

**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

15 listopada 2021

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Kurs EUR/PLN rozpoczyna nowy tydzień tuż przy niezwykle ważnym oporze technicznym (4,6328), na którym znalazł się w ślad za umacniającym się na rynkach międzynarodowych dolarem (efekt wyższego odczytu inflacji CPI w USA i ponownego nasilenia oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w tym kraju). Dość bliskie notowaniom jest także pandemiczne maksimum kursu (4,6722). Liczymy jednak, iż w najbliższych dniach rynek mocniej niż dotychczas koncentrować się będzie na fundamentach polskiej gospodarki tj. piątkowym wyższym od konsensusu wzroście gospodarczym w trzecim kwartale w Polsce. Pomocne w próbie niewielkiego umocnienia złotego będą także dzisiejsze wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego, iż obecnie bardziej prawdopodobna jest podwyżka stóp procentowych niż pozostanie ich na dotychczasowym poziomie. O trwałości oczekiwanego przez nas niewielkiego umocnienia złotego w tym tygodniu zdecyduje jednak sentyment międzynarodowy. Ten natomiast nie powinien być mocno zmienny zważywszy chociażby na kalendarium publikacji makroekonomicznych tego tygodnia, które nie zawiera istotnych odczytów.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

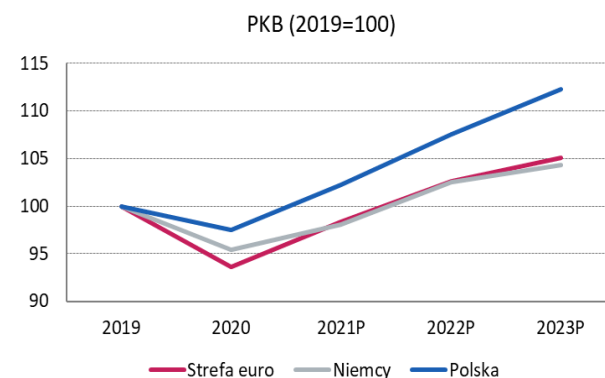
### Jak mocny wzrost płac w październiku?

W piątek o godz. 10:00 poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw za październik. Spodziewamy się, że przeciętna liczba pełnych etatów wzrosła o 0,4% r/r, po wzroście o 0,6% r/r we wrześniu, a realizacja tych oczekiwań oznaczałaby stabilne zatrudnienie na początku 4Q br. Konsensus prognoz jest zbliżony i wynosi 0,5% r/r. Ciekawszym odczytem będzie przeciętne miesięczne wynagrodzenie. Tu spodziewamy się jego wzrostu o 9,5% r/r wobec 8,7% r/r przed miesiącem i konsensusu 8,9% r/r. Naszym zdaniem za optymistyczną prognozą przemawiają zakładane pozapłacowe składniki wynagrodzeń (premie, nagrody kwartalne) w związku z najprawdopodobniej dobrymi wynikami przedsiębiorstw w 3Q br. oraz nasilająca się z powodu inflacji presja na podwyżki ze strony zatrudnionych. Sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra i nie sądzimy, aby szybkie podwyżki stóp procentowych znacząco zmieniły ten obraz.

### We wtorek dane z przemysłu i handlu detalicznego w Stanach Zjednoczonych

We wtorek opublikowane zostaną dane o sprzedaży detalicznej (godz. 14:30) i produkcji przemysłowej (godz. 15:15) w USA w październiku. Według konsensusu prognoz sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,1% m/m po wzroście o 0,7% m/m we wrześniu. W przypadku produkcji przemysłowej oczekuje się jej wzrostu o 0,7% m/m po spadku o 1,3% m/m przed miesiącem. Realizacja tych oczekiwań wskazałaby na mocny początek 4Q br., w którym najpewniej wzrost gospodarczy przyspieszy. Listopadowy słaby odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan odzwierciedlający nastroje konsumenckie zwiększa jednak negatywne ryzyka dla tempa poprawy koniunktury w USA.

## Wykres tygodnia



Zródło: Komisja Europejska, Bank Millennium

W 3Q br. polski PKB wzrósł o 5,1% r/r, a w ujęciu kwartalu do kwartału o 2,1%. W okresie lipiec - wrzesień krajowa gospodarka kontynuowała ożywienie. Według najnowszych prognoz Komisji Europejskiej Polska w horyzoncie do 2023 r. powinna być jednym z liderów ożywienia w UE, choć piętrzą się ryzyka dla gospodarki, zwłaszcza wpływu kosztów inflacji i spóźnionej reakcji banku centralnego na nasilającą się presję inflacyjną.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6340	0,9%
USD/PLN	4,0479	1,8%
CHF/PLN	4,3980	1,2%
EUR/USD	1,1446	-0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,39	7
WIBOR 3M	1,62	6

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3,15	49
5Y	3,13	31
10Y	2,98	6

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,16	27
5Y	3,14	22
10Y	2,96	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,26	-1
US 10Y	1,55	6

