

**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

2 listopada 2021

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Złoty pozostaje pod umiarkowaną presją sprzedających wynikającą z wciąż słabego sentymentu globalnego, ale i krajowych ryzyk. Przed polską walutą jednak szansa na umocnienie i walkę o złamanie psychologicznej bariery 4,60. Argumentem może stać się jutrzejsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które według rynkowych oczekiwań zakończy się podwyżką stóp procentowych o 50 bps. W naszej ocenie przy realizacji takiego scenariusza nawet potencjalnie relatywnie łagodne nastawienie RPP co do dalszego cyklu normalizacji polityki monetarnej nie będzie przeszkodą do wycenienia kolejnych agresywnych podwyżek kosztu pieniądza w Polsce. Globalnie rozpoczynający się tydzień także zdominowany będzie przez posiedzenia banków centralnych. Decyzje o parametrach polityki pieniężnej podejmować będą m.in. banki centralne Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Norwegii i Czech a decyzje będą miały istotne przełożenie na wycenę walut wspomnianych państw.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

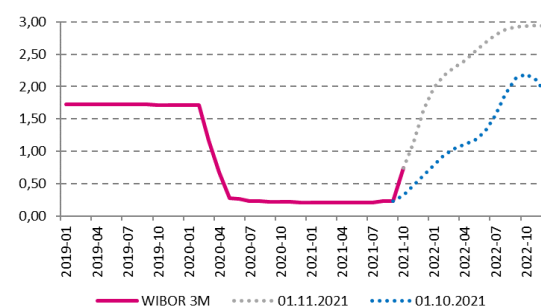
### O ile RPP podniesie stopy na listopadowym posiedzeniu?

W środę odbędzie się posiedzenie RPP. Publikacja znacznie wyższej od oczekiwań inflacji za październik oraz nowej projekcji inflacji i PKB zwiększa oczekiwania na kolejną podwyżkę stóp, pomimo zaskakującej podwyżki w październiku. Przekroczenie w październiku kolejnego psychologicznego progu inflacji na poziomie 6% r/r i wizja jej wzrostu do ponad 7% r/r jeszcze w tym roku powoduje, iż trudno będzie radzie uzasadnić brak działania. Czynnikiem niepewności pozostaje skala ruchu. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobna jest podwyżka o 50 pkt. baz. Nawet przy tej zmianie realna stopa procentowa będzie wyraźnie niższa niż przed październikową decyzją RPP. Rynek będzie także czekał na konferencję prezesa NBP uzasadniającą decyzję Rady (środa godz. 16), choć biorąc pod uwagę nieczytelną komunikację Rady w ostatnich kwartałach, nie powinna mieć ona istotnego wpływu na obecne oczekiwania rynkowe, które zakładają kontynuację agresywnych podwyżek stóp w kolejnych miesiącach.

### FOMC najpewniej ogłosi początek taperingu. W piątek dane non-farm payrolls.

W środę o godz. 19:00 poznamy decyzję Federalnego Komitetu ds. Operacji Otwartego Rynku (FOMC) dotyczącą polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Na posiedzeniu tym najprawdopodobniej zostanie ogłoszony początek zmniejszania (tapering 2.0) skali skupu aktywów przez Rezerwę Federalną. Redukcja ta, zgodnie z opisem po wrześniowym posiedzeniu wynosić ma 15 mld USD miesięczne, co pozwoliłoby zakończyć program połowy przyszłego roku. Ogłoszenie taperingu jest praktycznie przesądzone, a w centrum uwagi powinna pozostawać retoryka amerykańskich bankierów centralnych dotycząca trwałości wysokiej inflacji. Nie spodziewamy się jednak znacznego zjastrzбления narracji członków Fed, przynajmniej do grudnia, gdy przedstawione zostaną nowe projekcje makroekonomiczne. Czynnikiem przemawiającym za brakiem dużych zmian w retoryce będzie zatrudnienie w USA, które nadal jest istotnie niższe niż przed pandemią (dane za październik poznamy już w piątek o godz. 13:30). Rośnie jednak ryzyko nasilenia presji na wzrost płac, np. w usługach i w handlu, co może utrwalać oczekiwania wysokiej inflacji. Stąd do pierwszej podwyżki stóp procentowych dojdzie najpewniej wcześniej niż oczekiwania bankierów centralnych. Obecnie rynek z prawdopodobieństwem 50% wycenia pierwszą podwyżkę już w czerwcu 2022 r.

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Rynek nasilił oczekiwania co do scenariusza polityki pieniężnej w Polsce dyskontując coraz bardziej agresywną jej ścieżkę. Opóźniona reakcja RPP na wzrost inflacji zwiększa skalę i tempo zacieśniania warunków monetarnych. Podwyżka stóp jutro o 50 bps nawet przy łagodnej retoryce RPP nie powinna zmienić oczekiwań na dalsze podwyżki.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6047	-0,2%
USD/PLN	3,9688	-0,1%
CHF/PLN	4,3451	0,5%
EUR/USD	1,1598	-0,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,64	5
WIBOR 3M	0,78	8

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	2,06	26
5Y	2,45	5
10Y	2,90	-2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,47	24
5Y	2,75	12
10Y	2,83	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,15	0
US 10Y	1,56	-7

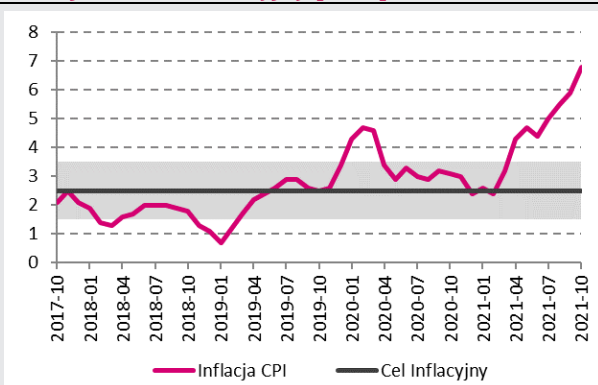
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	74069,4	0,3
S&P 500	4613,7	1,0
Nikkei 225	29520,9	1,4

