

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

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Nowy tydzień ma szansę przynieść poprawę nastrojów po ich zdecydowanym pogorszeniu w piątek, gdy przez rynek przelatała się fala wyprzedzącej bardziej ryzykownych aktywów, w ślad za informacjami dotyczącymi nowego wariantu koronawirusa. Najnowsze doniesienia są natomiast uspokajające (objawy Omikronu - nowej odmiany COVID-19 - są łagodne i zdolne do leczenia w warunkach domowych). Liczymy zatem na korekcyjne ruchy szerokiego wachlarza aktywów, w tym złotego. Kurs EUR/PLN powinien nieco zawrócić z do poziomu 4,72 ustanowionego na koniec ubiegłego tygodnia. Tym bardziej, iż rynek może pozycjonować się pod jutrzejsze dane o krajowej inflacji CPI (ryzyko kolejnego wyższego od konsensusu odczytu). Zmiany rynkowe nie powinny być jednak duże, gdyż ryzyko ponownego pogorszenia sentymentu inwestycyjnego jest spore i uzależnione od napływających informacji w sprawie nowego wariantu koronawirusa. W dalszej części tygodnia uwaga inwestorów dodatkowo koncentrować się będzie na licznych publikacjach makroekonomicznych, w szczególności amerykańskim indeksie Conference Board (wtorek) oraz raporcie z amerykańskiego rynku pracy (piątek). Solidne dane z USA obok zmniejszenia obaw towarzyszących Omikronowi powinny wesprzeć dolara z uwagi na przywrócenie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych.

Najważniejsze dane tego tygodnia

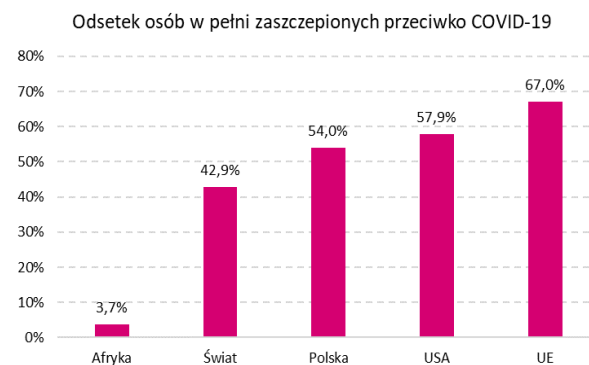
Spodziewany dalszy wzrost inflacji w listopadzie

We wtorek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji za listopad. W naszej ocenie wskaźnik CPI wzrósł w listopadzie do 7,4% r/r z 6,8% r/r w październiku. Byłby to jej najwyższy odczyt inflacji od stycznia 2001 r. W kierunku wyższej inflacji działać będą wszystkie elementy koszyka, potwierdzając szeroki zakres presji inflacyjnej. Przyspieszy inflacja cen żywności, energii, paliw, ale także inflacja bazowa. Wzrost inflacji nasilił się w grudniu i biorąc pod uwagę rozwiązania zaproponowane w tarczy antyinflacyjnej może to być szczyt inflacji. Rozwiązania tarczy antyinflacyjnej nie zmieniają zasadniczo średniookresowych perspektyw inflacji, choć poprzez dodatkowy impuls fiskalny powodować przekładać się będą na wolniejsze wygasanie inflacji. Dane inflacyjne powinny wspierać oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych, a najbliższa powinna nastąpić już w grudniu.

Oczekiwana dalsza poprawa na rynku pracy w USA

W piątek opublikowany zostanie raport z amerykańskiego rynku pracy za listopad. Konsensus rynkowy wskazuje na wzrost liczby etatów poza rolnictwem o 560 tys., czyli nieco większy niż zanotowany w październiku wzrost o 530 tys. W rezultacie oczekiwany jest spadek stopy bezrobocia do 4,5% z 4,6% miesiąc wcześniej. Amerykański rynek pracy kontynuuje odbudowę, a nasilenie kolejnej fali pandemii nie wpływa istotnie na aktywność ekonomiczną. Utrzymujący się popyt na pracę, przy jednoczesnych ograniczeniach po stronie podaży pracy wspierać będzie utrzymanie się presji płacowej i dalszej zwyżce dynamiki wynagrodzeń. Publikowane dane wspierać powinny oczekiwania na dalszą normalizację polityki pieniężnej w USA, choć ryzykiem dla tego scenariusza jest pojawienie się nowego wariantu koronawirusa.