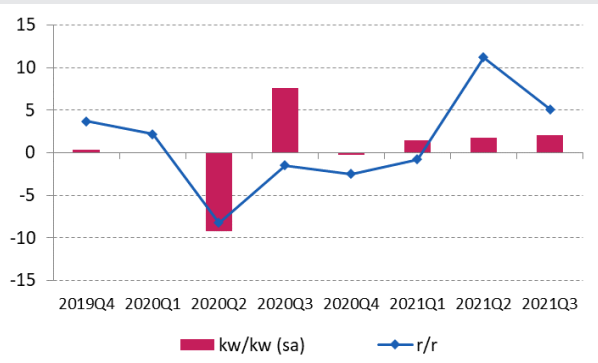
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	73178,5	-2,2
S&P 500	4682,9	-0,3
Nikkei 225	29776,8	0,9

Źródło: Refinitiv

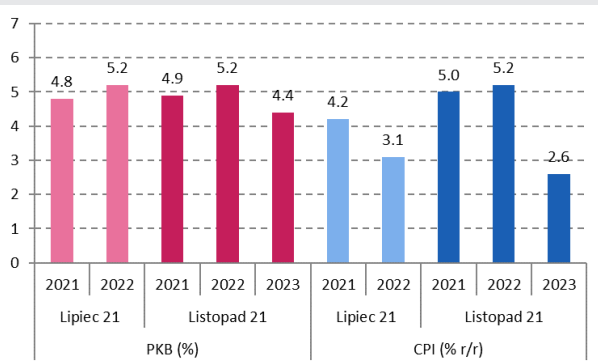
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

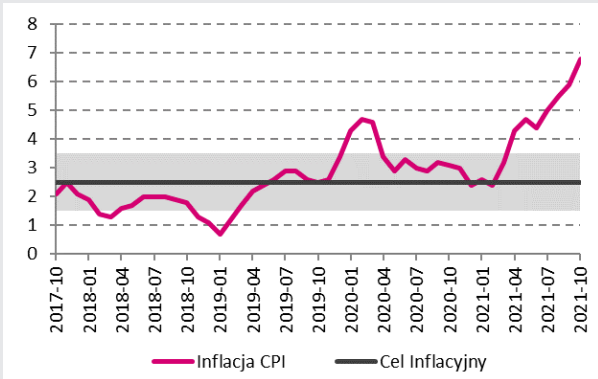
### Wzrost PKB w Polsce



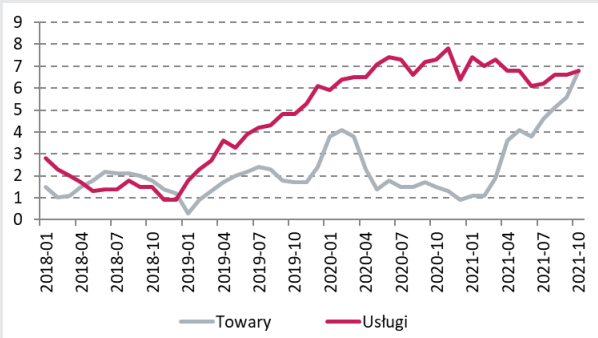
### Prognozy Komisji Europejskiej



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



### Inflacja towarów i usług [% r/r]



### W 3Q polska gospodarka kontynuowała dynamiczne ożywienie

Według szybkiego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego wzrost gospodarczy w 3Q br. wyniósł 5,1% r/r wobec 11,2% r/r w 2Q. Wynik ten był zgodny z naszymi oczekiwaniami i nieco lepszy od konsensusu rynkowego na poziomie 4,8% r/r. Wyhamowanie rocznej dynamiki PKB było spodziewane ze względu na ustąpienie efektu ekstremalnie niskiej bazy odniesienia sprzed roku. W porównaniu z poprzednim kwartałem gospodarka urosła natomiast o 2,1% kw/kw (dane odsezonowane) potwierdzając dynamiczną odbudowę aktywności ekonomicznej po złagodzeniu obostrzeń przeciwepidemicznych. Struktura wzrostu nie jest jeszcze znana, jednak dane wysokiej częstotliwości wskazują na kontynuację wzrostu konsumpcji, wspieranej łagodzeniem restrykcji i rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. Przyspieszył zapewne także wzrost inwestycji. Po publikacji wstępnych wyników PKB w 3Q podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w całym bieżącym roku o 5,3%. Nasilają się jednak negatywne ryzyka dla wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. Wysoka inflacja, przedłużające się zaburzenia podażowe oraz szybkie podwyżki stóp procentowych schłodzą aktywność ekonomiczną w przyszłym roku. Dodatkowym źródłem niepewności dla perspektyw wzrostu, zwłaszcza dla inwestycji, jest opóźniająca się akceptacja Krajowego Planu Odbudowy. W takich uwarunkowaniach utrzymanie wzrostu PKB przekraczającego 5% będzie trudne, dlatego też będzie konieczna rewizja w dół naszej dotychczasowej prognozy PKB na rok 2022 wynoszącej 5,3%.

