

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

22 listopada 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

Złoty rozpoczyna tydzień od oscylowania wokół poziomu 4,69. Niezmiennie perspektywy polskiej waluty pozostają umiarkowanie pesymistyczne, choć ostatnia seria nieprzerwanych spadków wartości polskiej waluty rodzi coraz większą potrzebę korekty technicznej. Docelowo jednak kurs EUR/PLN przesunąć się powinien w stronę istotnej bariery 4,73. Najbliższe dni mogą obfitować w zmienność rynków bazowych. Kalendarium istotnych publikacji jest bowiem rozbudowane i zawiera między innymi wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro i USA, czy publikacje opisów z niedawnych posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego (odmienne perspektywy polityki pieniężnej mogą nasilać trend spadku eurodolara). Inwestorzy śledzić będą ponadto potencjalną decyzję o wyborze prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz statystyki zachorowań na COVID-19 (w szczególności w Europie, gdzie w ubiegłym tygodniu kilka państw podjęło decyzję o ogłoszeniu lockdownów). Złoty pozostanie wrażliwy na zmiany rynku eurodolara, a słabsze nastroje nasilać mogą presję na spadek pary EUR/USD i tym samym na wzrost kursu EUR/PLN. Czynniki krajowe pozostaną w tle, choć nadal ich wymowa będzie niekorzystna dla polskiej waluty (opóźnienia w akceptacji Krajowego Planu Odbudowy, wciąż łagodne na tle innych banków centralnych nastawienie Rady Polityki Pieniężnej).

Najważniejsze dane tego tygodnia

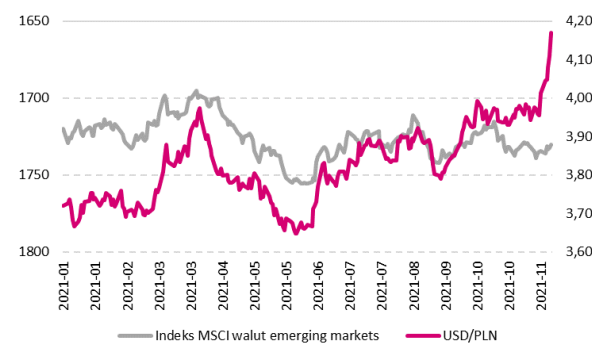
Kolejne dane z krajowej gospodarki

We wtorek GUS opublikuje kolejne dane makroekonomiczne z polskiej gospodarki - sprzedaż detaliczną oraz produkcję budowlano-montażową. Oczekujemy wyhamowania ich dynamik ze względu na ustąpienie korzystnego efektu kalendarzowego z września. Aktywność ekonomiczną, szczególnie sprzedaż detaliczną, ograniczać mogą także zaburzenia w łańcuchach dostaw i ograniczona dostępność części towarów. Czynnikiem też zmniejsza możliwość wzrostu sprzedaży aut i wyrobów elektronicznych, co już w poprzednich miesiącach było widać w słabszych danych w tych kategoriach dóbr. Czynnikiem niepewności pozostaje reakcja gospodarstw domowych na wysoką inflację. Listopadowe badania koniunktury wskazują, iż wpływa ona na pogorszenie nastrojów konsumentów, a w rezultacie ich skłonności do zakupów dóbr trwałych. W takich uwarunkowaniach oczekiwać należy wyhamowania wzrostu konsumpcji prywatnej, choć pozostanie ona dominującym motorem wzrostu gospodarki.

Nasilenie pandemii najpewniej pogorszy nastroje w gospodarce eurolandu

We wtorek opublikowane zostaną także wstępne odczyty indeksów PMI w strefie euro oraz części gospodarek UE. Spodziewane jest nieznaczne pogorszenie nastrojów zarówno w przemyśle, jak i sektorze usług strefy euro. W dalszym jednak ciągu ich poziomy będą wskazywały na ekspansję gospodarki Eurolandu, choć zaostrożenie restrykcji przeciwepidemicznych i wprowadzanie lockdownów w części krajów może przetożyć się na silniejsze wyhamowanie aktywności ekonomicznej. Nasilenie pandemii oraz wysoka inflacja stanowią główne ryzyka dla perspektyw wzrostu europejskiej gospodarki. Czynnikiem ten może powstrzymać EBC przez zmianę retoryki.

Wykres tygodnia



Źródło: Refinitiv

Złoty doświadczył w ostatnich dniach solidnego ostatebnienia motywowanego zarówno czynnikami globalnymi, jak i krajowymi stając się - obok tureckiej liry - najgorzej radzącą sobie walutą rynków wschodzących. Kolejne dni powinny w naszej ocenie przynieść kontynuację presji na przecenę polskiej waluty. Kurs EUR/PLN zmierza obecnie do bariery 4,73.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,6970	1,4%
USD/PLN	4,1645	2,9%
CHF/PLN	4,4842	2,0%
EUR/USD	1,1277	-1,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,44	5
WIBOR 3M	1,69	7

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	2,88	-20
5Y	3,29	16
10Y	3,38	41

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,06	-12
5Y	3,15	3
10Y	3,05	11