Wykres tygodnia



Źródło: www.ourworldindata.org

Pojawienie się nowego wariantu koronawirusa - Omikronu, jego znacznie większa zakaźność i niepewność co do skuteczności szczepień wirusa nasiliły obawy o wpływ pandemii na gospodarkę. Tym bardziej, że kolejne kraje zaostrzają restrykcje przeciwepidemiczne. Nowe doniesienia w zakresie wariantu Omikron będą miały dominujący wpływ na nastroje rynkowe w tym tygodniu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7028	0,3%
USD/PLN	4,1643	0,1%
CHF/PLN	4,5024	0,6%
EUR/USD	1,1289	0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,65	20
WIBOR 3M	1,99	31

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	2,81	-14
5Y	3,32	-3
10Y	3,20	-13

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3,01	-23
5Y	3,08	-19
10Y	3,01	-17

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,31	12
US 10Y	1,54	10

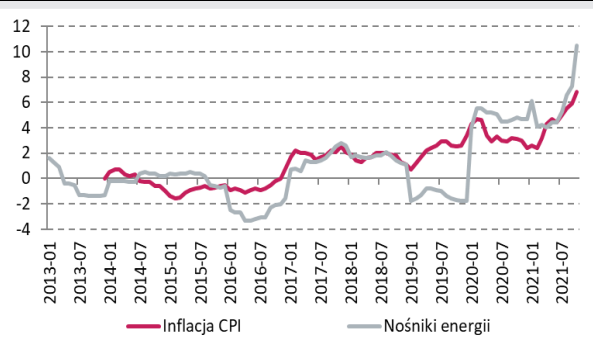
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	66579,2	-4,0
S&P 500	4594,6	-2,3
Nikkei 225	28283,9	-4,9

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

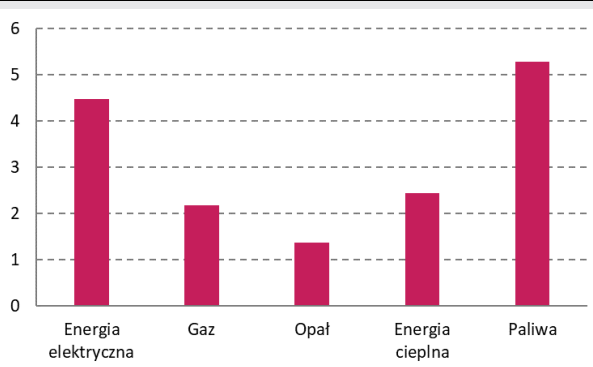
Inflacja CPI i cen nośników energii [% r/r]



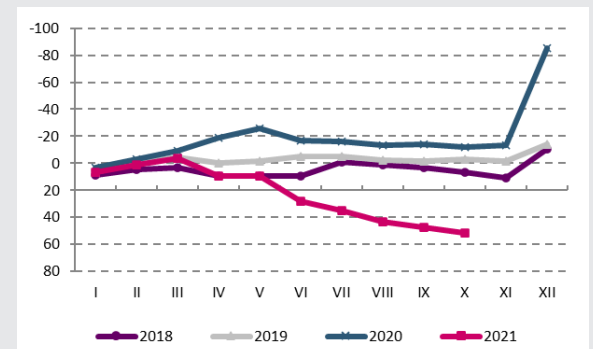
Inflacja cen paliw [% r/r]



Wagi w koszyku CPI w 2021 r. [%]



Wynik budżetu centralnego [mld PLN]



Rząd ogłasza „tarczę antyinflacyjną”...

Premier M. Morawiecki przedstawił elementy tzw. „tarczy antyinflacyjnej”, która ukierunkowana jest na złagodzenie społecznych skutków wysokiej inflacji. Jej elementem jest m.in. czasowe obniżenie podatku VAT i akcyzy na energię elektryczną, obniżenie akcyzy na paliwa, zwolnienie sprzedaży paliw od podatku od sprzedaży detalicznej, a także bezpośrednie dopłaty dla mniej zamożnych gospodarstw domowych. Łączny koszt budżetowy szacowany jest na ok. 10 mld PLN, z czego połowa to utracone dochody budżetowe. Zaproponowane obniżki podatków pośrednich oraz opłat na energię elektryczną, gaz i paliwa spowodują obniżenie inflacji w pierwszych miesiącach przyszłego roku względem spodziewanej dotychczas wyższości do powyżej 8% r/r. Ustąpienie efektu obniżek podatków podwyższy jednak inflację w połowie roku, co wskazuje, iż zaproponowane rozwiązania spowodują przede wszystkim spłaszczenie ścieżki inflacji w całym przyszłym roku, a oczekiwana średnioroczna inflacja w całym 2022 roku nie powinna ulec istotnym zmianom. Przejściowa obniżka podatków nie zmienia zatem perspektyw inflacji, jednak stanowi wsparcie dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, szczególnie tych o niższych dochodach. Zaproponowany pakiet antyinflacyjny nie zmienia też istotnie oczekiwań co do perspektyw polityki pieniężnej w średnim okresie i docelowego poziomu stóp procentowych. Może jednak wpłynąć na skalę i termin podwyżek stóp w najbliższych miesiącach, zdejmując nieco presję na agresywną (75 bps lub więcej) podwyżkę stóp w grudniu br. Nie ulega jednak wątpliwości, w naszej ocenie, że zacieśnianie polityki pieniężnej będzie w najbliższych miesiącach kontynuowane.