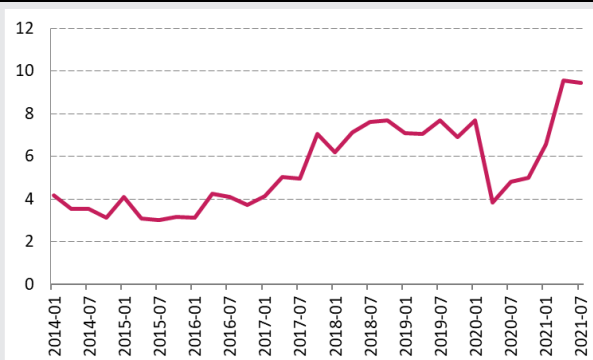
### Komisja Europejska opublikowała nowe prognozy dla Polski

Według jesiennych prognoz Komisji Europejskiej polski PKB wzrośnie o 4,9% w 2021 r., o 5,2% w 2022 r. oraz o 4,4% w 2023 r. Oznacza to praktycznie brak zmian względem letniej rundy projekcyjnej z lipca. Zauważmy, że prognozy te uwzględniają informacje dostępne do 25 października br., rynkowe oczekiwania dotyczące kształtowania się stóp procentowych oraz uruchomienie dla Polski środków w ramach Funduszu Odbudowy mające częściowo finansować Krajowy Plan Odbudowy, który do tej pory nie został zaakceptowany przez Komisję. O ile w bardzo niewielkim stopniu zmieniono oczekiwania dotyczące PKB, to znacząco podwyższono prognozy inflacji HICP - do 5,0% r/r w 2021 r. i do 5,2% r/r w 2022 r. W 2023 r. wskaźnik ten wyniesie ma natomiast 2,6% r/r, co oznacza powrót do celu inflacyjnego NBP. W naszej opinii prognozy Komisji Europejskiej dotyczące wzrostu PKB na 2022 r. są nieco zbyt optymistyczne, gdyż sądzimy, że inflacja w 2022 r. może być wyższa i silniej ograniczać dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Komisja jest także dość optymistyczna co do deficytu sektora finansów publicznych. Obecne prognozy kształtują się na poziomie -3,3% PKB w 2021 r., -1,8% PKB w 2022 r. i -2,1% PKB w 2023 r. Niemniej nasze oczekiwania nie różnią się aż tak znacząco. W szerszej perspektywie KE oczekuje szybkiego wzrostu gospodarczego w najbliższych latach, wysokiej inflacji w perspektywie kilkunastu miesięcy oraz obniżenie się dynamiki cen w 2023 r., co pokrywa się z naszym bazowym scenariuszem makroekonomicznym.

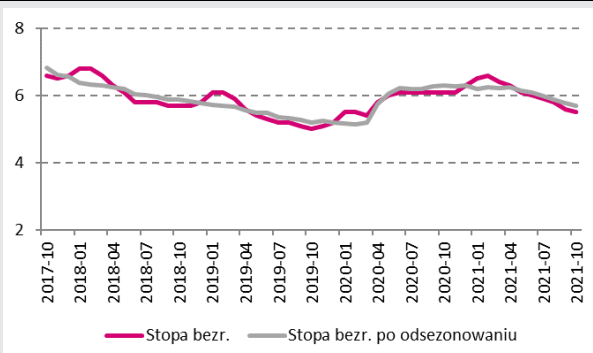
### Inflacja CPI ma coraz szerszy zakres

Według finalnych wyliczeń inflacja w październiku wyniosła 6,8% r/r, czyli zgodnie ze wstępnym szacunkiem z początku miesiąca. W samym październiku ceny konsumenta wzrosły aż o 1,1% m/m i co ciekawe miesięczna dynamika cen została zrewidowana w górę z 1,0% m/m szacowanego pierwotnie. Presja inflacyjna ma szeroki zakres i coraz bardziej obejmuje wzrosty cen towarów. Ich dynamika w październiku przyspieszyła do 6,8% r/r z 5,6% miesiąc wcześniej. Rosnące ceny surowców, energii oraz innych kosztów produkcji coraz bardziej przenikają do cen konsumentów, wskazując na nasilającą się popytowy charakter inflacji w Polsce. Spójne jest to z wynikami badań ankietowych GUS, gdzie komponenty spodziewanych przez przedsiębiorstwa cen zarówno w przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym kształtują się na wieloletnich maksimach. Dalsze wyższe ceny surowców energetycznych, szczególnie cen gazu sugerują, że proces ten będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach. Otoczenie inflacyjne pozostaje niekorzystne i już w listopadzie wskaźnik CPI przekroczy kolejną psychologiczną barierę 7% r/r, a na początku roku zbliży się, lub nawet przekroczy 8%. W dalszej części przyszłego roku wskaźnik CPI

## Wzrost przeciętnej miesięcznej płacy w gospodarce [% r/r]



## Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

powinien się obniżyć jednak będzie to proces powolny, ponieważ korekta cenników firm będzie kontynuowana także w dalszych miesiącach. W rezultacie kolejne kwartały przyniosą utrzymanie się inflacji znacznie powyżej celu NBP. Biorąc pod uwagę perspektywy inflacji w najbliższych miesiącach oczekujemy kontynuacji podwyżek stóp procentowych, a najbliższej spodziewamy się w grudniu. Docelowy poziom stopy procentowej ustali się pomiędzy 2,5% a 3,0%, choć ryzyka skierowane są w kierunku silniejszego zacieśnienia.

