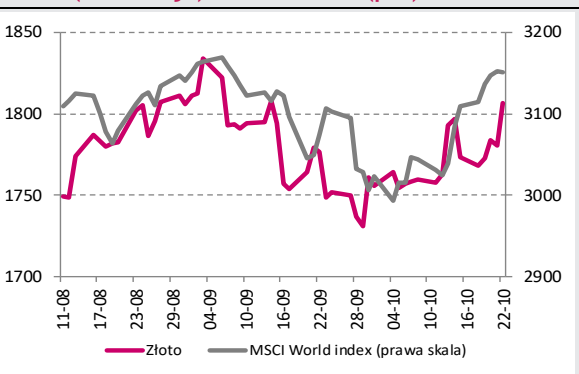
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



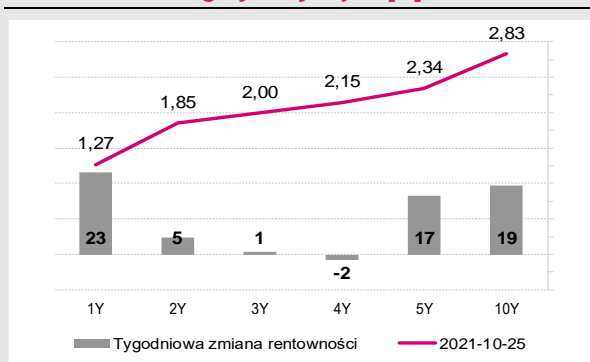
Źródło: Refinitiv

Ostatnie dni przyniosły powrót presji na przecenę złotego. Głównym argumentem było pogorszenie sentymentu do walut tej części Europy, choć w przypadku polskiej waluty potęgowane było przez wzrost ryzyka politycznego. Ubiegłotygodniowy szczyt Unii Europejskiej, który częściowo poświęcony był próbie zażegnania konfliktu o praworządność pomiędzy Warszawą a Brukselą nie przyniósł porozumienia. Nadal zatem - co uderza w wycenę złotego - fundusze przyznane Polsce w ramach Krajowego Planu Odbudowy pozostają zablokowane. W rezultacie kurs EUR/PLN zwyżkował powyżej poziomu 4,60, a więc o około pięć groszy licząc od ubiegłego poniedziałku. Jak wspomnieliśmy przecena towarzyszyła większości walut regionu emerging markets, lecz szczególnie silnie widoczna była ona w przypadku tureckiej liry. Za sprawą ubiegłotygodniowej agresywnej obniżki stóp procentowych (mimo przyspieszającej inflacji) oraz wydaleni przez prezydenta Erdogana dziesięciu ambasadorów lira osiągnęła historyczne minimum wartości. Na rynku eurodolara minione dni były czasem niewielkiego wzrostu. Trudno jednak doszukiwać się solidnych argumentów makroekonomicznych stojących za tą zmianą. W naszej ocenie za ruch w kierunku poziomu 1,1670 w dużej mierze odpowiadały czynniki techniczne.

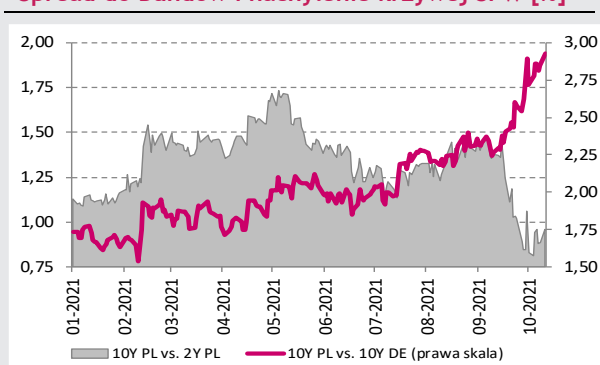
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	<p>↓</p> <p>Liczymy na umocnienie złotego do euro w nadchodzących dniach motywowane utrzymującymi się oczekiwaniami na szybsze zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce, którym sprzyjają wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej oraz - prawdopodobnie - dalsze przyspieszenie inflacji CPI (dane z piątek). Tym bardziej, iż towarzyszyć temu może także schłodzenie oczekiwań na szybkie ruchy stóp procentowych w strefie euro. W czwartek decyzje w tej sprawie podejmie Europejski Bank Centralny. Liczymy na utrzymanie łagodnej narracji, która schłodzi nieco obecne dość rozgrzane oczekiwania na zmiany kosztu pieniądza w 2022 roku. Mimo, iż liczymy, że kurs EUR/PLN zakończy tydzień poniżej bariery 4,60 to nadal nerwowość w notowaniach polskiej waluty utrzymywać będzie nierozstrzygnięta kwestia porozumienia pomiędzy Warszawą a Brukselą w sprawie Krajowego Planu Odbudowy. Jakikolwiek informacje w tej sprawie mogą być źródłem zmienności złotego w tym tygodniu tym bardziej, iż uważamy, że z uwagi na naturę ryzyka (polityczne) rynek nie wycenił zarówno porozumienia jak i możliwości utraty zaliczki przyznanych przez Unię Europejską środków.</p>
USD/PLN	<p>↔</p> <p>Nieziemie 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 poziom 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.</p>
EUR/USD	<p>↑</p> <p>Kurs EUR/USD przez większość tygodnia będzie poruszał się w anemicznym tempie na coraz to wyższe poziomy dążąc do górnego ograniczenia obowiązującego od maja kanatu spadkowego (1,1690). Zakres zmiany nie będzie zatem imponujący zważywszy na fakt, iż obecnie EUR/USD notowany jest około pół centa niżej. Decydującym momentem dla eurodolara może okazać się czwartkowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Łagodna retoryka stojąca w kontrze z rodzącymi się oczekiwaniami na normalizację polityki pieniężnej może przecenić wspólną walutę. Tym bardziej gdyby wstępne dane o PKB za trzeci kwartał zaskoczyły pozytywnie w USA a nie strefie euro. Przed nami zatem powolny wzrost eurodolara i burzliwa końcówka tygodnia.</p>