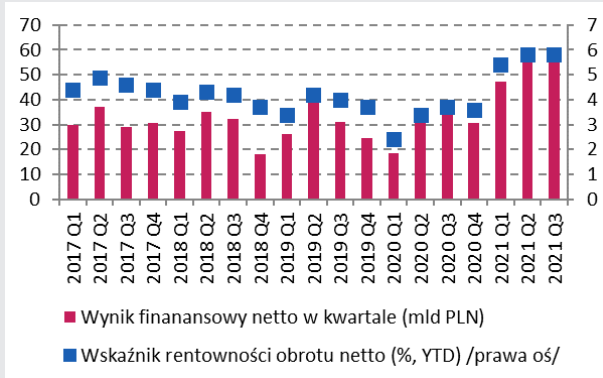
... i ma do tego możliwość fiskalne.

Według danych Ministerstwa Finansów po październiku nadwyżka w budżecie centralnym wyniosła 51,9 mln zł, co jest najwyższą wartością w historii danych. Wynik ten jest efektem dochodów na poziomie 405,7 mld zł (+17,9% r/r) i wydatków wynoszących 353,8 mld zł (-0,6% r/r). Dochodom budżetowym sprzyja dobra sytuacja gospodarcza, stabilny rynek pracy oraz najwyższa od 20 lat inflacja. Dane te wskazują, że wynik budżetu centralnego będzie najpewniej dużo lepszy niż przyjęto w znowelizowanej ustawie budżetowej na 2021 r. wynoszący 40,39 mld PLN. Co więcej istnieje możliwość, że zostanie osiągnięta nadwyżka, choć znacznie mniejsza niż po sierpniu, ze względu na prawdopodobne przyspieszenie przez resort finansów części wydatków planowanych już na 2022 r. Należy zauważyć, że 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. Niemniej deficyt całości sektora finansowego będzie w 2021 r. mniejszy niż 4,2% PKB, tj. wartości jaka zakładaliśmy jeszcze we wrześniu. Perspektywy budżetowe na 2022 r. przedstawiają się korzystnie, z powodu spodziewanej wysokiej inflacji oraz wzrostu gospodarczego nieco powyżej średniej wieloletniej. Realizacja tarczy inflacyjnej wynoszącej ok. 10 mld zł nie powinna zaburzać realizacji planów budżetowych. Polityka fiskalna pozostaje akomodacyjna, a biorąc pod uwagę realizację programu Polski Ład oraz perspektywę wyborów parlamentarnych w 2023 trudno oczekiwać zacieśnienia polityki fiskalnej w najbliższych latach. Obecny układ policy-mix jest zatem nieoptymalny, który w warunkach kontynuacji wzrostu gospodarczego sprzyja narastaniu nierównowag w gospodarce.

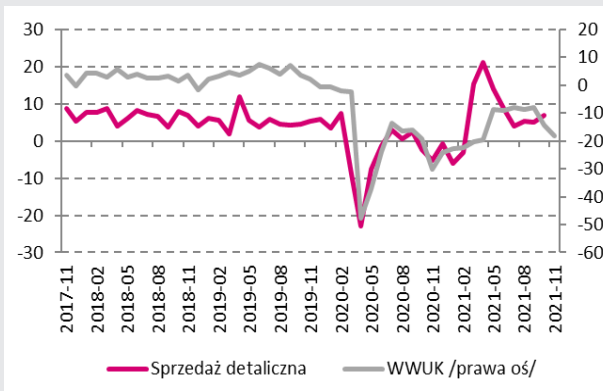
M. Morawiecki i A. Glapiński z werbalnymi interwencjami na złotym

Prezes NBP A. Glapiński powiedział, że dalsze osłabienie złotego nie byłoby spójne z fundamentami gospodarki i prowadzoną przez NBP polityką pieniężną. O kursie walutowym wypowiedział się także premier M. Morawiecki, który powiedział, że „będziemy robili wszystko, aby złoty był nieco mocniejszy”, dodając jednocześnie, iż rząd chciałby stabilności kursu. To wypowiedzi mające charakter słownych interwencji walutowych które zwracają uwagę na niekorzystne skutki dalszego osłabienia polskiej waluty. To ważna deklaracja sugerująca niepożądaną charakter dalszego osłabienia,

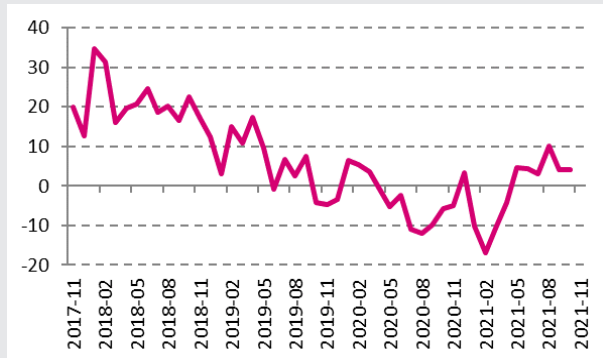
Wyniki przedsiębiorstw niefinansowych*



Sprzedaż detaliczna [% r/r] i wskaźnik ufności konsumenckiej [pkt]



Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



*Zatrudniających co najmniej 50 pracowników
Źródło: Macrobond, Bank Millennium

tym bardziej, że dotychczas dominowała narracja o korzystnym wpływie na gospodarkę osłabienia złotego. Może to sugerować bardziej zdecydowane działania rządu/ banku centralnego w sytuacji dalszej deprecjacji złotego. W naszej ocenie przyzwolenie na umocnienie złotego, wsparte ewentualnymi działaniami NBP i/lub rządu pozwoliłoby skuteczniej i szybciej niż same podwyżki stóp procentowych ograniczyć inflację. Biorąc pod uwagę, iż słabość polskiej waluty jest skutkiem m.in. sporu z UE i opóźnienia akceptacji Krajowego Planu Odbudowy, to skutki działań ukierunkowanych na umocnienie złotego mogą być krótkotrwałe. W warunkach utrzymującego się sporu pomiędzy Polską a UE przestrzeń do umocnienia złotego może być jednak ograniczona.