### Wysoki wzrost płac w gospodarce utrzymywał się w 3Q 2021

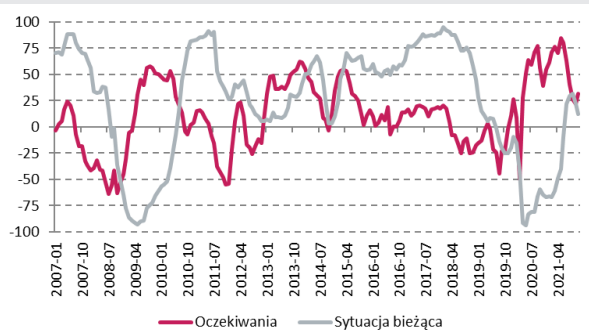
W 3Q 2021 przeciętna miesięczna płaca w gospodarce wyniosła 5657,30 zł, co oznacza wzrost o 9,4% r/r po wzroście o 9,6% r/r w 2Q 2021. Natomiast w odniesieniu do 2Q br. średnie miesięczne wynagrodzenie wzrosło o 2,8% kw/kw, co jak dla okresu lipiec-wrzesień jest jedną z najwyższych wartości. Dane te potwierdzają silną presję płacową w gospodarce, do której przyczynia się popyt na pracę w warunkach braku wystarczającej liczby kandydatów do pracy o odpowiednich kwalifikacjach, solidne ożywienie gospodarcze oraz najwyższa od 20 lat inflacja, która zwiększa żądania płacowe. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach powyższe czynniki szybko nie ustąpią, a dynamika płac pozostanie wysoka, co może budzić obawy o rozkręcenie się spirali inflacja płace i znaczący wzrost kosztów pracy. Stąd naszym zdaniem kontynuacja cyklu zacieśniania monetarnego przez Radę Polityki Pieniężnej powinna być kontynuowana.

### Spadek stopy bezrobocia w październiku

Według szacunków Ministerstwa Rodziny i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w październiku do 5,5% z 5,6% miesiąc wcześniej, a więc zgodnie z naszą prognozą. Po korekcji czynników sezonowych stopa bezrobocia obniżyła się do 5,7% z 5,8%, co jest najniższą wartością od kwietnia 2020 r. Dane te wskazują, że popyt na pracę pozostaje silny, a zatrudnienie odbudowuje się po wybuchu pandemii. Oczekiwania na przyszłość dotyczące zatrudnienia pozostają optymistyczne, natomiast pewnym ryzykiem dla rynku pracy jest okres trwania wymuszonego obniżenia zdolności wytwórczych w przemyśle z uwagi na „wąskie gardła” w powiązaniach produkcji.

## Makro - zagranica

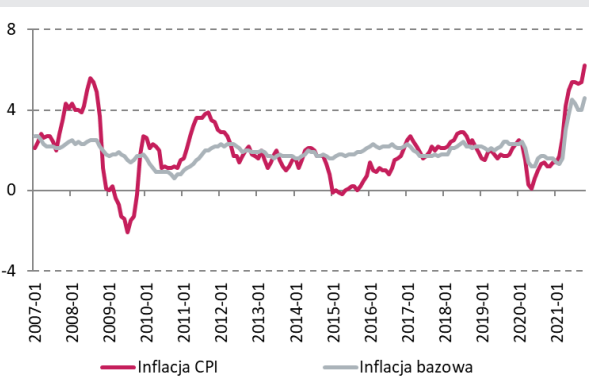
### Indeksy Instytutu ZEW [pkt]



### Indeks oczekiwań Instytutu ZEW w listopadzie powyżej prognoz

Indeks Instytutu ZEW obrazujący oczekiwania w horyzoncie 6 miesięcy inwestorów i analityków co do koniunktury w Niemczech niespodziewanie wzrósł w listopadzie do 31,7 pkt z 22,3 pkt przed miesiącem, tym samym przerywając pięciomiesięczny okres systematycznych spadków. Według autorów badania wzrost wskaźnika to efekt spodziewanego spadku presji kosztowej w gospodarce i poprawy sytuacji podażowej w globalnych łańcuchach dostaw. Instytut ZEW opracowuje także inny wskaźnik - oceny sytuacji bieżącej (nie jest on aż tak pilnie śledzony jak indeks oczekiwań), który w listopadzie obniżył się natomiast do 12,5 pkt z 21,6 pkt w październiku, potwierdzając znaczące spowolnienie gospodarki niemieckiej w 4Q br., do czego przyczynia się nasilenie pandemii COVID-19, niedrożność łańcuchów dostaw oraz wysoka inflacja. Poprawa indeksu oczekiwań budzi jednak nadzieję na przyspieszenie wzrostu gospodarczego już w 2022 r.