Źródło: Refinitiv

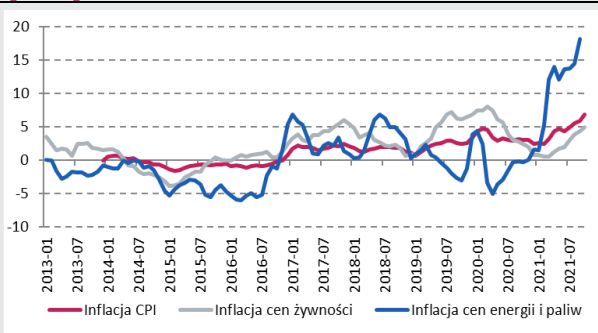
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

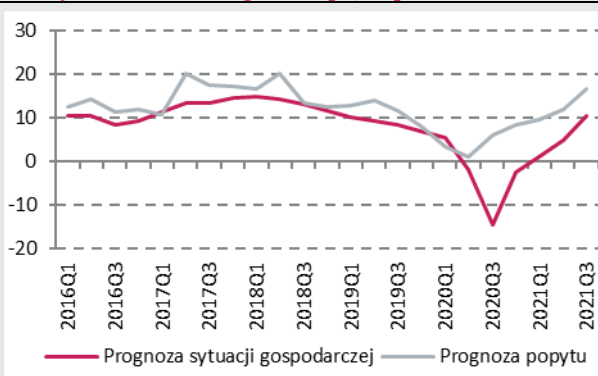
### Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]



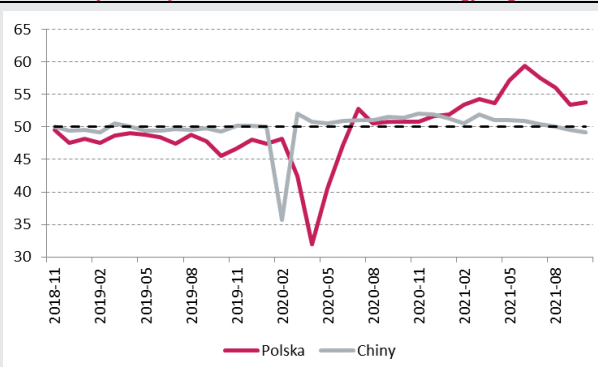
### Inflacja CPI, cen żywności oraz cen energii i paliw [% r/r]



### Odsetek firm prognozujących wzrost zatrudnia i płac w Szybkim Monitoringu NBP [% , sa]



### PMI dla przemysłu w Polsce i w Chinach [pkt]



### Inflacja CPI w październiku blisko 7,0% r/r

Według wstępnego odczytu inflacja CPI wzrosła w październiku do 6,8% r/r z 5,9% r/r we wrześniu, kolejny miesiąc z rzędu zaskakując w górę. Szczegółowa struktura koszyka nie jest znana, natomiast z dostępnego zakresu opublikowanych danych widać, iż inflacja ma szeroki zakres. W kierunku wyższej inflacji działają zarówno ceny żywności, paliw i energii, ale także komponenty inflacji bazowej. Według naszych szacunków inflacja bazowa, liczona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, wzrosła do 4,5-4,6% r/r z 4,2% r/r we wrześniu. Choć inflacja w dużej mierze napędzana jest przez rosnące ceny surowców, to jednak nie oznacza, iż ma ona charakter stricte podażowy. W warunkach silnego popytu wyższe koszty produkcji przerzucane są bowiem na ceny konsumenta, więc rosnące ceny to także efekt mocnego popytu i dalszej stymulacji fiskalno-monetarnej. Jeszcze w tym roku inflacji CPI przekroczy 7%, a na początku przyszłego zbliżyć się będzie do 8%. Opublikowany odczyt inflacji to mocny argument za kontynuacją normalizacji polityki pieniężnej. Kolejna podwyżka stóp procentowych możliwa jest już w listopadzie. Rynek stopy procentowej wycenił już wzrost stopy referencyjnej o 50 pkt. baz. i w naszej ocenie jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz. Biorąc pod uwagę otoczenie inflacyjne zdecydowana reakcja banku centralnego jest niezbędna, tym bardziej, że opublikowane przez Narodowy bank Polski badanie koniunktury przedsiębiorstw wskazuje na nasilenie żądań płacowych. Dotychczasowa mało czytelna komunikacja Rady Polityki Pieniężnej zwiększa jednak niepewność oceny tempa normalizacji polityki pieniężnej.

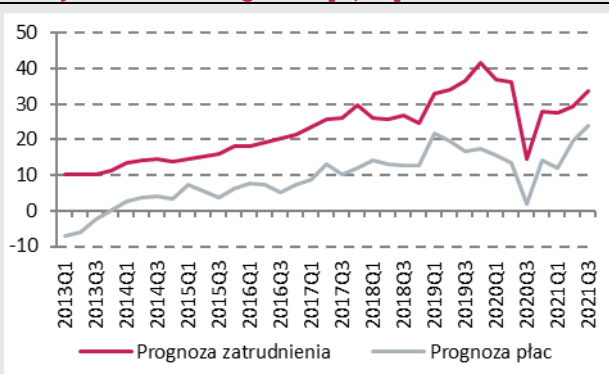
### Przedsiębiorstwa deklarują podwyżki cen dóbr i usług, ale także wynagrodzeń