W 3Q rekordowe wyniki firm niefinansowych

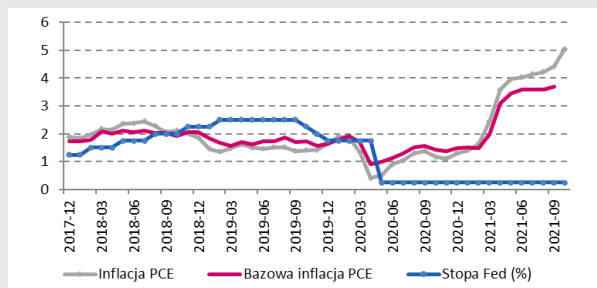
Wynik finansowy brutto firm zatrudniających co najmniej 50 pracowników wyniósł w 3Q 2021 r. 68,2 mld zł, co jest najwyższą wartością w danych zaczynającą się w 2006 r. Był on o blisko 64% wyższy niż przed rokiem. W 2Q i 3Q 2021 wyniki firm notowały rekordy, czemu sprzyjało ożywienie gospodarcze w kraju i za granicą. W warunkach silnego popytu firmy mogły przetrzącać koszty działalności na konsumentów i zwiększać marże, co przekładało się na wzrost cen. Warto zauważyć, że pomimo wysokiej dynamiki wynagrodzeń w 3Q br. obniżył się udział kosztów pracy w całości kosztów badanych firm. Wysoka inflacja będzie sprzyjała także dobremu wynikowi w 4Q br., pomimo hamującego wzrostu gospodarczego. Według danych GUS ta grupa firm raportuje także wzrost w 3Q 2021 o 13,9% r/r nakładów inwestycyjnych. Jest to dobra informacja wskazująca, że inwestycje w całości gospodarki (według rachunków narodowych i w cenach stałych) rosną między lipcem a wrześniem szybciej niż w 2Q br. Spodziewamy się, że nakłady inwestycyjne w 2022 r. będą przyrastać w zbliżonym tempie co w 2021 r., aczkolwiek wydłużająca się akceptacja przez KE Krajowego Planu Obudowy stanowi ryzyko w dół dla tych oczekiwań. Bardzo dobre wyniki firm dające przestrzeń do podwyżek wynagrodzeń pracowników są argumentami za dalszym zacieśnianiem polityki pieniężnej w Polsce. Nie powinno ono diametralnie wpływać na aktywność inwestycyjną firm z racji wielkości ich wolnych środków.

Dane o sprzedaży detalicznej w październiku sporo powyżej oczekiwań

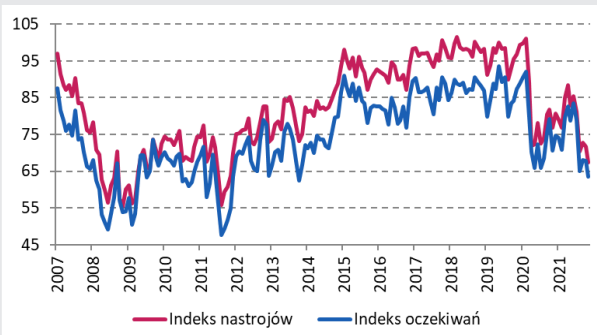
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w październiku o 6,9% r/r wobec wzrostu o 5,1% r/r we wrześniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym wzrosła o 1,2% m/m, co wskazuje na przyspieszenie konsumpcji pomimo rosnącej inflacji. Warto bowiem zwrócić uwagę, iż deflator sprzedaży detalicznej wzrósł w październiku do 7,5% r/r z 6,0% r/r miesiąc wcześniej. Zgodnie z oczekiwaniami wyższe koszty produkcji przetrzucane są na ceny detaliczne. W październiku najsilniej wzrosła sprzedaż odzieży i obuwia, która była o 29,3% wyższa niż przed rokiem. Przyspieszyła też sprzedaż w kategorii pozostałe (+13,2% r/r), gdzie duży udział mają markety budowlane, a także sprzedaż paliw. Dynamika sprzedaży w pozostałych kategoriach wyhamowała, co wiąże się zapewne z przedłużającymi się zaburzeniami w zaopatrzeniu. Spadek popytu na te towary wiązać się może także z wysoką inflacją, która zmniejsza siłę nabywczą dochodów oraz ogranicza popyt na towary, aczkolwiek realna pozostaje nasza prognoza wzrostu PKB w całym bieżącym roku o 5,3%. Wysoka inflacja będzie ograniczała siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych, przez co coraz bardziej może wpływać na konsumpcję, w rezultacie jej perspektywy w kolejnych kwartałach nieznacznie się pogarszają. Zaproponowany przez rząd pakiet antyinflacyjny zneutralizuje jednak częściowo negatywny wpływ wysokiej inflacji na siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych, szczególnie tych mniej zarabiających (największe wsparcie uzyskają gospodarstwa domowe o niższych zarobkach, a jednocześnie o wyższej skłonności do konsumpcji). Konsumpcja pozostawać będzie zatem ważnym filarem gospodarki. Spodziewane wyhamowanie dynamiki konsumpcji w roku przyszłym przełoży się jednak na wolniejszy wzrost gospodarczy, gdyż w warunkach spadającej realnej dynamiki dochodów gospodarstw domowych i wyższych stóp procentowych utrzymanie wzrostu PKB na dotychczasowym poziomie będzie trudne.