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,34	-7
US 10Y	1,56	-2

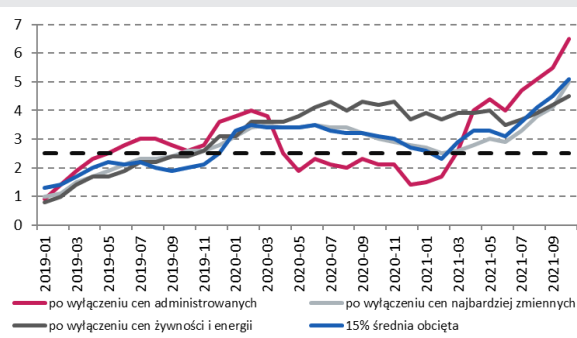
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	69415,7	-4,4
S&P 500	4698,0	0,3
Nikkei 225	29774,1	0,0

Źródło: Refinitiv

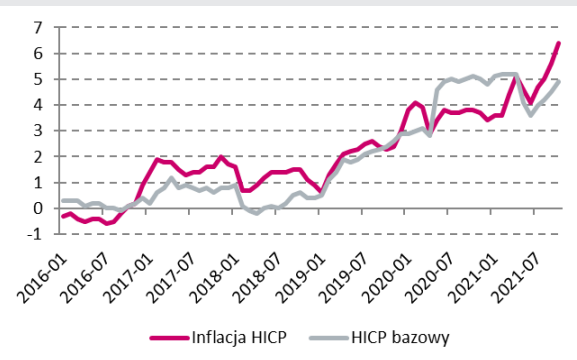
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

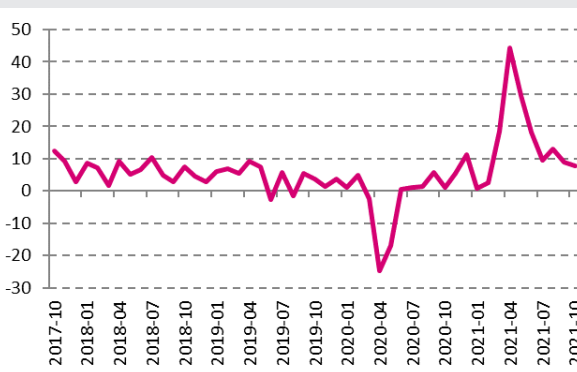
Miary inflacji bazowej w Polsce [% r/r]



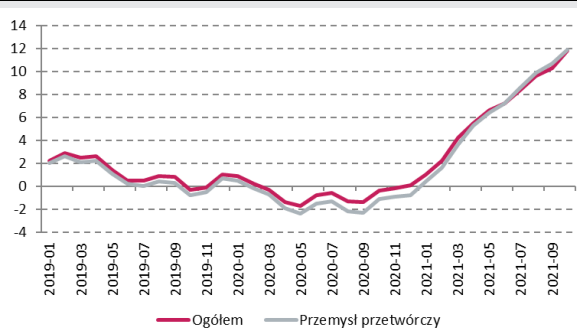
Indeks HICP i bazowy indeks HICP dla Polski [% r/r]



Produkcja przemysłowa [% r/r]



Inflacja PPI [% r/r]



Wyliczenia inflacji bazowej uzasadniają dalsze podwyżki stóp procentowych

Według danych Narodowego Banku Polskiego w październiku wzrosły wszystkie 4 obliczane miary inflacji bazowej. Najczęściej śledzony wskaźnik - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł do 4,5% r/r z 4,2% r/r miesiąc wcześniej, a więc do najwyższej wartości od 20 lat. Spodziewamy się, że indeks ten przez cały 2022 r. będzie kształtował się powyżej górnego ograniczenia (3,5% r/r) dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego napędzany zarówno przez czynniki podażowe, ale i popytowe, Sądzymy zatem, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wyliczenie wskaźnika HICP dla Polski, który w październiku wyniósł 6,4% r/r wobec 5,6% r/r we wrześniu. Metodologia tego indeksu jest zbliżona do konstrukcji CPI. Obie miary dynamiki cen konsumenta potwierdzają wysoką presję inflacyjną, która naszym zdaniem przekona większość członków Rady Polityki Pieniężnej do kontynuacji podwyżek stóp procentowych już na posiedzeniu w grudniu (zakładamy podwyżkę o co najmniej 50 pkt baz.).

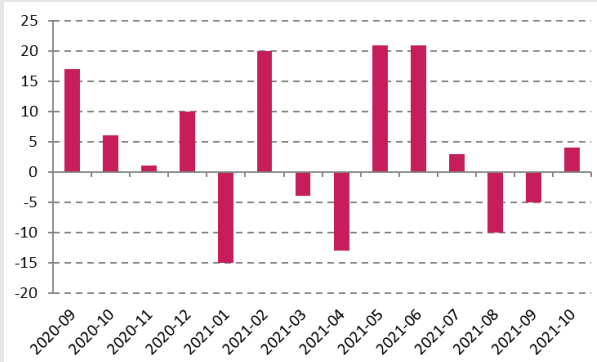
Lepszy od oczekiwań odczyt z przemysłu w październiku, choć szerszy obraz sektora nie ulega zmianie