Według badania koniunktury przedsiębiorstw pt. Szybki Monitoring NBP w 3Q br. sytuacja ekonomiczna firm uległa wyraźnej poprawie, choć bardziej odczuwalne były najważniejsze ich problemy: szybko rosnące ceny materiałów i dóbr zaopatrzeniowych oraz innych kosztów, w tym płac. Prognozy na 4Q i kolejne 12 miesięcy wskazują na wolniejszą skalę poprawy sytuacji firm. Ponadto, według badania historycznie wysoki odsetek przedsiębiorstw planuje zwiększenie wynagrodzeń oraz utrzymywanie silnego popytu na pracę. Firmy raportują także optymizm dotyczący wydatków inwestycyjnych, choć koncentruje się on w sektorze przemysłowym, wśród firm dużych, zagranicznych i eksporterów, choć prognozy sprzedaży za granicę wskazują na jej wolniejszy wzrost. Wobec korzystnych uwarunkowań popytowych firmy spodziewają się dalszego przyspieszenia cen oferowanych produktów i usług, głównie z powodu spodziewanego kształtowania się cen zaopatrzenia. Obraz wyłaniający się z wyników Szybkiego Monitoringu NBP jest w dużym stopniu zgodny z naszym podstawowym scenariuszem makroekonomicznym. Badani zostało przeprowadzone we wrześniu, a napływające nowe informacje, w tym sytuacja epidemiczna, skazują, że wzrost PKB w 4Q br. wyhamuje. Perspektywy dla 2022 r. pozostają korzystne, choć szybko przyspieszająca inflacja budzi obawy o utrwalenie oczekiwań wysokiej inflacji i spadku skłonności do konsumpcji, pomimo wyższej dynamiki wynagrodzeń. Niemniej wzrost gospodarczy powinien pozostawać względnie wysoki dając, obok ciasnego rynku pracy podstawy do dalszych wzrostów stóp procentowych NBP.

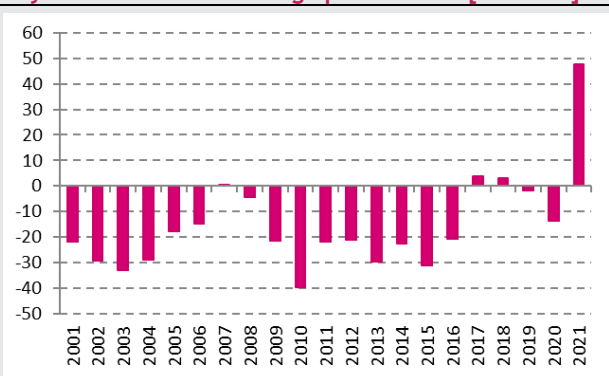
### Ekspansja krajowego przemysłu trwa pomimo problemów podażowych w sektorze

Indeks PMI obrazujący koniunkturę w krajowym przemyśle przetwórczym niespodziewanie wzrósł w październiku do 53,8 pkt z 53,4 pkt we wrześniu przewyższając naszą prognozę, jak i konsensus, które wynosiły 53,0 pkt. Struktura wskaźnika PMI potwierdza nasilający się negatywny wpływ trudności podażowych w łańcuchach dostaw na bieżącą produkcję i nowe zamówienia, które nadal rosną, choć w wolniejszym tempie niż przed miesiącem. Jednocześnie znacząco przyspieszył wzrost cen komponentów produkcji, ale także cen wyrobów gotowych, jako że przedsiębiorstwa w sektorze próbują chronić marże i przerzucać koszty na odbiorców. Jednocześnie zwiększenie możliwości wytwórczych ograniczone jest przez

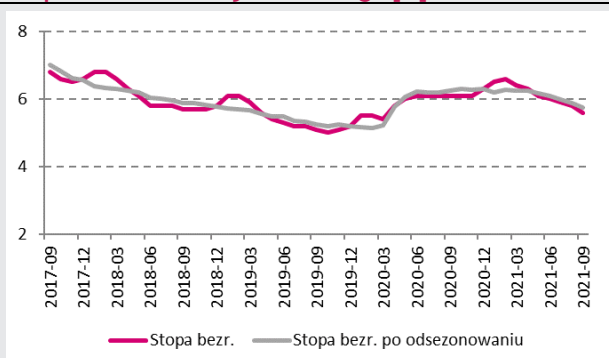
## Odsetek firm prognozujących wzrost zatrudnienia i płac w Szybkim Monitoringu NBP [% , sa]



## Wynik budżetu centralnego po wrześniu [mld PLN]



## Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, Parkiet

niewystarczającą liczbę osób o odpowiednich kwalifikacjach gotowych podjąć zatrudnienie. Niemniej ekspansja sektora trwa, choć jest ona hamowana przez problemy z dostępnością materiałów i dóbr pośrednich oraz ich silnie rosnące ceny. Zaburzenia w zaopatrzeniu będą utrzymywać się jeszcze w kolejnych miesiącach, aczkolwiek ankietowane przedsiębiorstwa nadal pozostają optymistyczne co do przyszłości. Stabnąca bieżąca produkcja i niższe zamówienia były przez nas zakładane w naszym podstawowym scenariuszu makroekonomicznym, stąd podtrzymujemy prognozę wzrostu gospodarczego na 2021 r. wynoszącą 5,3%. Trudno jest określić jak długo niedopasowanie popytu do podaży w przemyśle będzie się utrzymywać. Naszym zdaniem jeszcze przez kilka miesięcy nie będą one stabnąć, zwłaszcza w branży motoryzacyjnej. W dłuższym okresie podaż i popyt poprzez mechanizm dostosowawczy cen powinny wpłynąć na łagodzenie napięć, a oczekiwania te wpisuje się aktywność w chińskim przemyśle, który najpewniej znajduje się w stagnacji - oficjalny indeks PMI w październiku obniżył się do 49,2 pkt, co jest (pomijając finansowy kryzys gospodarczy lat 2008-2009 i wybuch pandemii) najniższym odczytem w historii danych.

## Budżet centralny nadal z ogromną nadwyżką

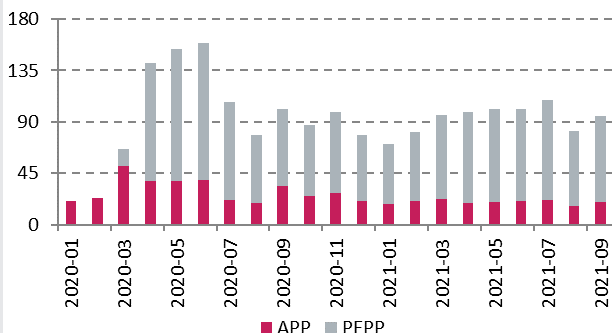
Według danych Ministerstwa Finansów po 3Q br. nadwyżka w budżecie centralnym wyniosła 47,6 mld PLN, co jest efektem dochodów na poziomie 360,1 mld PLN (+18,2% r/r) i wydatków wynoszących 312,5 mld PLN (-1,8% r/r). Dochodom budżetowym sprzyja dobra sytuacja gospodarcza, stabilny rynek pracy oraz najwyższa od 20 lat inflacja. Z tego względu ostateczny wynik budżetu państwa będzie najpewniej lepszy niż przyjęto w znowelizowanej ustawie budżetowej na 2021 r. wynoszący 40,39 mld PLN. Tak wysoka nadwyżka w budżecie centralnym nie oddaje kondycji finansów publicznych w Polsce, gdyż znaczna część wydatków została przesunięta poza budżet centralny, np. Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 Banku Gospodarstwa Krajowego, na potrzeby którego w tym roku wyemitowano dług o wartości ponad 30 mld PLN. 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 polityki oceniamy jako suboptymalny, który w warunkach kontynuacji wzrostu gospodarczego może prowadzić do narastania nierównowag w gospodarce.