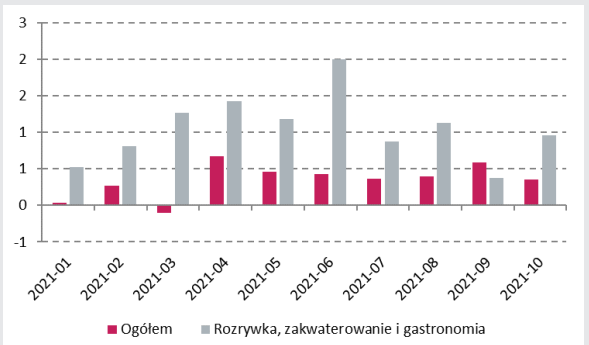
### Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych [% r/r]



### Inflacja CPI w USA najwyższa od 31 lat

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych wzrosła w październiku do 6,2% r/r z 5,4% r/r we wrześniu, a więc okazała się najwyższa od 31 lat. Odczyt ten przewyższył konsensus prognoz, który wynosił 5,8% r/r. W ujęciu m/m inflacja cen konsumpcyjnych wzrosła do 0,9% m/m z 0,4% m/m we wrześniu. Za nasilenie inflacji odpowiada zwłaszcza inflacja cen energii, która wyniosła aż 4,8% m/m, co wynika z kształtowania się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Inflacja cen żywności ustabilizowała się natomiast na 0,9% m/m. Po wyłączeniu cen żywności i energii, a więc bazowy wskaźnik inflacji konsumenckiej wyniósł 0,6% m/m (4,6% r/r wobec 4,0% r/r we wrześniu) potwierdzając nasilenie presji inflacyjnej związanej z rosnącym kosztami, w tym kosztów płac i siłą popytu wspieraną rekordową skalą stymulacji gospodarczej: fiskalnej jak i monetarnej. W Stanach Zjednoczonych przychodzi zatem czas zapłaty za ekspansywną politykę gospodarczą. W świetle globalnych trendów inflacyjnych, ultratagodnej polityki gospodarczej i presji popytowej teza amerykańskich członków władz monetarnych o „tymczasowości” wysokiej inflacji traci na aktualności, a prawdopodobieństwo rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych w 2022 r. staje się coraz większe. Tym bardziej, że uchwalono program fiskalny dedykowany projektom infrastrukturalnym.

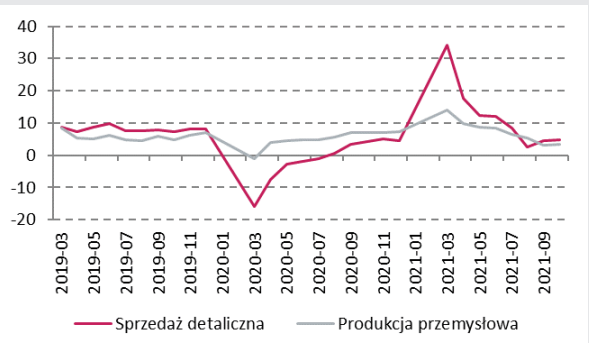
### Wzrost przeciętnej płacy godzinowej w USA [sa, % m/m]



### W październiku produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna w Chinach lepsze od oczekiwań

Produkcja przemysłowa w Chinach wzrosła w październiku o 3,5% r/r po wzroście o 3,1% r/r miesiąc wcześniej. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła natomiast do 4,9% r/r z 4,4% r/r we wrześniu. Dane okazały się lepsze od oczekiwań. Przyspieszenie wzrostu obu kategorii w październiku to dobra informacja zważywszy na niedobory energii elektrycznej w przemyśle, a także pojawienie się ognisk COVID-19 w niektórych regionach kraju. Niezmienne jednak utrzymują się znaczące ryzyka dla gospodarki chińskiej związane z problemami zadłużeniowymi sektora nieruchomości, a także - w najbliższych chłodnych na północy kraju miesiącach - z możliwą niewystarczającą produkcją energii.

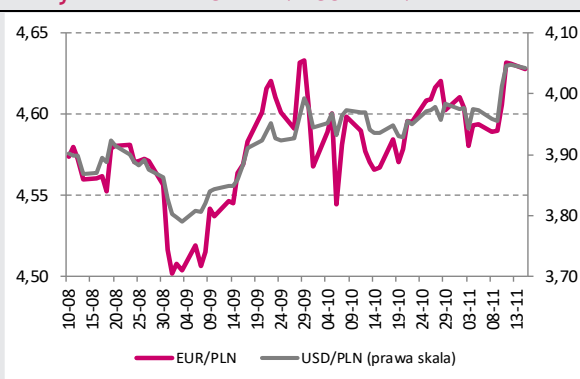
### Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Chinach [% r/r]