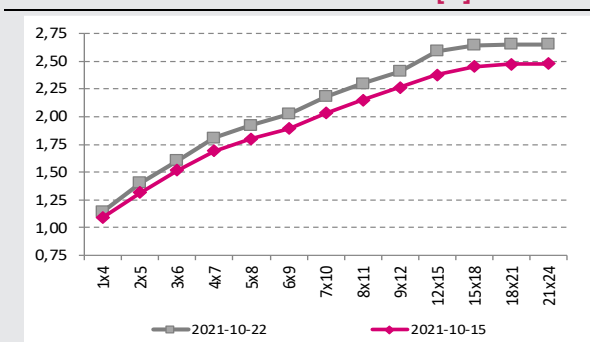
Rentowność obligacji krajowych [%]



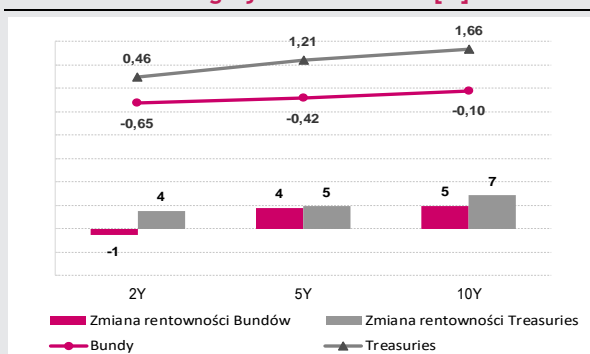
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Rentowności krajowego długu kontynuowały wzrosty w ubiegłym tygodniu osiągając wielomiesięczne szczyty. Źródła wzrostu dochodowości pozostają niezmiennie te same, a więc agresywne oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce w tym roku. Niewielkim wsparciem były również ubiegłotygodniowe zmiany rynków bazowych. Z tych powodów dochodowość 10-latkı przyrosła o kolejne 19 bps do 2,83%, czyli maksimum z maja 2019 roku. Wydarzeniem tygodnia był przetarg zamiany obligacji skarbowych, na którym Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK0724, PS1026, WZ1126, WZ1131 i DS0432 za 4,24 mld PLN a odkupiło serie PS0422, OK0722 i WS0922 łącznie za 3,95 mld PLN. W efekcie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych wzrosło do 8%. Na rynkach bazowych - jak wspomnieliśmy - w ostatnich dniach kontynuowany był wzrost dochodowości, choć w niewielki wymiarze. Dochodowość Bunda wzrosła o 5 bps do -0,10%, a o dalszym losach niemieckiego długu zadecyduje prawdopodobnie narracja najbliższego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Mimo dużej nerwowości rynku liczymy, iż najbliższe dni przyniosą uspokojenie notowań skarbowych papierów wartościowych. Sprzyjać jej będzie oczekiwanie na piątkowe dane o wstępnej inflacji CPI za październik. Prognozowane dalszy wzrost wskaźnika może skłonić - w ocenie rynku - członków Rady Polityki Pieniężnej do decyzji o podwyżce stóp procentowych w listopadzie. Uważamy, iż do momentu rozstrzygnięcia tej kwestii (posiedzenie RPP odbędzie się w przyszłą środę) polski rynek długu może przejść w fazę względnej stabilizacji. O pełnym wyciszeniu zmienności nie może być jednak mowy zważywszy na wciąż utrzymujące się problemy płynnościowe rynku stopy procentowej w Polsce.
10Y DE (%)	Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bunda w tym tygodniu zakładają jego czasową stabilizację motywowaną oczekiwaniem na wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Niewykluczone, iż schłodzi on nasilające się oczekiwania dotyczące możliwej reakcji banku na przyspieszającą inflację. W takim scenariuszu liczylibyśmy na niewielki spadek dochodowości Bunda.
10Y US (%)	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.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 25 października					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Październik	98.8		
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Wrzesień	5.8%	5.7%	5.7%
Wtorek 26 października					
16:00 Indeks Conference Board	USA	Październik	109.3	109.5	
Środa 27 października					
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Wrzesień	1.8%	-0.3%	
Czwartek 28 października					
13:45 Decyzja w sprawie stóp procentowych	EZ	Październik	0.0%	0.0%	0.0%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Październik	4.1%		
14:30 PKB annualizowany wst.	USA	3Q	6.7%	3.5%	
Piątek 29 października					
08:00 PKB r/r nsa wst.	Niemcy	3Q	9.8%		
Decyzja Moody's ws. ratingu	Polska				
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Październik	5.9%	6.4%	6.3%
11:00 PKB r/r sa wst.	EZ	3Q	14.3%		
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Październik	3.4%		
14:30 Wydatki Amerykanów	USA	Wrzesień	0.8%	0.5%	
14:30 Dochody Amerykanów	USA	Wrzesień	0.2%	0.3%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Wrzesień	4.3%		
15:45 Indeks Chicago PMI	USA	Październik	64.7	64.5	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Październik	72.8	71.4	
Poniedziałek 01 listopada					
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	58.4	58.2	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Październik	58.6	58.5	
14:45 PMI w przemyśle	USA	Październik	60.7		
15:00 ISM w przemyśle	USA	Październik	61.1		

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

Dane i prognozy

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