## Stopa bezrobocia we wrześniu niższa od oczekiwań

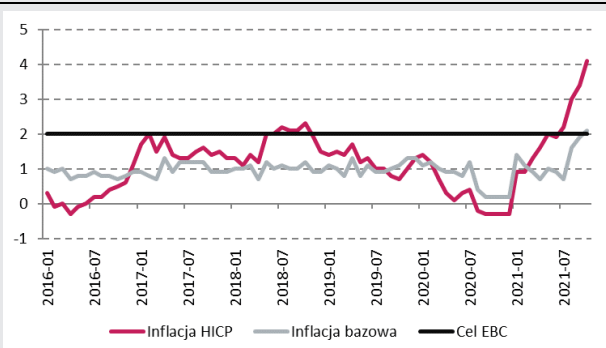
Stopa bezrobocia rejestrowanego według oficjalnych danych Głównego Urzędu Statystycznego obniżyła się we wrześniu do 5,6% z 5,8% w sierpniu, a więc mocniej niż oczekiwano. Po korekcie sezonowej stopa bezrobocia spadła do 5,8% z 5,9% miesiąc wcześniej, tj. do najniższego poziomu od kwietnia 2020 r. Dane te obok, najwyższej od marca 2019 r. liczby zgłoszonych we wrześniu do urzędów pracy wakatów, potwierdzają silny popyt na pracę wraz z otrząśnięciem się gospodarki z wpływu pandemii. Informacje te są lepsze niż wnioski z danych o przeciętnym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, które są zaburzane przez wymuszone ograniczenie aktywności w przemyśle, ze względu na dostępność materiałów i ich szybko rosnące ceny. Zakładamy, że pomimo utrzymywania się tych czynników w nadchodzących miesiącach popyt na pracę pozostanie mocny, a stopa bezrobocia będzie kontynuowała (kontrolując sezonowość) trend powolnych spadków.

## Makro - zagranica

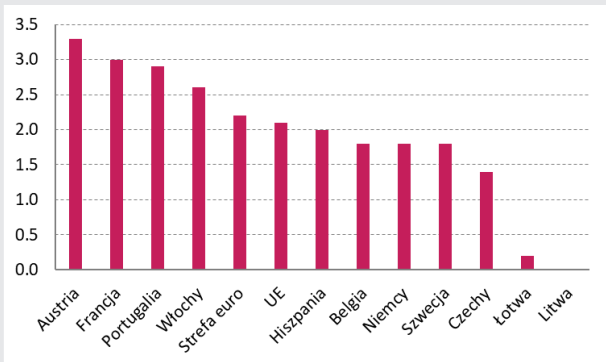
### Skup aktywów przez Europejski Bank Centralny [mld PLN]



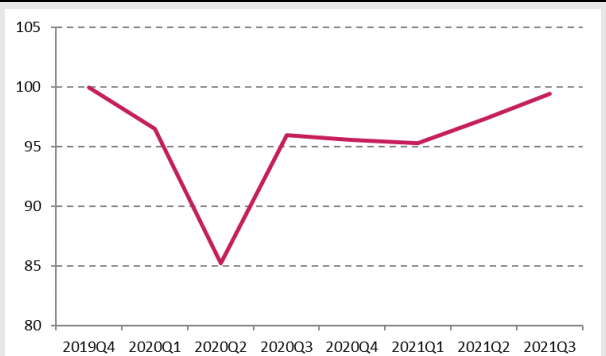
### Wskaźnik HICP i bazowy HICP dla strefy euro [% r/r]



### Dynamika PKB w 3Q 2021 w wybranych gospodarkach [sa, kw/kw]



### Poziom PKB w strefie euro [2019Q4=100, sa]



### EBC utrzymuje kurs polityki pieniężnej, choć wskazuje na dłuższy okres wysokiej inflacji

Zgodnie z oczekiwaniami październikowe posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego nie przyniosło zmian w polityce pieniężnej w strefie euro. Stopy procentowe pozostały na dotychczasowych poziomach. Nie dokonano także zmian w programach luzowania ilościowego: PEPP i APP. Podtrzymano także sformułowanie z poprzedniego posiedzenia, że zakupy aktywów w ramach programu PEPP będą kontynuowane w mniejszej skali niż w 2Q i 3Q br. Zmieniła się natomiast ocena wysokiej inflacji w strefie euro. O ile nadal oceniana jest ona jako przejściowa, to okres szybkiego wzrostu cen potrwa dłużej niż wcześniej zakładano. Nie zmienia to perspektyw braku zmian w stopach procentowych EBC w najbliższych kwartałach. Rośnie jednak prawdopodobieństwo stopniowego wycofywania się Rady z ultra łagodnych warunków monetarnych. Według słów przewodniczącej Ch.Lagarde awaryjny program skupu aktywów (PEPP) ma zakończyć się zgodnie z planem, tj. w marcu 2022 r. Dodała jednak, że na razie nie wiadomo czy planowana skala programu tj. 1850 mld EUR zostanie zrealizowana. Spodziewamy się, że dużo więcej o przyszłości programów QE dowiemy się na posiedzeniu w grudniu, gdy przedstawione zostaną nowe prognozy makroekonomiczne.