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w cenach stałych w październiku o 7,8% r/r po wzroście o 8,8% r/r we wrześniu. Dane okazały się dużo lepsze od naszych oczekiwań, jak i konsensusu prognoz. Do spadku dynamiki produkcji przemysłowej przyczyniła się niekorzystna różnica r/r w liczbie dni roboczych. Na pierwszy rzut oka dane te wyglądają bardzo dobrze. Warto zauważyć jednak, że do tak dobrego odczytu przyczyniła sprzedaż przez firmy przemysłowe klasyfikowane jako „Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”, która wzrosła aż o 40,6% r/r i 35,1% m/m. Trudno jest jednak wytłumaczyć tak wysoki wzrost, w szczególności, że warunki gospodarcze między wrześniem a październikiem nie uległy istotnym zmianom. Nieco inny obraz danych rysuje się analizując głębiej ich strukturę. W październiku wzrosły odnotowano w 25 spośród 34 działów przemysłu, podczas gdy we wrześniu w 30. Nadal znaczące przyrosty notuje się w części branż z dużym udziałem sprzedaży za granicę. Natomiast spadek odnotowano m.in. w produkcji pojazdów samochodowych (o 19,5% r/r) i urządzeń elektrycznych (o 3,1% r/r), co przypisujemy brakom odpowiedniej ilości podzespołów elektronicznych. Pomijając czynnik wytwarzania energii elektrycznej w październiku ogólny obraz przemysłu zasadniczo nie odbiega od odnotowywanego w ostatnich miesiącach. Dane te wskazują, że przemysł może mieć nieznacznie dodatni wkład do wzrostu PKB (po korekcji sezonowej) w ujęciu kw/kw w 4Q 2021. Sam wzrost PKB według naszych szacunków będzie słaby, niemniej ze względu na efekt niskiej bazy wzrost PKB w ujęciu rok do roku najpewniej przyspieszy względem 3Q. Perspektywy dla przemysłu w dłuższym okresie pozostają relatywnie optymistyczne - firmy ankietowane przez GUS spodziewają się wzrostu zamówień i produkcji w przyszłości. Warto odnotować, że jednak coraz bardziej do głosu będą dochodzić czynniki popytowe ograniczając nieco skalę ekspansji sektora, na co wskazują informacje z chińskiego sektora przemysłowego.

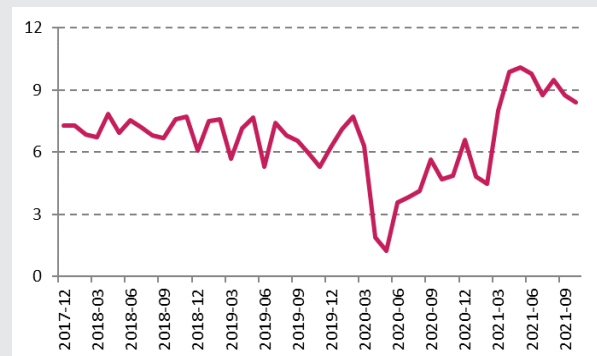
Inflacja PPI w październiku najwyższa od 24 lat

W górę zaskoczył także wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu, który w październiku wzrósł do 11,8% r/r z 10,3% r/r we wrześniu. To najwyższy poziom indeksu od niemal 24 lat, tj. 1997 roku. W samym październiku indeks PPI wzrósł o 1,8% m/m. Najsilniejsze wzrosty cen koncentrują się w branżach surowcowych i energetycznych, jednak presja cenowa ma szeroki zakres. W warunkach wciąż mocnego popytu rosnące ceny produkcji będą przerzucane na ceny konsumenta, co sygnalizują wskaźniki koniunktury, w szczególności komponenty odzwierciedlające spodziewane ceny. Dane te potwierdzają utrzymanie się silnej presji inflacyjnej, co utrwala oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych.

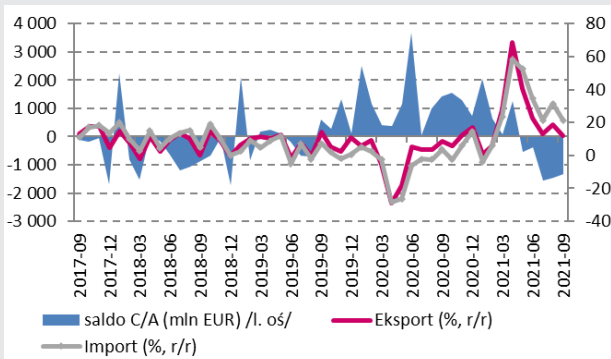
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Dane o bilansie płatniczym



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Stabilny rynek pracy w październiku