Makro - zagranica

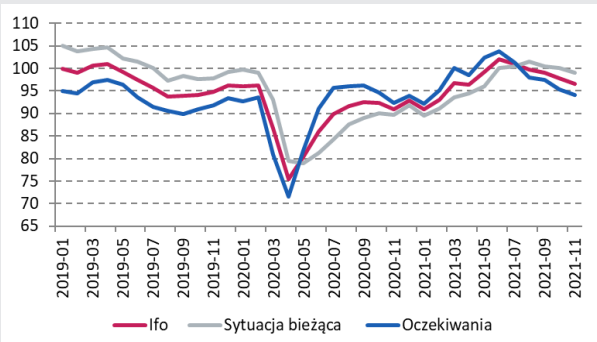
Inflacja PCE i bazowy wskaźnik PCE i cel inflacyjny w USA [% r/r]



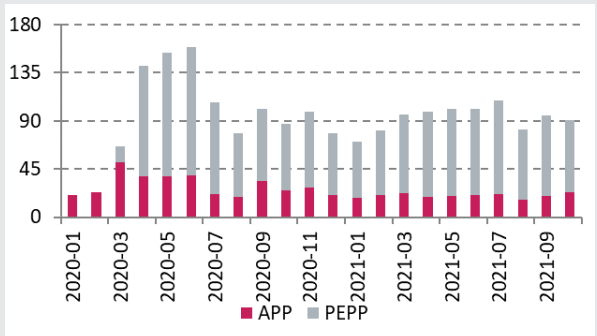
Indeks Uniwersytetu Michigan [pkt]



Indeks Instytutu Ifo [pkt]



Odkup aktywów przez Europejski Bank Centralny [mld EUR]



Źródło: Macrobond

Inflacja w USA najwyższa od 31 lat...

Inflacja PCE (deflator konsumpcji prywatnej), preferowana przez Fed miara inflacji konsumenckiej w USA, wzrosła w październiku do 5,0% r/r z 4,0% r/r, co jest najwyższą wartością od 31 lat. Wzrost cen konsumpcyjnych niezmiennie napędzają ceny energii, choć rośnie także bazowy indeks PCE (bez cen żywności i energii). Wyniósł on w październiku 4,1% r/r wobec 3,7% r/r miesiąc wcześniej, do czego przyczynia się mocny popyt w warunkach problemów zoapatrzeniowych w przemyśle i ciasnego rynku pracy (wczoraj liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA okazała się dużo niższa niż oczekiwano). Proinflacyjne niedobory podaży w tej gospodarce najprawdopodobniej będą przedłużały się na 2022 r., a zatem wysoka inflacja będzie przekonywała amerykańskich bankierów centralnych do rozpoczęcia w przyszłym roku cyklu podwyżek stóp procentowych (takie są też oczekiwania rynkowe).

...a wskaźnik ufności konsumenckiej w USA najniżej od dekady.

Według końcowego wyliczenia indeks Uniwersytetu Michigan obrazujący nastroje konsumenckie w USA spadł w listopadzie do 67,4 pkt z 71,7 pkt miesiąc wcześniej. Jest to najniższa wartość od 10 lat. Nastroje psuje inflacja najwyższa od 3 dekad. Nie sądzimy jednak, aby konsumpcja w najbliższych kwartałach znalazła się w recesji zważywszy na oczekiwania dobrej sytuacji na amerykańskim rynku pracy.

Gospodarka Niemiec w stagnacji w 4Q 2021?

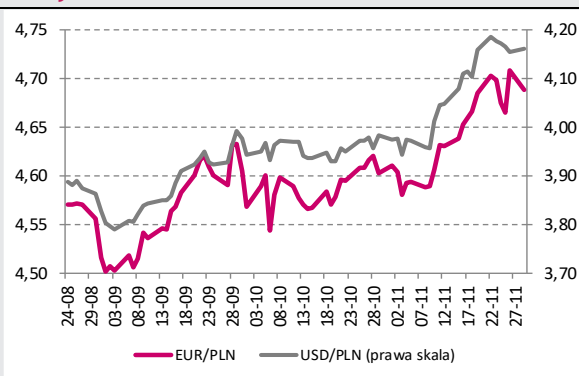
Indeks Instytutu Ifo obrazujący koniunkturę w gospodarce niemieckiej obniżył się w listopadzie do 96,5 pkt z 97,7 pkt przed miesiącem. Jest to już 5 z rzędu spadek tego wskaźnika. Składa się on z dwóch komponentów: oceny bieżącej aktywności i oczekiwań w horyzoncie 6 miesięcy, a w październiku obniżyły się oba. Jak wskazują autorzy badania „wąskie gardła” w przemyśle hamują ożywienie sektora. Jednocześnie IV fala pandemii COVID-19 pogarsza nastroje w handlu i zwłaszcza w usługach. Spadek wskaźnika Ifo w listopadzie stoi w sprzeczności z wtorkowymi danymi PMI. Niemniej wzrost gospodarki niemieckiej znacząco spowolni w IV br., a scenariusz stagnacji nadal jest prawdopodobny.