### Inflacja w strefie euro w październiku wyrównuje najwyższy odczyt w historii danych

Inflacja HICP w strefie euro wzrosła według wstępnych danych w październiku do 4,1% r/r z 3,4% r/r miesiąc wcześniej. Odczyt ten wyrównał najwyższą wartość w danych zaczynającą się w 1997 r. Za przyspieszenie wskaźnika odpowiadają ceny energii, których wzrost przyspieszył do 23,5% r/r z 17,6% r/r we wrześniu (wzrost o 5,5% m/m). Natomiast bazowy wskaźnik wyłączający z całości koszyka ceny energii, żywności oraz wyrobów alkoholowych i tytoniowych wzrósł do 2,1% r/r z 1,9% r/r, po raz pierwszy od końca 2000 r. przekraczając cel inflacyjny Europejskiego Banku Centralnego (2,0% r/r). Do wzrostu tego przyczyniło się przyspieszenie wzrostu cen usług. Nasilenie inflacji ma globalny charakter, co wynika z kształtowania się cen surowców energetycznych na świecie., choć widać także powoli rosnącą w strefie euro presję popytową, co powinno utrzymywać się w przyszłości biorąc pod uwagę zgromadzone oszczędności i niezłą sytuację na rynku pracy. Stąd ostatnie tygodnie wpływają na oczekiwania szybszej podwyżki stóp procentowych EBC. Obecnie rynku finansowe wyceniają podwyższenie stóp procentowych w strefie euro już w połowie 2022 r.

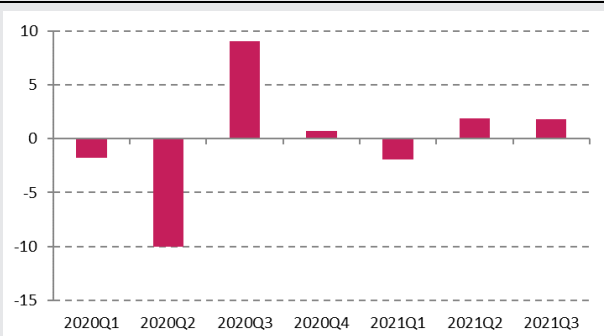
### Strefa euro odrobiła już niemal w pełni pandemiczne straty

PKB w strefie euro wzrósł w 3Q br. o 2,2% kw/kw po wroście o 2,1% kw/kw w 2Q 2021. Dane okazały się wyższe od konsensusu prognoz. Odczyt ten wskazuje, że gospodarka strefy euro już prawie całkowicie odrobiła straty wywołane wybuchem pandemii. Z krajów, które do tej pory przedstawiły wyliczenia PKB za 3Q najwyższy wzrost odnotowano w Austrii (3,3% kw/kw), Francji (3,0% kw/kw) oraz w Portugalii (2,9% kw/kw), do czego naszym zdaniem przyczyniła się poprawa popytu w sektorze usługowym, w tym w turystyce, czemu sprzyjała lepsza niż na początku roku sytuacja epidemiczna. Relatywnie słabsze dane dotyczyły Niemiec, gdzie PKB wzrósł między lipcem a wrześniem o 1,8% kw/kw. Przypisujemy to kondycji niemieckiego przemysłu motoryzacyjnego cierpiącego z powodu braku komponentów elektronicznych. Nie znamy struktury danych dla Niemiec, aczkolwiek słabe dane o sprzedaży detalicznej w tym kraju we wrześniu (spadek o 2,5% m/m) wskazują na mocny wpływ nasilenia pandemii na konsumpcję gospodarstw domowych w tym kraju. 4Q br. dla strefy euro, w tym zwłaszcza dla Niemiec, który jest największym odbiorcą polskiego eksportu, już tak dobry nie będzie, gdyż problemy podaźowe w przemyśle i sytuacja pandemiczna są gorsze. W przypadku gospodarki Niemiec potwierdzają to dane Instytutu Ifo.

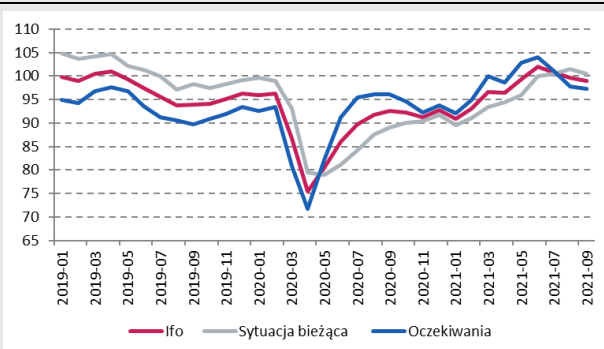
### Perspektywy dla gospodarki Niemiec mniej korzystne

Narodowy Indeks Instytutu Ifo najszerszej objazdujacy koniunkturę i jej perspektywy w gospodarce niemieckiej obniżył się w październiku czwarty

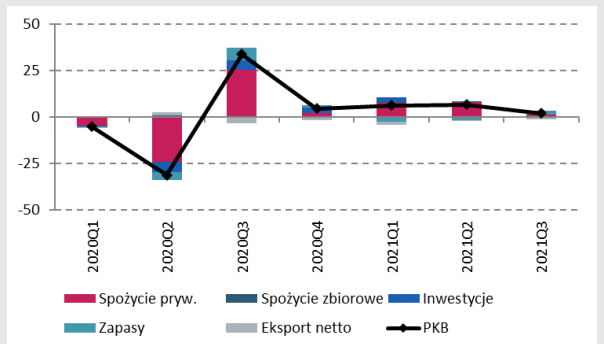
## PKB w Niemczech [sa, % kw/kw]



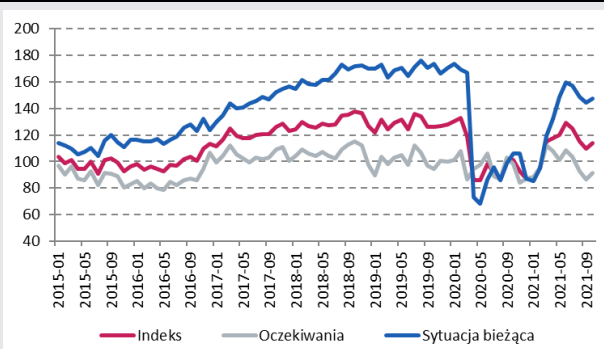
## Indeks instytutu Ifo [pkt]