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 0,5% r/r po wzroście o 0,6% r/r miesiąc wcześniej. Natomiast w ujęciu m/m liczba pełnych etatów zwiększyła się o 3,9 tys. m/m po spadku o 4,8 tys. m/m we wrześniu. Jak wskazuje komunikat Głównego Urzędu Statystycznego wzrost zatrudnienia w październiku wynikał z „m.in. z przyjęć w jednostkach, zwiększania wymiaru etatów zatrudnionych pracowników do poziomu sprzed pandemii, a także mniejszej absencji w związku z przebywaniem na urloпах bezpłatnych”. Dane te wskazują na stabilny popyt na pracę, który, jak wskazują indeksy koniunktury powinien się poprawiać. Przejściowym ryzykiem dla tych prognoz jest nasilenie pandemii w ostatnim okresie. Należy zaznaczyć, że o przyrosty zatrudnienia będzie coraz trudniej ze względu na ograniczoną liczbę pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 8,4% r/r po wzroście o 8,9% r/r miesiąc wcześniej. Odczyt okazał się niższy zarówno od konsensusu prognoz, jak i naszych optymistycznych oczekiwań (+9,5% r/r). Pomimo tej niespodzianki sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, a popyt na pracę poprawia się. Według Szybkiego Monitoringu NBP ponad 1/3 firm spodziewa się podwyżek płac (jest to wysoka wartość). Oczekiwania co do rynku pracy pozostają optymistyczne, aczkolwiek niedopasowanie podaży od popytu na pracę generować będzie presję na dalsze solidne wzrosty wynagrodzeń. Tym bardziej, że inflacja jest najwyższa od 20 lat. Pomimo wysokiej spodziewanej inflacji konsumpcja gospodarstw domowych powinna być mocną stroną gospodarki, choć prognozy jej wzrostu w kolejnych latach ulegają rewizji w dół. Październikowe dane z rynku pracy te nie zmieniają korzystnego obrazu rynku pracy.

Polski eksport nadal pod wpływem zaburzeń podaży

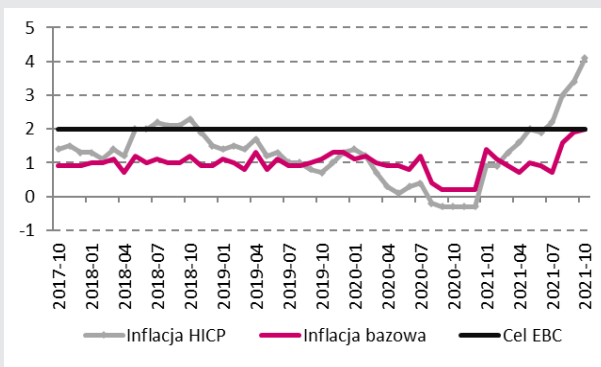
Dane Narodowego Banku Polskiego wskazują, że saldo na rachunku obrotów bieżących wyniosło we wrześniu -1339 mln EUR wobec -1441 mln EUR przed miesiącem. Odczyt okazał się lepszy od naszych oczekiwań, ze względu na pozytywną niespodziankę na rachunku obrotów towarowych z zagranicą, którego deficyt sięgnął „jedynie” 111 mln EUR, tj. był najniższy od 3 miesięcy. Na wynik ten złożył się wzrost eksportu o 12,2 % r/r (licząc w EUR) wobec 18,9% r/r w sierpniu oraz wzrost importu o 21,5% r/r wobec 31,6% r/r miesiąc wcześniej. Szybszy wzrost eksportu hamowany jest przez ograniczenia podaży m.in. w sektorze motoryzacyjny (braki komponentów elektronicznych, słabsza sprzedaż m.in. baterii samochodowych). Z kolei na wysoką dynamikę importu składają się zakupy drożących ropy naftowej i gazu ziemnego oraz towarów przetworzonych (metali, produktów przemysłu chemicznego). Jednocześnie nadwyżka w saldzie usług nadal pozostawała wysoka. Wrześniowe dane wpisują się w nasz scenariusz zakładający, że eksport netto towarów i usług miał negatywny wkład do rocznej dynamiki PKB w 3Q br.

Reformy podatku PIT w ramach Polskiego Ładu wchodzi w życie od nowego roku

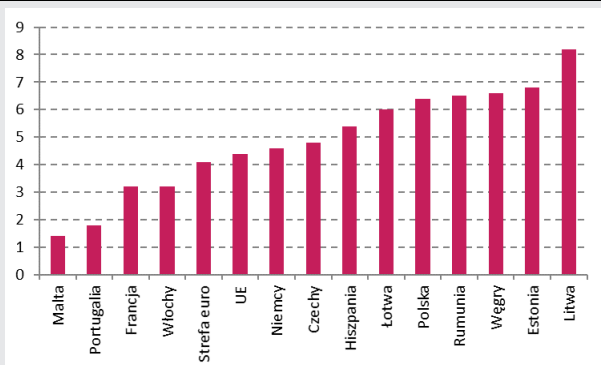
Prezydent A.Duda podpisał w ub. tygodniu m.in. ustawę dotyczącą zmian podatkowych zakładanych w „Polskim Ładzie”. Według ustawy kwota wolna na podatku PIT wynosić będzie 30 tys. zł, a próg wyższej stawki podatku PIT wzrośnie do 120 tys. zł. Zmieniają się jednak zasady naliczania składki zdrowotnej, także dla samozatrudnionych. Według najnowszego Raportu o inflacji NBP korzyści odniosą zwłaszcza emeryci i renciści oraz pracownicy o rocznym przychodzie poniżej 68,4 tys. zł., co powinno stanowić pozytywny impuls konsumpcyjny (i inflacyjny) w 2022 r. Nowe rozwiązania mają wejść w życie od nowego roku.