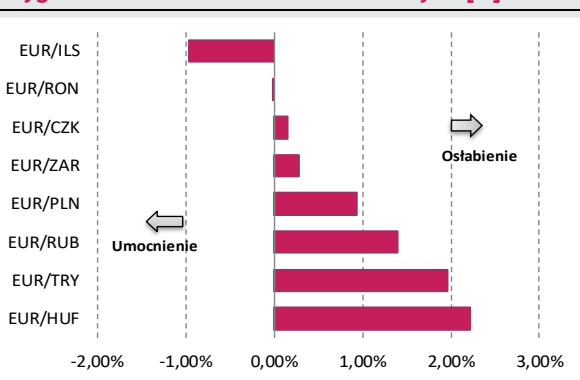
Źródło: Macrobond

## Rynek walutowy

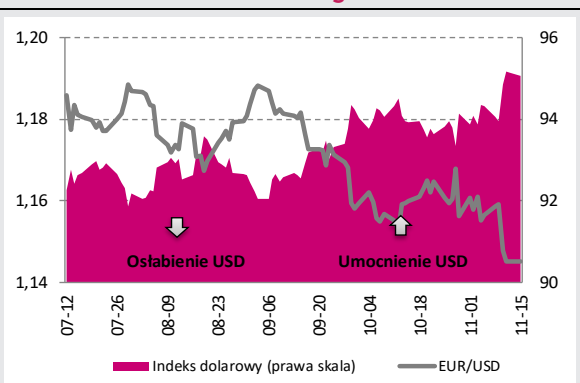
### Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



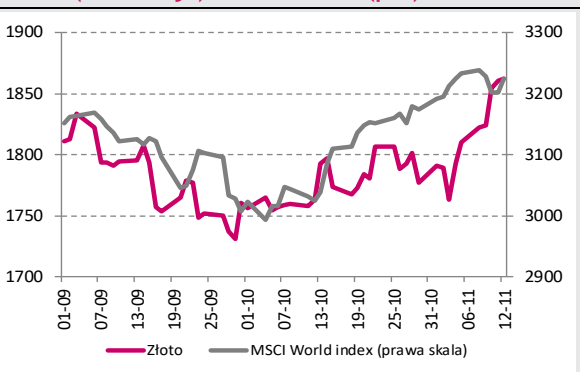
### Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



### Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



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



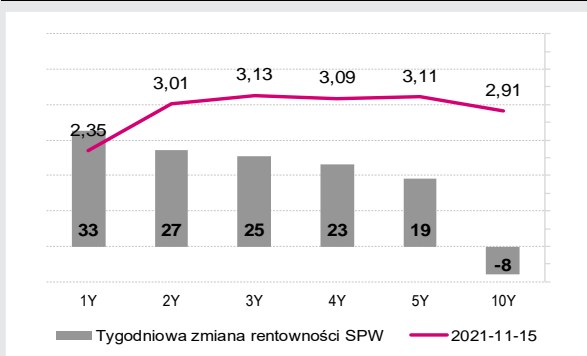
Źródło: Refinitiv

Miniony tydzień przyniósł powrót presji na osłabienie złotego. Kurs EUR/PLN przejściowo sięgnął nawet bariery 4,6493, choć w przypadku zamknięcia dnia żadna z sesji omawianego okresu nie zdołała przekroczyć istotnego poziomu technicznego 4,6328. Źródłem presji na osłabienie złotego, ale i większości walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej stanowił umacniająca się pod wpływem wyższych od oczekiwań danych o inflacji CPI w USA amerykański dolar. W reakcji na wspomniane dane kurs EUR/USD obniżył się do 1,1430, a więc od około 1,5 centa licząc od ubiegłego poniedziałku. W rezultacie eurodolar znalazł się na najniższym od lipca 2020 roku poziomie, a presja na normalizację polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych powinna utrzymywać amerykańską walutę na relatywnie wysokim poziomie wartości w stosunku do euro. Stabilny wokół bariery 1,0550 był natomiast kurs EUR/CHF, który prawdopodobnie chroniony jest przed dalszym spadkiem przez aktywność banku centralnego Szwajcarii na rynku walutowym.