## Struktura wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych [kw/kw, pkt proc., SAAR]



## Indeks nastrojów konsumenckich w USA [pkt]



Źródło: Macrobond

miesiąc z rządu do 97,7 pkt z 98,9 pkt we wrześniu. Odczyt okazał się zbliżony do konsensusu prognoz. Indeks Ifo składa się z dwóch komponentów: oceny bieżącej koniunktury i przewidywań na najbliższe 6 miesięcy. W październiku obniżyły się oba z nich, aczkolwiek mocniej spadł wskaźnik oczekiwań. Informacje te sygnalizują, że gospodarka niemiecka w 4Q br. wyhamuje z 1,8% kw/kw odnotowanych w 3Q br. Należy spodziewać się bowiem dalszego nasilenia ograniczeń podaży w przemyśle, co będzie spowalniało eksport oraz wysokiej inflacji ograniczającej realne dochody rozporządzalne gospodarstw domowych. Nie zakładamy jednak recesji w tej gospodarce, zważywszy na odporny rynek pracy i zgromadzone podczas pandemii oszczędności. Ze względu na powiązania handlowe słabnąca koniunktura w Niemczech będzie oddziaływała negatywnie na polskich eksporterów, stąd rosną także ryzyka dla słabszego od naszych oczekiwań wzrostu PKB w Polsce w 4Q br. Utrzymujemy natomiast naszą prognozę wzrostu PKB w 2021 r. na 5,3%, gdyż dane z 3Q okazały się lepsze niż zakładaliśmy, zwłaszcza dla przemysłu.

## Wzrost gospodarczy w USA wyhamował w 3Q br...

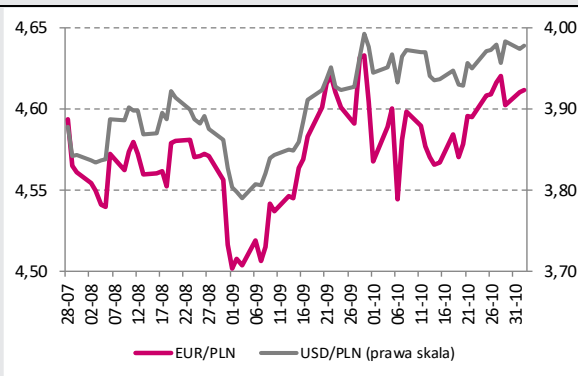
Produkt krajowy brutto w USA wzrósł w 3Q br. o 2,0% kw/kw, po odsezonowaniu i w ujęciu zannualizowanym. Oznacza to, że w konwencji lanim ujęciu kw/kw wzrost ten wyniósł 0,5% kw/kw. Informacje te wskazują, że między lipcem a wrześniem aktywność gospodarcza wyhamowała z 6,7% kw/kw (SAAR) w 2Q, tj. mocniej niż oczekiwano (2,7% kw/kw SAAR), głównie na skutek IV fali pandemii COVID-19 wygaśnięcia transferów dla gospodarstw domowych oraz „wąskich gardła” w przemyśle. Warto przy tym odnotować, że amerykański PKB już po 2Q br. przewyższył poziom sprzed wybuchu pandemii. Dostępne dane z października wskazują, że wraz ze zmniejszeniem się natężenia epidemii koniunktura w Stanach Zjednoczonych poprawia się. Stąd naszym zdaniem należy spodziewać się znacznie szybszego wzrostu gospodarczego w 4Q br. pomimo wysokiej inflacji konsumenckiej i przesuwających się dalej w przyszłość oczekiwań co do niedopasowania podaży do popytu w przemyśle.

## ...ale perspektywy na 4Q są już lepsze

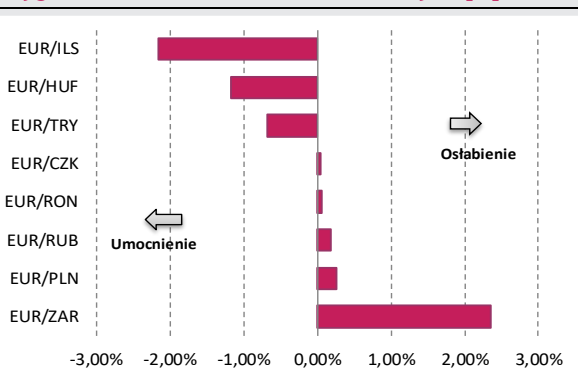
Produkt Indeks Conference Board odzwierciedlający nastroje konsumentów w Stanach Zjednoczonych wzrósł w październiku do 113,8 pkt z 109,8 pkt, przewyższając oczekiwania rynkowe zakładające stabilizację wskaźnika. Wzrosły obie składowe indeksy, tj. bieżącej oceny nastrojów, a także komponentu oczekiwań. Według raportu do danych za poprawę wskaźnika odpowiadają mniejsze obawy o skutki rozprzestrzeniania się koronawirusa. Wpływ ten był silniejszy niż negatywne oddziaływanie nasilającej się inflacji w cenach konsumenta. Wskaźnik ten, wraz z odczytem PMI za październik z sektora usług sygnalizują poprawę aktywności w gospodarce amerykańskiej na początku 4Q br., utrwalając oczekiwania na rozpoczęcie jeszcze w tym roku redukcji luzowania ilościowego Fed.