Większość członków Rady Prezesów EBC nadal z łagodną retoryką

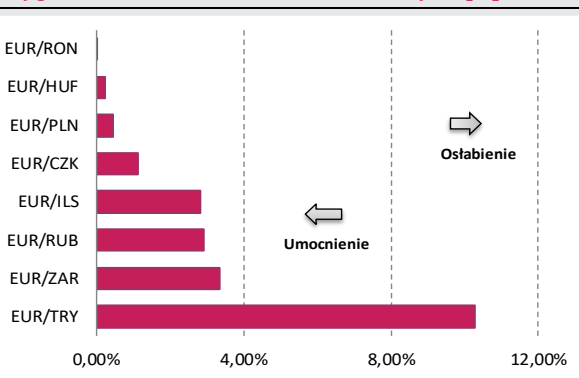
Według protokołu z listopadowego posiedzenia Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego zakupy netto aktywów w ramach awaryjnego programu skupu aktywów (PEPP) zostaną zakończone w zgodzie z planem, tj. do końca marca 2022 r. Większość tego gremiumu podtrzymuje ocenę, że wysoka inflacja w strefie euro jest przejściowa i obniży się w 2022 r. Oczekiwania te są jednak obciążone dużą niepewnością, stąd uznają za ważne „by Rada Prezesów zachowała wystarczającą elastyczność, w celu umożliwienia przyszłych działań w zakresie polityki pieniężnej, także poza grudniowym posiedzeniem”. Protokół potwierdza łagodne nastawienie Rady i chęć pozostawienia możliwości szerokiego wachlarza działań w zależności od odczytów inflacyjnych. Wiary w realizację gotębiej postawy EBC nie podzielają rynki finansowe, które zakładają pierwszą podwyżkę stóp już w 2022 r. Następne posiedzenie EBC odbędzie się w grudniu.

Rynek walutowy

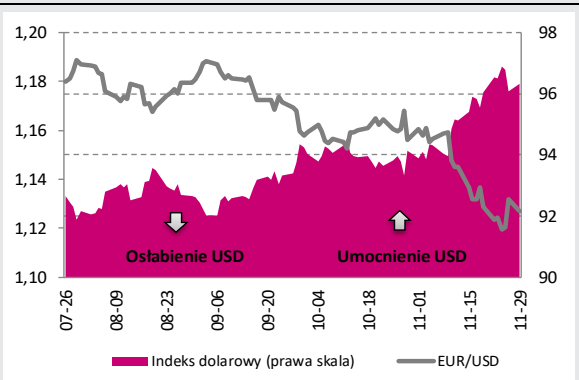
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



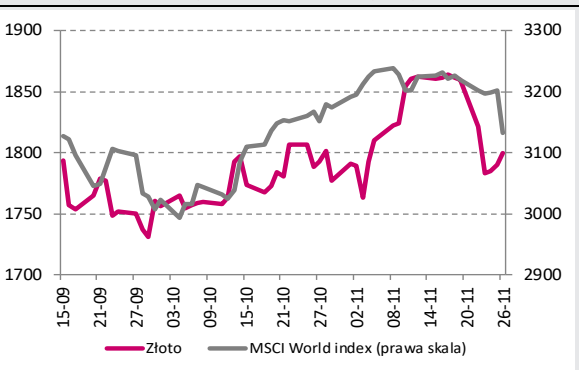
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