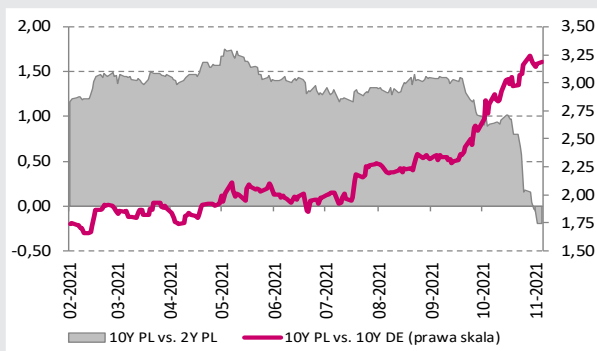
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Powrót inwestorów krajowych, korekta silnej reakcji rynkowej na wyższą od oczekiwań amerykańską inflację CPI, piątkowe lepsze od konsensusu dane PKB z Polski, czy poranne wypowiedzi prezesa Narodowego Banku Polskiego podtrzymujące oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w grudniu oraz wskazania analizy technicznej to argumenty, które w naszej ocenie zadczydują o spadku notowań EUR/PLN w najbliższych dniach. Mimo, iż nie powinien być on silny (zniżka notowań w okolice 4,60 byłaby kresem obecnych możliwości) to zapewniałaby oddalenie się od istotnej bariery 4,6328, której skuteczne przebicie otwiera drogę do ataku na pandemiczny szczyt zlokalizowany około cztery grosze wyżej. Pomocne w umocnieniu złotego mogą być także pojawiające się rekomendacje zagranicznych instytucji zakładające umocnienie polskiej waluty. Wiele zależeć będzie od sentymentu zewnętrznego, lecz potencjał do umocnienia dolara w tym tygodniu (sprzyjający przecenieniu złotego) jest relatywnie niewielki. Dokonany w ubiegłym tygodniu ruch EUR/USD był bowiem solidny a najbliższe dni nie zawierają publikacji na tyle istotnych by mogły nadać globalnym rynkom istotnej zmienności.
USD/PLN	↓	Kurs USD/PLN, który w ubiegłym tygodniu wyraźnie przebił psychologiczną barierę 4,0 powinien w naszej ocenie w najbliższych dniach stopniowo do niej powracać, choć póki co głównie za sprawą spodziewanego umocnienia polskiej waluty. Zakładamy bowiem, iż notowania eurodolara będą w tym tygodniu poruszały się w trybie horyzontalnym.
EUR/USD	↔	Techniczny obraz kursu EUR/USD nadal sugeruje spadek notowań (w szczególności po złamaniu bariery 1,1510), choć liczymy, iż w najbliższych dniach eurodolar koncentrować się będzie w okolicy 1,1430 oczekując na nowe impulsy. Tych natomiast w naszej ocenie w najbliższych dniach może zabraknąć. Kalendarium nie zawiera bowiem pozycji na tyle istotnych, by rozruszać rynki (dane o amerykańskiej sprzedaży detalicznej, czy produkcji przemysłowej tak działać nie powinny), stąd prognozujemy stabilizację wyceny dolara do euro w najbliższych dniach. Rynkowe oczekiwania zakładające przyszłoroczne podwyżki stóp procentowych są zaś na tyle agresywne, że do ich kontynuacji wymagane byłoby naszym zdaniem jastrzębie komentarze członków Fed. Na te natomiast w chwili obecnej byśmy nie liczyli. Rynek skupiony jest natomiast na ocenie, czy L. Brainard ma szansę zastąpić J. Powella w fotelu prezesa Fed.

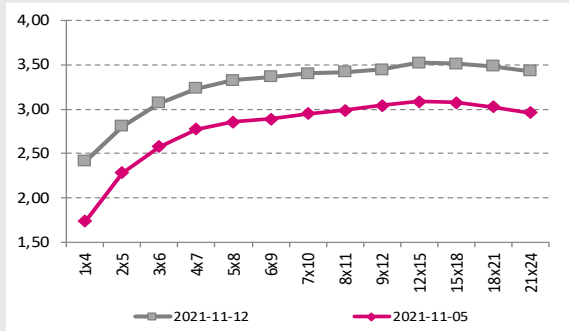
## Rentowność obligacji krajowych [%]



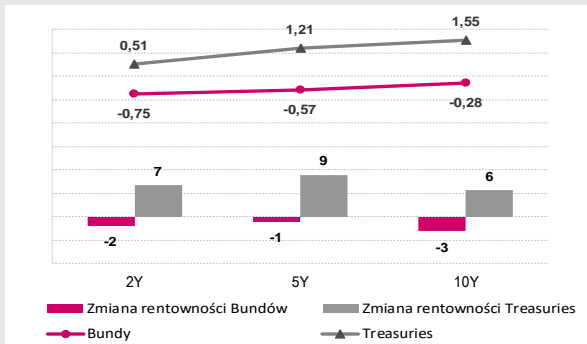
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Rynek obligacji