## Rynek walutowy

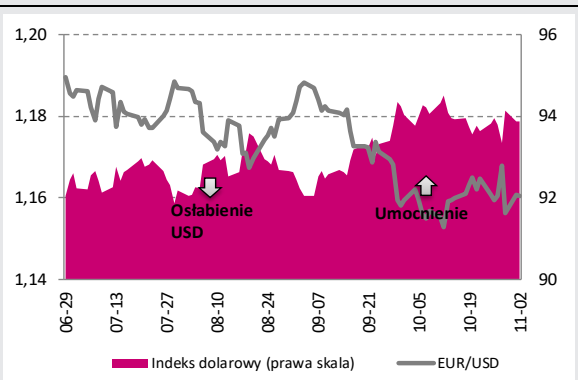
### Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



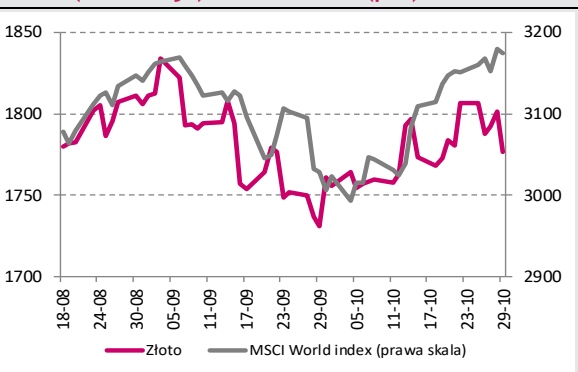
### Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



### Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



### Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



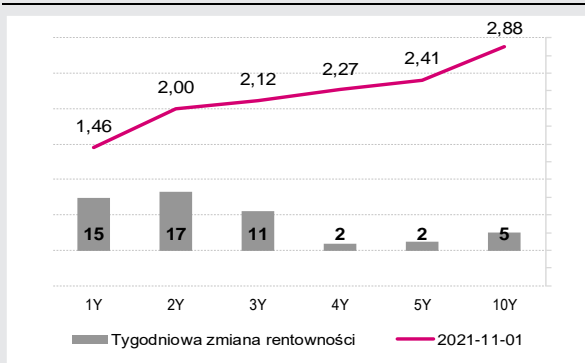
Źródło: Refinitiv

Przełom października i listopada nie przyniósł istotnych zmian w obrazie notowań EUR/PLN. Kurs nadal koncentrował się w wąskim przedziale 4,6040 - 4,6328 oczekując między innymi na śródowną decyzję Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych oraz wystąpienie prezesa Narodowego Banku Polskiego. Nie bez znaczenia dla kierunku notowań złotego w tym miesiącu będą także sygnały towarzyszące konfliktowi o praworządność na linii Warszawa - Bruksela. Co ciekawe złoty pozostawał w ostatnich dniach relatywnie stabilny mimo umacniających się walut regionu i podwyższonej zmienności rynków bazowych (EUR/USD, EUR/CHF). Eurodolar w ostatnich dniach przebył długą drogę sięgając przejściowo bariery 1,17 by w kolejnych dniach zniżkować do 1,1550. Emocje wzbudzały między innymi dane dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w trzecim kwartale, czy - w mniejszym stopniu - wynik posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Na gruncie technicznym również istniał potencjał do ruchu w kierunku górnego ograniczenia obowiązującego kanału spadkowego.

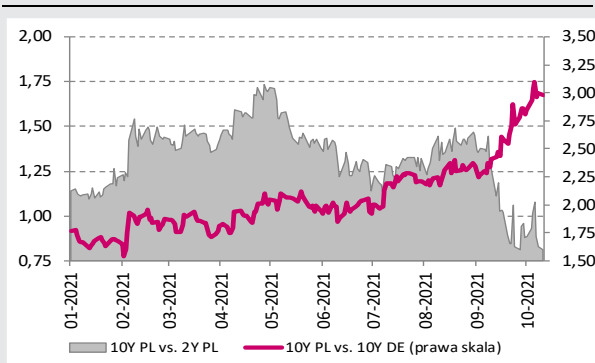
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Bez wątpliwości bieżący tydzień zostanie zdominowany przez wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. Rynkowy scenariusz zakłada podwyżkę stóp procentowych o 50 bps a w przypadku jego materializacji - abstrahując od narracji RPP - liczymy, że inwestorzy mogą wręcz nasilić swoje oczekiwania sprowadzając EUR/PLN minimalnie poniżej bariery 4,60. Wsparciem dla walut regionu może być ponadto czwartkowa - prawdopodobnie silna - podwyżka stóp procentowych w Czechach. Liczymy, że kapitał poszukujący wyższych stóp zwrotu zacznie chętnie napływać na rynek Europy Środkowo-Wschodniej. Tym bardziej, iż sentyment inwestycyjny pozostaje względnie stabilny.
USD/PLN	↔	Niezmiennie 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.
EUR/USD	↑	Mimo nadania większej niż w poprzednich tygodniach zmienności notowaniom eurodolara techniczny obraz notowań pary EUR/USD nie zmienił się. Nadal obowiązuje średnioterminowy kanał spadkowy z poważnym ograniczeniem na poziomie 1,1530. W najbliższych dniach punktem kulminacyjnym dla rynku eurodolara będzie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Rynek stopniowo wycenia podwyżki stóp procentowych w USA w przyszłym roku i wiele zależy może od narracji amerykańskich bankierów centralnych. Fakt, iż analogiczne oczekiwania dotyczące wzrostu stop procentowych dotyczą także rynku strefy euro sprawia jednak, że przewagi nie zyskuje ani dolar ani euro. Efektem jest względna stabilizacja notowań, która w naszej ocenie rozciągnięta będzie także na najbliższy tydzień.

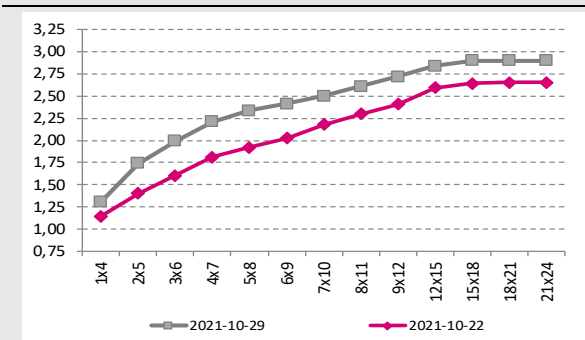
## Rentowność obligacji krajowych [%]