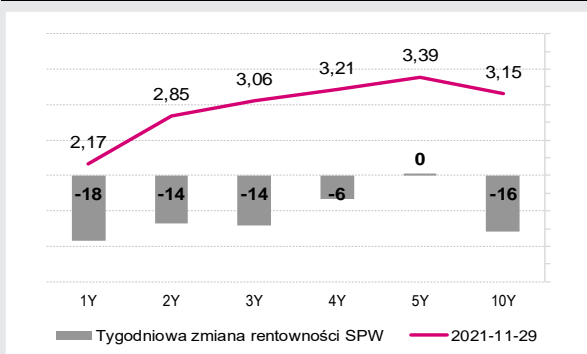
Miniony tydzień na krajowym rynku walutowym był burzliwy i niezwykle emocjonalny. Złoty nie najlepiej go rozpoczął, bo od ustanowienia 12-letniego maksimum na poziomie 4,7250 co jednak za sprawą wypowiedzi premiera M. Morawieckiego i prezesa Narodowego Banku Polskiego A. Głapińskiego okazało się przejściowe. Komentarze, iż „dalsze osłabienie złotego nie byłoby spójne z fundamentami gospodarki i prowadzoną przez NBP polityką pieniężną” oraz słowa premiera iż „będziemy robili wszystko w naszej komunikacji i realnych działaniach, aby złoty był mocniejszy” były werbalnymi interwencjami umacniającymi złotego do euro o około 8 groszy. W piątek jednak złoty w przyspieszonym tempie zaczął tracić na wartości reagując na gwałtowne pogorszenie sentymentu inwestycyjnego związane z pojawieniem się nowego wariantu koronawirusa. Globalna awersja do ryzyka poza przeceną złotego spowodowała także umocnienie szwajcarskiego franka. W konsekwencji silnie zwyżkowały notowania pary CHF/PLN. Historyczne minimum wartości do euro osiągnęła w ubiegłym tygodniu turecka lira oraz węgierski forint, któremu nieco pomogła dopiero kolejna podwyżka 1-tygodniowej stopy depozytowej. Załamanie nastrojów w wyniku wykrycia nowej mutacji wirusa SARS-CoV-2 skutkowało zaś nieintuicyjnym osłabieniem dolara. Amerykańska waluta choć należy do poszukiwanych w chwilach awersji do ryzyka aktywów taniała z uwagi na schłodzenie oczekiwań na przyszłoroczne podwyżki stóp procentowych.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

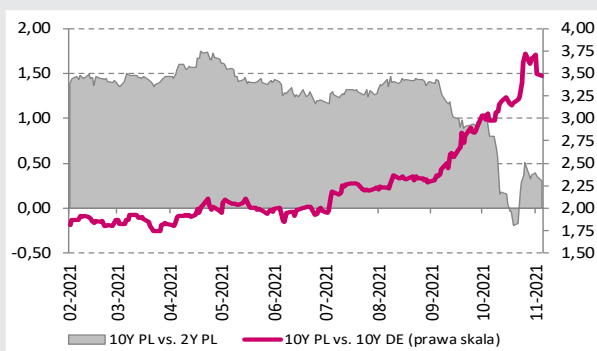
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Mimo, iż nastroje rynkowe pozostają zmienne (inwestorzy wciąż oczekują na informacje w sprawie najnowszej mutacji wirusa SARS-CoV-2), to uważamy, iż kurs EUR/PLN oddali się w tym tygodniu od osiągniętego w ostatnich dniach ponad 12-letniego szczytu tj. poziomu 4,7250. Liczymy, iż najnowsze nieco uspokajające informacje w sprawie nowego wariantu koronawirusa obok jutrzejszych danych o inflacji CPI w Polsce mogą wesprzeć wycenę polskiej waluty. Nie spodziewamy się jednak istotnych korekt. Niepewność rynkowa dotycząca przebiegu pandemii oraz wyniku grudniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej będzie powstrzymywała przed nadmiernym umocnieniem polskiej waluty. Grudzień uważamy zaś za miesiąc podwyższonych notowań EUR/PLN także z uwagi na chęć Narodowego Banku Polskiego do podtrzymania słabości złotego, by powiększyć w ten sposób zysk banku (decydujący dla wyceny różnic kursowych NBP jest fixing sylwestrowy).
USD/PLN	↑	Presja na wzrost pary USD/PLN pozostaje silna mimo, iż piątek zakończył się jej dość solidnym spadkiem. Uważamy jednak, iż do głosu stopniowo powrócą mechanizmy stanowiące w ostatnich tygodniach o sile amerykańskiej waluty tj. oczekiwań na przyszłoroczne podwyżki stóp procentowych w USA. Konsekwencją będzie systematyczna, acz powolna zwyżka kursu USD/PLN i stopniowe zbliżanie się notowań do bariery 4,21.
EUR/USD	↓	Liczymy na umocnienie dolara w tym tygodniu na zasadzie odreagowania ubiegłotygodniowej przeceny amerykańskiej waluty, która w naszej ocenie okazała się zbyt silna jak na dotychczasowe informacje o Omikronie (najnowszym wariantcie odmiany koronawirusa). Podwyżki stóp procentowych w USA w 2022 roku pozostaną scenariuszem bazowym dla rynków finansowych. Pomocnym w jego kształtowaniu będą jutrzejsze wypowiedzi prezesa amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz liczne dane makroekonomiczne jakie w tym tygodniu planowane są z gospodarki USA (z raportem z amerykańskiego rynku pracy na czele).