Makro - zagranica

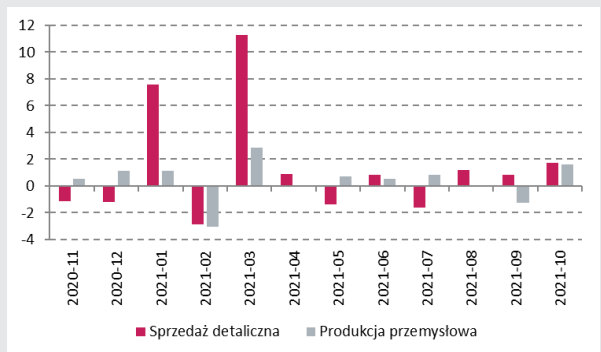
Inflacja HICP, bazowy wskaźnik HICP w strefie euro i cel inflacyjny EBC [% r/r]



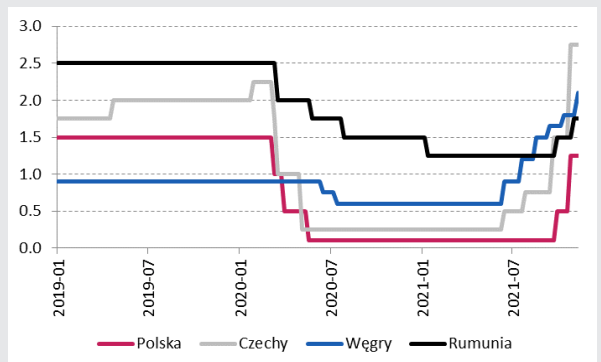
Wskaźniki HICP w wybranych krajach Unii Europejskiej w październiku [% r/r]



Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych [sa, % r/r]



Główne stopy procentowe banków centralnych Europy Środkowej [%]



Źródło: Macrobond

Inflacja w strefie euro coraz wyżej

Eurostat potwierdził wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro w październiku wynoszący 4,1% r/r (3,4% r/r miesiąc wcześniej). Inflacja napędzana jest w skali globalnej przez ceny surowców energetycznych, a także przez drożejące półprodukty wykorzystywane w dalszej produkcji, co wynika z zatorów w łańcuchach powiązań handlowych. Dynamika cen wśród krajów członkowskich pozostaje jednak bardzo zróżnicowana - wskaźnik HICP dla Litwy przewyższył w październiku 8,0% r/r, natomiast na Malcie i w Portugalii nie przekroczył 2,0% r/r. Będzie to utrudniało decyzje członków Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego odpowiedzialnej za politykę pieniężną w strefie euro. Zgadza się z opiniami większości członków Rady, że część obecnych czynników proinflacyjnych w strefie euro będzie wygasła (np. wpływ zmiany stawki VAT w Niemczech), aczkolwiek rosnące oczekiwania inflacyjne mogą wpływać na ocenę długości trwania okresu szybkiego wzrostu cen w strefie euro. Stąd najbliższe posiedzenie EBC, na którym przedstawione zostaną nowe prognozy makroekonomiczne będzie interesujące, gdyż być może pojawią się sygnały dalszych kroków normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro, po zapowiedziach wygaszenia awaryjnego programu skupu aktywów przez EBC (PEPP).

Mocne dane ze Stanów Zjednoczonych

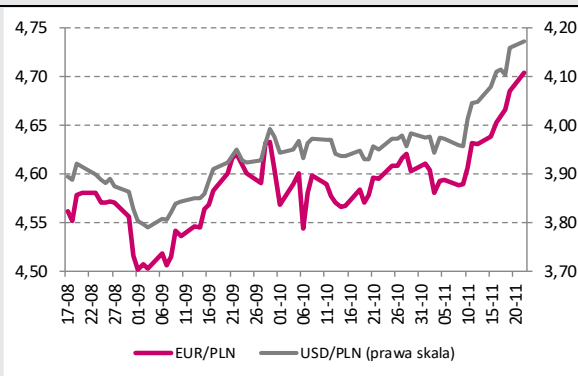
Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych wzrosła w październiku o 1,7% m/m po wzroście o 0,8% m/m we wrześniu. Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła natomiast 1,6% m/m wobec -1,3% m/m we wrześniu wspierana znacząco przez sektor motoryzacyjny. Odczyty te okazały się lepsze od oczekiwań. Dane te potwierdzają widoczne wcześniej we wskaźnikach koniunktury poprawę aktywności na początku 4Q br. W całym kwartale wzrost PKB w USA najpewniej przyspieszy, choć znaczące pogorszenie nastrojów konsumenckich w listopadzie zwiększa negatywne ryzyka dla tych oczekiwań.

Węgry kontynuują cykl zacieśniania polityki pieniężnej

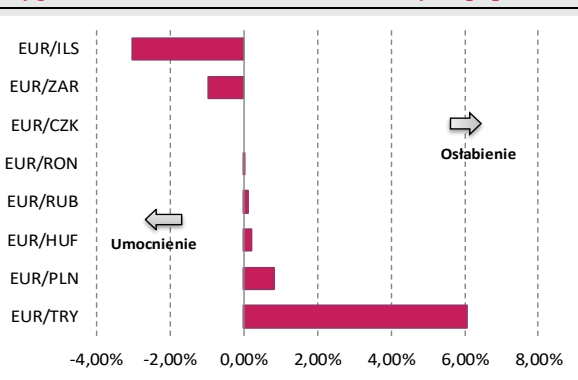
Rada Monetarna na Węgrzech podniosła główną stopę procentową tamtejszego banku centralnego o 30 pkt baz., tj. do 2,10% z 1,80%. W tej samej skali poniesiono także stopę depozytową i kredytową. Jest to już 6 podwyżka stóp procentowych na Węgrzech w tym cyklu zacieśniania polityki pieniężnej (od czerwca br. łącznie podwyżki wyniosły 150 pkt baz.). Węgierscy bankierzy centralni informują także, że stopy procentowe będą ponoszone co miesiąc, aż perspektywy inflacji będą zgodne z celem inflacyjnym (+3,0% r/r).