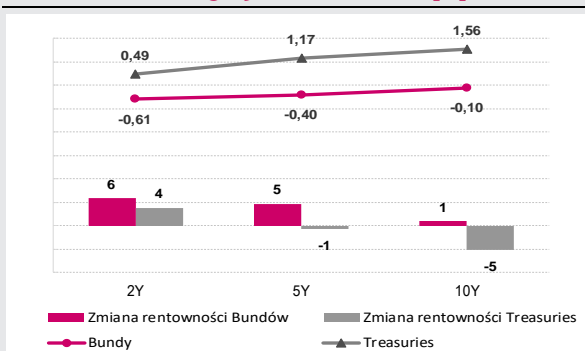
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Rynek obligacji

Miniony tydzień na krajowym rynku długu to czas potężnego wyplaszczania krzywej, które jest znamienne dla oczekiwań agresywnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Dochodowość obligacji o relatywnie krótkich terminach zapadalności wzrosła agresywnie będąc bardziej niż 10-latka wrażliwym na potencjalne zmiany w poziomie stóp procentowych. W przypadku 2-latki wzrost dochodowości wyniósł aż 23 bps do 2,03%, podczas gdy długi koniec krzywej obniżył się o 3 bps do 2,89%. Piątkowy odczyt inflacji CPI w Polsce ukazał raz jeszcze problem płynnościowy polskiego rynku długu. W sytuacji wyższej od oczekiwań publikacji dzienna amplituda wahań na skutek braku kwotowań była znacząca. Na bazowych rynkach długu ostatnie dni przyniosły wyraźne uspokojenie zmian rynku niemieckiego, w czym pomocna była między innymi retoryka posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego studząca oczekiwania na przyszłoroczne podwyżki stóp procentowych, a więc główny motor zmian Bunda w ostatnich tygodniach. Wyraźnie wzrosły natomiast dochodowości obligacji państw południa Europy, w szczególności Włoch, co doprowadziło do istotnego rozszerzenia się spreadu pomiędzy włoską a niemiecką 10-latką.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Mimo dużej nerwowości rynku liczymy, iż najbliższe dni przyniosą uspokojenie notowań skarbowych papierów wartościowych w oczekiwaniu na wynik posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej. O ile oczekujemy agresywnej podwyżki stóp procentowych, to jej przełożenie na 10-letni dług powinno być niewielkie. Piętrzące się oczekiwania dotycząca zacieśnienia polityki monetarnej na świecie mogą jednak potęgować presję na wzrost dochodowości kanałem rynków bazowych. O ile zatem przed nami prawdopodobnie krótki okres wyciszenia, to w miarę upływu listopada presja na wzrost dochodowości także i polskiego długu będzie się utrzymywać. Neutralizatorem pozostaną przetargi zamiany długu skarbowego organizowane przez Ministerstwo Finansów, które za sprawą postępującego prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych wzmocnić powinny fundamentalną wycenę polskich papierów skarbowych.
10Y DE (%)	Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bunda w tym tygodniu zakładają jego czasową stabilizację motywowaną odreagowaniem ostatniego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego. Presja na spadek dochodowości neutralizowana jednak będzie przez presję płynącą z rynkowych oczekiwań co do kierunku i tempa normalizacji polityki monetarnej.
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. Niezwykle pomocne w tym zakresie będzie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej jakie zostało zaplanowane na ten tydzień.

Źródło: Refinitiv

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 01 listopada</b>					
15:00 ISM w przemyśle	USA	Październik	61.1	60.6	
<b>Wtorek 02 listopada</b>					
09:00 PMI dla przemysłu	Polska	Październik	53.4	53.0	53.0
09:55 PMI w przemyśle, fin.	Niemcy	Październik	58.4	58.2	
10:00 PMI w przemyśle, fin.	EZ	Październik	58.6	58.5	
<b>Środa 03 listopada</b>					
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Listopad	0.50%		1.00%
02:45 PMI w usługach	Chiny	Październik	53.4		
13:15 Raport ADP	USA	Październik	568k	400k	
15:00 ISM w usługach	USA	Październik	61.9	61.5	
16:00 Komunikat RPP i konferencja prezesa NBP	Polska	Listopad			
19:00 Decyzja FOMC ws. stóp procentowych	USA	Listopad	0.00-0.25%	0.00-0.25%	
<b>Czwartek 04 listopada</b>					
Decyzja CNB ws. stóp procentowych	Czechy	Listopad	1.50%	2.00%	
09:55 PMI w usługach, fin.	Niemcy	Październik	56.2	52.4	
10:00 PMI w usługach, fin.	EZ	Październik	56.4	54.7	
13:00 Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Listopad	0.10%	0.10%	
<b>Piątek 05 listopada</b>					
08:00 Produkcja przemysłowa nsa, r/r	Niemcy	Wrzesień	5.4%		
11:00 Sprzedaż detaliczna w.d.a r/r	EZ	Wrzesień	0.0%		
13:30 Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem m/m	USA	Październik	194k	400k	
13:30 Stopa bezrobocia	USA	Październik	4.8%	4.8%	
13:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Październik	0.6%	0.5%	
<b>Poniedziałek 08 listopada</b>					
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	58.4	58.2	

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	5,0	5,7	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	4,9	5,7	2,7	4,5	5,4	7,0	7,3	6,3	5,3	4,5
<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	1,00	2,00	0,10	0,10	0,10	1,00	1,50	1,75	2,00	2,00
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,63	0,20	1,10	2,10	0,18	0,17	0,18	1,10	1,60	1,85	2,10	2,10
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	1,25	2,25	0,21	0,21	0,24	1,25	1,75	2,00	2,25	2,25
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	0,25	1,38	2,30	0,25	0,25	0,31	1,38	1,88	2,10	2,30	2,30
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,50	0,02	2,00	2,50	0,09	0,43	0,48	2,00	2,25	2,40	2,50	2,50
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,07	1,30	3,00	3,30	1,56	1,65	2,02	3,00	3,10	3,20	3,25	3,30
<b>EUR/PLN</b>	4,26	4,45	4,55	4,35	4,66	4,53	4,58	4,55	4,45	4,40	4,35	4,35
<b>USD/PLN</b>	3,80	3,65	3,89	3,65	3,98	3,76	3,93	3,89	3,80	3,73	3,70	3,65
<b>EUR/USD</b>	1,12	1,22	1,17	1,19	1,17	1,21	1,17	1,17	1,17	1,18	1,18	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.