Źródło: Refinitiv

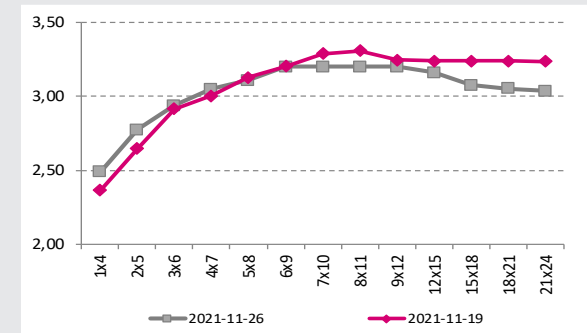
Rentowność obligacji krajowych [%]



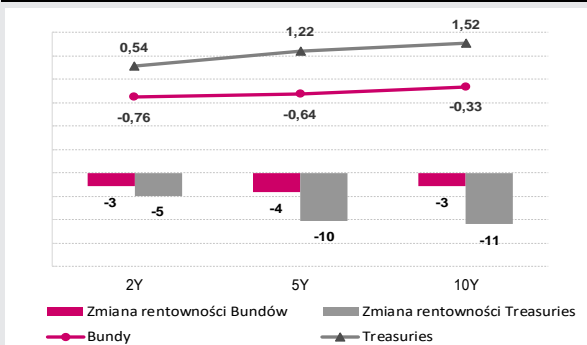
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Dochodowość krajowych obligacji skarbowych obniżyła się w minionym tygodniu. Najsilniejszy tj. wynoszący 13 bps spadek (do 2,81%) obserwowany był w segmencie 2-latk. Niewiele mniej, bo o 12 bps (do 3,21%) zniżkowała rentowność 10-latki w związku z czym nachylenie polskiej krzywej niemal się nie zmieniło w zakończonym tygodniu. Co ciekawe w tym czasie solidnie rosty dochodowości obligacji rynków bazowych przez co zawężenie spreadu do Bundu, czy amerykańskiej 10-latki uznajemy za najciekawsze wydarzenie ostatnich dni. Wydarzeniem tygodnia na rynku pierwotnym był zaś przetarg zamiany, na którym Ministerstwo Finansów sprzedało papiery OK0724, PS1026, WZ1126, WZ1131 i DS0432 za 2,08 mld PLN a odkupiło dług PS0422, OK0722, WS0922 i WZ1122 łącznie za 1,90 mld PLN. W rezultacie, stopień prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych drgnął do 9% (z 8% poprzednio). Jak wspomnieliśmy ostatni tydzień był okresem wzrostu dochodowości 10-letniego długu USA i Niemiec jednak jeszcze w piątek - za sprawą gwałtownego wzrostu awersji do ryzyka w reakcji na pojawienie się nowego wariantu COVID-19 - dochodowość silnie zniżkowała. Na dzisiejszym otwarciu natomiast niemal całość tego ruchu została już wykasowana.

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 przyspieszonemu wzrostowi wartości i to pomimo spadku cen obligacji bazowych. Trudno zatem przy tak emocjonalnym i rozchwiejnym 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 rozdrążana.
10Y DE (%) ↔	Nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności Bundu w tym tygodniu zakładają jego stabilizację, choć może ona okazać się krótkotrwała w sytuacji, gdy na rynek napłyną nowe doniesienia w sprawie nowego wariantu wirusa SARS-CoV-2. Bund - w obliczu uparcie łagodnej retoryki Ch.Lagarde - pozostanie w naszej ocenie silnie wrażliwy na zmiany w nastawieniu inwestorów do ryzyka.
10Y US (%) ↑	Liczymy na wzrost dochodowości amerykańskiego długu o 10-letnim terminie zapadalności a decydować o tym powinny dane z amerykańskiej gospodarki oraz komentarze części przedstawicieli Fed. Jutrzejsze wystąpienie J.Powella powinno być zaś ostrożne, lecz nie przekreśli ono oczekiwań rynku na podwyżki stóp procentowych w USA w przyszłym roku. Uczynić to mogłyby natomiast nowe informacje w sprawie Omikronu (najnowsza wariant koronawirusa), gdyby okazały się silnie negatywne. Podsumowując o ile uważamy, iż w najbliższych dniach rentowność Treasuries nieco wzrośnie, to cechą szczególną notowań może okazać się podwyższona zmienność.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 29 listopada					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Listopad	4.5%	5.0%	
Wtorek 30 listopada					
10:00 PKB r/r fin.	Polska	Q3	11.2%	5.1%	
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Listopad	6.8%	7.4%	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Listopad	4.1%	4.4%	
15:00 Indeks Chicago PMI	USA	Listopad	68.4	68.2	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Listopad	113.8	110.7	
Środa 01 grudnia					
02:45 PMI w przemyśle	Chiny	Listopad	50.6	50.5	
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Listopad	53.8	54.0	
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Listopad	57.8	57.6	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Listopad	58.3	58.6	
14:00 Opis posiedzenia banku centralnego	Węgry	Listopad			
14:15 Raport ADP	USA	Listopad	571k	480k	
15:45 PMI w przemyśle	USA	Listopad	58.4	59.1	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Listopad	60.8	61.0	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Grudzień			
Czwartek 02 grudnia					
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	26 listopada	199k	210k	
Piątek 03 grudnia					
02:45 PMI w usługach	Chiny	Listopad	53.8		
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Listopad	52.4	53.4	
10:00 PMI w usługach	EZ	Listopad	54.6	56.6	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Listopad	531k	560k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Listopad	4.6%	4.5%	
16:00 ISM w usługach	USA	Listopad	66.7	65.5	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Październik	0.2%	0.5%	
Poniedziałek 06 grudnia					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Grudzień	18.3	17.0	

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.