Rynek walutowy

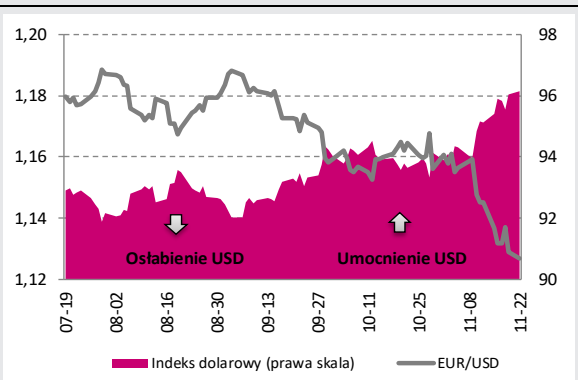
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



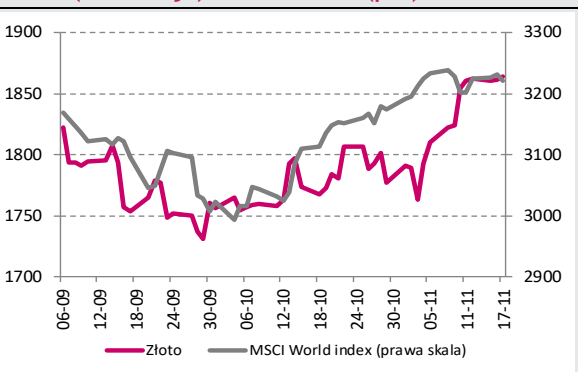
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



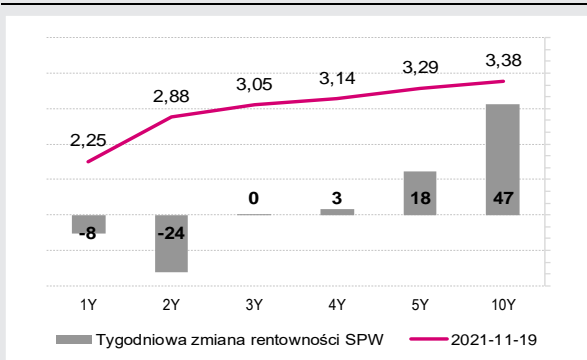
Źródło: Refinitiv

Miniony tydzień był czasem znaczącego osłabienia polskiej waluty, na które - wobec utrzymywania się dotychczasowych krajowych ryzyk - złożyło się także pogorszenie sentymentu globalnego. Wraz ze spadającym eurodolarem do przeceny powrócił złoty. Fakt, iż głównym determinantem zmian w ubiegłym tygodniu były nastroje światowe sprawił, że solidarnie ze złotym traciły także pozostałe waluty regionu (węgierski forint, czeska korona). Dodatkową presję na waluty Węgier i Polski wywierały prasowe spekulacje o zaostrzającym się konflikcie Budapesztu i Warszawy z Brukselą. Co ciekawe w horyzoncie zakończonego tygodnia złoty - obok tureckiej liry - pozostawał natomiast jedną z najgorzej radzących sobie walut emerging markets (efekt wciąż łagodnego postawy Rady Polityki Pieniężnej na tle innych banków centralnych regionu). Jak wspomnieliśmy na rynkach bazowych ostatnie dni były czasem zwiększonego zainteresowania tzw. bezpiecznymi walutami dolarem i frankiem szwajcarskim. W rezultacie kurs EUR/USD obniżył się do nawet 1,1260 tj. 16-miesięcznego minimum. Notowania EUR/CHF po złamaniu zaciekle bronionej przez bank centralny Szwajcarii w drugim kwartale ubiegłego roku (szczyt fali COVID-19) bariery 1,05 osiągnął 6-letnie dno.