Wydarzeniem ubiegłego tygodnia na krajowym rynku długu niewątpliwie jest odwrócenie się krzywej dochodowości tj. wystąpienie sytuacji, w której obligacje o krótszych terminach zapadalności oferują wyższą dochodowość aniżeli dług 10-letni. W obecnych uwarunkowaniach jest to wynik dynamicznego zwrotu w krajowej polityce pieniężnej i agresywnych oczekiwaniach jej dalszej normalizacji. Nakłada się na to względny spokój rynków bazowych, które w najsilniejszym stopniu determinują zachowanie polskiego długiego końca krzywej. Warto jednak wspomnieć o przedłużających się problemach płynnościowych polskiego rynku obligacji, które sprawiają, iż bieżąca wycena skarbowych papierów wartościowych nie oddaje wiernie aktualnej sytuacji rynkowej. Na bazowych rynkach długu jak wspomnieliśmy zakończony tydzień był czasem niewielkiej zmienności obligacji. Najbardziej stabilna była wycena Bunda. Rentowność 10-latki niemieckiej koncentrowała się wokół -0,28%. Wzrost o 6 bps odnotowała zaś dochodowość 10-latki amerykańskiej. Wpływ na to miały wyższe od oczekiwań dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych, które nasiliły rynkowe oczekiwania na dalszą normalizację polityki monetarnej w USA w 2022 roku w wariancie bardziej agresywnym niż oficjalne oczekiwania członków Fed.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Mimo dużej nerwowości rynku (choć skupionej głównie na krótkoterminowych papierach) liczymy, iż najbliższe dni przyniosą uspokojenie notowań skarbowych papierów wartościowych. Najciekawszym wydarzeniem będzie listopadowy przetarg odkupu długu realizowany przez Narodowy Bank Polski, choć nie spodziewamy się na nim znaczących kwot nabywanych obligacji. W wyniku agresywnych oczekiwań rynku dotyczących grudniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej - podtrzymanych przez wygłoszone na początku tygodnia wypowiedzi prezesa NBP o wyższym prawdopodobieństwie podwyżki aniżeli stabilizacji stóp procentowych - jest duża szansa na utrzymanie odwróconej krzywej dochodowości polskiego długu. Wpływ wydarzeń zewnętrznych - tradycyjnie w największym stopniu widoczny w notowaniach 10-latki - będzie naszym zdaniem niewielki. Kalendarium danych makroekonomicznych jest bowiem ubogie. W średnim terminie pozostajemy natomiast wierni naszej prognozie mówiącej o wzroście dochodowości długiego końca krzywej natomiast w perspektywie najbliższych dni za najbardziej prawdopodobny scenariusz uznajemy stabilizację wyceny skarbowych papierów wartościowych.
10Y DE (%)	Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bunda w tym tygodniu zakładają jego dalszą stabilizację motywowaną brakiem nowym impulsów. Wiele zależeć będzie jednak od bieżącego sentymentu. Ten pozostaje sprzyjający przecenieniu bardziej bezpiecznych aktywów. Póki co jednak stan ten dotyka w większym stopniu dług amerykański, gdzie ponownie nakręcają się oczekiwania na zmiany stóp procentowych w USA w przyszłym roku.
10Y US (%)	Rynek amerykańskich obligacji zdyskontował już wiele potencjalnych czynników wpływających na zmiany cen Treasuries, lecz ostatnie dane dotyczące wyraźnie wyższej od oczekiwań inflacji CPI nasiliły oczekiwania na szybsze podwyżki stóp procentowych w USA niż oficjalny przekaz Fed. Najbliższe dni mogą przynieść dalsze, choć już niewielkie, wzrosty dochodowości będące echem ubiegłotygodniowych zmian. Wpływ danych makro tego tygodnia na wycenę Treasuries oceniamy natomiast jako niewielki.

Źródło: Refinitiv

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 15 listopada</b>					
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Październik	3.1%	3.0%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Październik	4.4%	3.5%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Październik	5.9%	6.8%	
<b>14:00 Rachunek obrotów bieżących EUR</b>	<b>Polska</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>-1686m</b>	<b>-1300m</b>	<b>-2215m</b>
<b>Wtorek 16 listopada</b>					
11:00 PKB r/r sa rew.	EZ	Q3	14.3%	3.7%	
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Listopad	1.80%	1.95%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	0.7%		
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Październik	-1.3%	0.7%	
<b>Środa 17 listopada</b>					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Październik	3.4%	4.1%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Październik	1586k	1630k	
<b>Czwartek 18 listopada</b>					
14:30 Indeks Filadelfia Fed	USA	Listopad	23.8	22.0	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	12 listopada	267k	270k	
<b>Piątek 19 listopada</b>					
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Październik	14.2%	16.3%	
<b>10:00 Zatrudnienie r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
<b>10:00 Wynagrodzenia r/r</b>	<b>Polska</b>	<b>Październik</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.5%</b>
<b>Poniedziałek 22 listopada</b>					
02:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Chiny	Listopad	3.85%		
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Październik	10.2%	10.8%	10.7%
10:00 Produkcja przemysłowa	Polska	Październik	8.8%	5.4%	4.9%
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Październik			

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	5,1	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	6,3	2,7	4,5	5,4	7,1	7,6	6,8	6,0	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	1,75	2,50	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,50	2,50	2,50
<b>WIBOR 1M (%)</b>	1,63	0,20	1,85	2,60	0,18	0,17	0,18	1,85	2,40	2,60	2,60	2,60
<b>WIBOR 3M (%)</b>	1,71	0,21	2,00	2,75	0,21	0,21	0,24	2,00	2,50	2,75	2,75	2,75
<b>WIBOR 6M (%)</b>	1,79	0,25	2,30	2,85	0,25	0,25	0,31	2,30	2,75	2,85	2,85	2,85
<b>Obligacja 2-letnia (%)</b>	1,50	0,02	2,70	3,00	0,09	0,43	0,48	2,70	2,80	2,90	2,95	3,00
<b>Obligacja 10-letnia (%)</b>	2,07	1,30	3,00	3,40	1,56	1,65	2,02	3,00	3,10	3,20	3,30	3,40
<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	0,15	0,45	0,19	0,16	0,13	0,15	0,20	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.