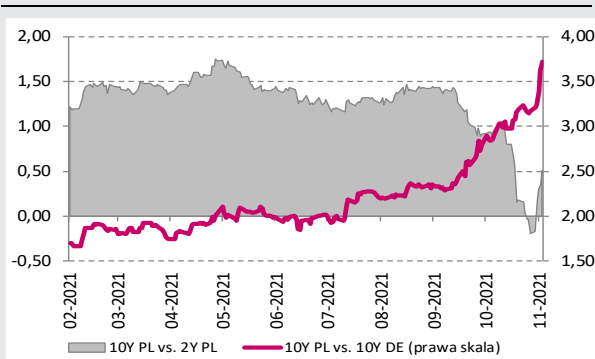
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	<p>↑</p> <p>Złoty pozostaje na ścieżce osłabienia w relacji do euro, o czym decydują utrzymujące się czynniki lokalne (spór z Unią Europejską i brak zgody Brukseli na polski Krajowy Plan Odbudowy, wciąż łagodne na tle regionu nastawienie Rady Polityki Pieniężnej) oraz pogorszenie sentymentu inwestycyjnego w związku z nasileniem pandemii COVID-19 (kolejne lockdowny w Europie). Najnowszym źródłem słabości polskiej waluty - po wyniesieniu kursu EUR/PLN - na wieloletnie maksima jest także analiza techniczna i chęć ataku na poziom 4,73. Liczymy na utrzymanie negatywnych trendów w tym tygodniu. Złoty może raz jeszcze pozostawać jedną z najgorzej radzących sobie walut rynków wschodzących. Relatywnie lepsza postawa czeskiej korony i węgierskiego forinta związana jest z determinacją tamtejszych banków do walki z inflacją i chęcią przyciągnięcia kapitału zagranicznego celem ustabilizowania lokalnych walut. Dodatkową presję na wartość złotego tworzy zaś możliwy efekt końca roku tj. decydujący o całorocznym zysku Narodowego Banku Polskiego (w 95% wpłacanych do budżetu centralnego) fixing. W kierunku słabszego złotego oddziałują także piątkowe komentarze prezesa NBP o spodziewanym braku reakcji banku na słabnącą walutę. Wszystkie wymienione czynniki sprawiają, iż nie liczymy na rychłe umocnienie złotego. Tym bardziej, iż niewiadomą pozostaje skala zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce w grudniu.</p>
USD/PLN	<p>↑</p> <p>Presja na wzrost pary USD/PLN pozostaje silna, gdyż decydują o niej dwa czynniki: umocnienie dolara na międzynarodowym rynku oraz słabość złotego. Konsekwencją jest systematyczna zwyżka kursu USD/PLN i stopniowe zbliżanie się notowań do bariery 4,21.</p>
EUR/USD	<p>↓</p> <p>Ten tydzień powinien uwidocznic różnice pomiędzy USA a strefą euro w kwestii polityki pieniężnej (protokoły Fed i EBC) oraz koniunktury (odczyty indeksów PMI). Efektem pozostaje presja na umocnienie dolara, choć spora część wymienionych wyżej czynników została już zdyskontowana w ubiegłym tygodniu m.in. po wypowiedziach przedstawicieli FOMC, czy prezes Ch.Lagarde. Na gruncie technicznego kursu EUR/USD koncentruje się zaś wokół dolnego ograniczenia zainicjowanego przed pół rokiem kanału spadkowego. Jest to póki co najistotniejszy argument przemawiający za niewielkim odreagowaniem bieżących trendów.</p>

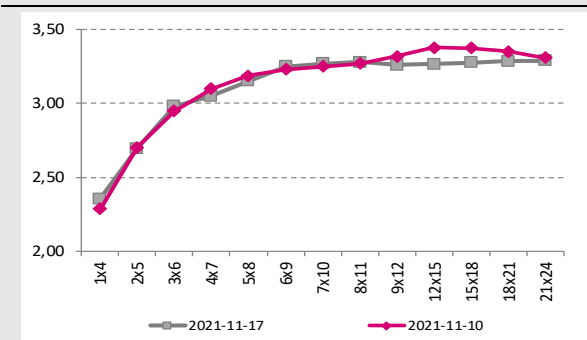
Rentowność obligacji krajowych [%]



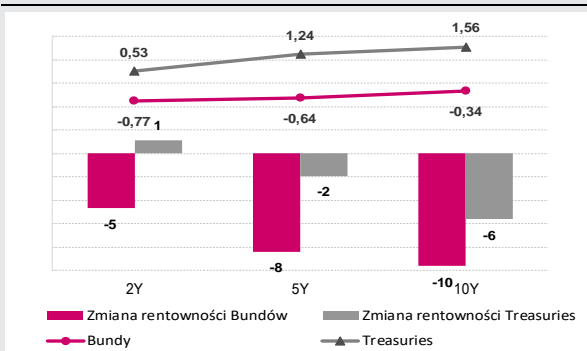
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Rynek obligacji

Dochodowość obligacji krajowych silnie wyplaszczyła się w ubiegłym tygodniu. Rentowność długiego końca krzywej wzrosła bowiem aż o 32 sięgając poziomu 3,29% (przejściowo było to jednak nawet 3,38%). Dług o 2-letnim terminie zapadalności natomiast zyskiwał na wartości obniżając dochodowość o 15 bps do 2,93%. Co istotne to fakt, iż ze względu na ubiegłotygodniowe zmiany krzywa dochodowości przestała być odwrócona (obecnie dłuższe terminy zapadalności oferują wyższą rentowność niż dług krótkoterminowy). Wydarzeniem tygodnia był jedyny listopadowy przetarg odkupu długu przez Narodowy Bank Polski. Zgodnie z oczekiwaniami wypadł on jednak niezwykle skromnie. NBP nabył zaledwie dwie serie obligacji (skarbową PS1026 za 250 mln PLN i dług Banku Gospodarstwa Krajowego FPC0328 za 116,5 mln PLN). W piątek NBP sprzedał zaś bony pieniężne w ramach podstawowej operacji otwartego rynku na kwotę 264,2 mld PLN wobec 277 mld PLN zgłoszonego zainteresowania. Na bazowych rynkach długu ostatnie dni przyniosły wyraźne spadki dochodowości związane ze wzrostem awersji do ryzyka i zwiększonym zainteresowaniem obligacjami jako bezpiecznym aktywem. Szczególnie widoczne było to w przypadku Bunda, gdzie niżkę rentowności dodatkowo napędzały łagodne komentarze prezesa Europejskiego Banku Centralnego o nikłych szansach na podwyżki stóp procentowych w przyszłym roku. Przeciwnie komentarze formułowane były natomiast przez bankierów centralnych USA, co hamowało spadek dochodowości związany z awersją do ryzyka. W efekcie dochodowość Bunda obniżyła się o 7 bps do -0,34% a amerykańskiej 10-latkii o 2 bps do 1,57%.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Zmienność obligacji skarbowych pozostaje wysoka. Dług 10-letni, który do niedawna stabilizował się pozostając niewrażliwym na sygnały z otoczenia obecnie uległ przyspieszonej przecenie i to pomimo wzrostu wartości obligacji bazowych. Trudno zatem przy tak emocjonalnym i rozchwianym rynku o skuteczną prognozę. Z pewnością - w ślad za zmianami w polityce pieniężnej - przed nami okres średnioterminowych wzrostów dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Póki co jednak jak wspomnieliśmy wycena krajowego długu skarbowego pozostaje rozedrgana.
10Y DE (%)	Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bunda w tym tygodniu zakładają jego dalszą stabilizację motywowaną brakiem nowych impulsów. Wiele zależeć będzie jednak od bieżącego sentymentu. Ten pozostaje sprzyjający wzrostowi wartości bardziej bezpiecznych aktywów. W szczególności Bunda ze względu na wprowadzane przez niektóre kraje Europy zamknięcia gospodarek oraz uporczywie podkreślaną przez prezesa Europejskiego Banku Centralnego nikłą szansę na przyszłoroczny wzrost stóp procentowych.
10Y US (%)	Rynek amerykańskich obligacji zdyskontował już wiele potencjalnych czynników wpływających na zmiany cen Treasuries. Ten tydzień może jedna uwypuklić różnice w polityce pieniężnej Stanów Zjednoczonych i strefy euro (publikacje opisów posiedzeń banków centralnych) oraz odmienne perspektywy gospodarcze (wstępne dane PMI dla przemysłu i usług). W rezultacie presja na nasilenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w USA w 2022 roku może oddziaływać w kierunku wyższej dochodowości Treasuries.

Źródło: Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 22 listopada					
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%
Wtorek 23 listopada					
09:30 PMI w przemyśle wst.	Niemcy	Listopad	57.8	56.7	
09:30 PMI w usługach wst.	Niemcy	Listopad	52.4	51.5	
10:00 PMI w przemyśle wst.	EZ	Listopad	58.3	57.2	
10:00 PMI w usługach wst.	EZ	Listopad	54.6	53.6	
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Październik	11.1%	6.3%	5.4%
10:00 Produkcja bud-montaż. r/r	Polska	Październik	4.3%	3.3%	1.9%
15:45 PMI w przemyśle wst.	USA	Listopad	58.4	59.0	
15:45 PMI w usługach wst.	USA	Listopad	58.7	59.1	
16:00 Indeks Fed Richmond	USA	Listopad	12.0	13.0	
Środa 24 listopada					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Listopad	97.7		
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Październik	8.6%	8.3%	8.9%
14:30 PKB annualizowany rew.	USA	Q3	6.7%	2.0%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Październik	4.4%		
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m wst.	USA	Październik	0.5%		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Listopad	71.7	66.8	
20:00 Opis posiedzenia FOMC	USA	Listopad			
Czwartek 25 listopada					
Dzień Dziękczynienia	USA				
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Październik	5.6%	5.5%	5.5%
13:30 Opis posiedzenia EBC	EZ	Październik			
Piątek 26 listopada					
10:00 Podaż pieniądza M3 r/r	EZ	Październik	7.4%		
Poniedziałek 29 listopada					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Listopad	4.6%		

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	5,1	5,4	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	5,0	6,6	2,7	4,5	5,4	7,2	7,9	7,2	6,5	5,1
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	1,75	2,50	0,10	0,10	0,10	1,75	2,25	2,50	2,50	2,50
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	1,85	2,60	0,18	0,17	0,18	1,85	2,40	2,60	2,60	2,60
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	2,00	2,75	0,21	0,21	0,24	2,00	2,50	2,75	2,75	2,75
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	2,30	2,85	0,25	0,25	0,31	2,30	2,75	2,85	2,85	2,85
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,02	2,70	3,00	0,09	0,43	0,48	2,70	2,80	2,90	2,95	3,00
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	3,00	3,40	1,56	1,65	2,02	3,00	3,10	3,20	3,30	3,40
EUR/PLN	4,26	4,45	4,65	4,45	4,66	4,53	4,58	4,65	4,55	4,50	4,45	4,45
USD/PLN	3,80	3,65	4,15	3,80	3,98	3,76	3,93	4,15	4,05	3,95	3,85	3,80
EUR/USD	1,12	1,22	1,12	1,17	1,17	1,21	1,17	1,12	1,12	1,14	1,16	1,17
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	0,15	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.