



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

19 października 2021

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**

Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**

Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

### Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu. Spodziewamy się, zgodnie z konsensem prognoz, że wzrost przeciętnego zatrudnienia spowolni do 0,6% r/r z 0,9% r/r, głównie z powodu mniej korzystnego efektu bazy odniesienia niż w sierpniu. Sytuacja na rynku pracy stabilizuje się i wzrost popytu na pracę wyhamowuje, na co wpływ mogą mieć zaburzenia produkcji wywołane problemami z zaopatrzeniem i utrudniony dostęp do pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. W przypadku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia prognozujemy ich wzrost we wrześniu o 8,9% r/r wobec 9,5% r/r miesiąc wcześniej. Pomimo spodziewanego wolniejszego wzrostu we wrześniu spadające bezrobocie i wysoka inflacja mogą wspierać narastanie presji płacowej w średnim okresie.
- **HU:** O godz. 14:00 opublikowana zostanie decyzja Narodowego Banku Węgier ws. parametrów polityki monetarnej. Oczekiwania rynkowe wskazują na wzrost głównej stopy procentowej o 15 pkt baz. do 1,80%. Byłaby to już 5 podwyżka w tym roku. Jeszcze w czerwcu podstawowa stopa kształtowała się na poziomie 0,60%.

### Wydarzenia i komentarz

- **PL:** Narodowy Bank Polski opublikował wyliczenia inflacji bazowej we wrześniu. Wzrosły wszystkie z czterech opracowywanych miar. Najpilniej śledzony wskaźnik - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 4,2% r/r wobec 3,9% r/r miesiąc wcześniej, co przewyższyło oczekiwania wyrażone w konsensusie prognoz. Warto zauważyć także, że inna miara inflacji bazowej - CPI po wyłączeniu cen administrowanych (np. wywóz nieczystości, energia elektryczna i ciepła, gaz, zaopatrzenie w wodę, usługi kanalizacyjne) wyniosła we wrześniu 5,5% r/r wobec 5,1% r/r w sierpniu, tj. okazała się najwyższa od 20 lat. Naszym zdaniem informacje o inflacji bazowej, a także składowych koszyka CPI wskazują, że inflacja ma nie tylko popytowy charakter, ale także popytowy, gdyż firmy są w stanie przerzucić w części rosnące koszty działalności na konsumentów. W najbliższych miesiącach inflacja konsumencka jeszcze wzrośnie, co budzi ryzyko o nadmierne w stosunku do wzrostu produktywności żądania płacowe oraz o odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Stąd naszym zdaniem październikowa podwyżka stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego to początek cyklu zacieśniania warunków monetarnych.
- **US:** Produkcja przemysłowa w Stanach Zjednoczonych spadła we wrześniu o 1,3% m/m po wzroście o 0,1% m/m w sierpniu. Dane okazały się sporo słabsze od oczekiwań, które wskazywały na wzrost o 0,2% m/m. Jest to najsilniejszy miesięczny spadek produkcji od wiosny ub. roku. Do obniżenia się produkcji przyczynił się, według raportu, huragan Ida. Przede wszystkim jednak za spadek produkcji odpowiadają zatory w łańcuchach dostaw surowców i półproduktów, które odbijają się zwłaszcza na przemyśle motoryzacyjnym. Po wyłączeniu tego sektora produkcja przemysłowa obniżyła się o 0,3% m/m. Dane te wpisują się w globalny obraz przemysłu, którego ekspansja ograniczana jest przez „wąskie gardła” w powiązaniach dostaw (w sierpniu w strefie euro produkcja spadła o 1,6% m/m). Wpływ tego czynnika okazał się silniejszy niż wcześniej oczekiwano, stąd rewizje w dół tempa wzrostu gospodarczego na 2021 r. w niektórych gospodarkach rozwiniętych.

### Rynki na dziś

Złoty - jak i pozostałe waluty regionu - pozostaje pod presją sprzedających i to pomimo dzisiejszego wzrostu notowań eurodolara sugerującego poprawę nastrojów inwestycyjnych. Uważamy, iż niewielki wzrost apetytu na ryzyko zbilansowany będzie przez utrzymujące się ryzyko polityczne na wycenie polskiej waluty. Dziś w Parlamencie Europejskim odbędzie się debata z udziałem premiera Polski dotycząca kwestii praworządności. Pod koniec tygodnia zaś odbędzie się szczyt Unii Europejskiej. Inwestorzy liczyć będą na jakiegokolwiek sygnały na temat możliwości akceptacji przez Brukselę polskiego Krajowego Planu Odbudowy, co stanowiłoby argument za mocniejszym złotym. Najbliższe dni mogą być decydujące dla tej kwestii. Póki co jednak kurs EUR/PLN oscyluje wokół poziomu 4,57 oczekując na rozwój wydarzeń.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5799	0,4%
USD/PLN	3,9504	0,4%
CHF/PLN	4,2730	0,5%
EUR/USD	1,1596	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,57	0
WIBOR 3M	0,69	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,72	7
5Y	2,29	13
10Y	2,76	13

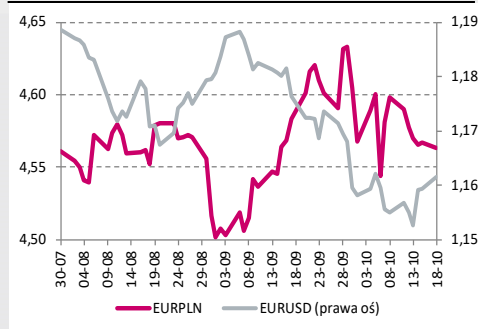
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	2,19	13
5Y	2,57	14
10Y	2,76	8

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,15	2
US 10Y	1,60	5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	74651,8	0,3
S&P 500	4486,5	0,3
Nikkei 225	29180,5	0,5

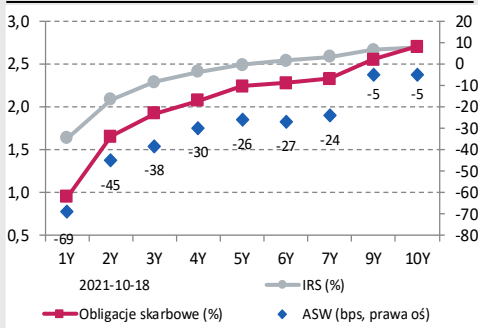
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



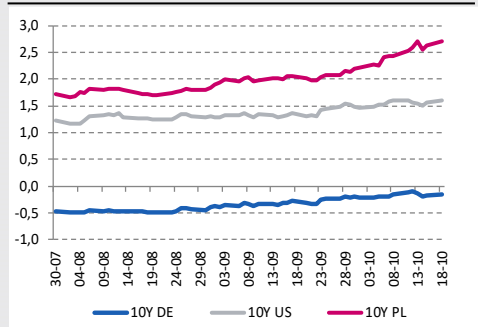
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



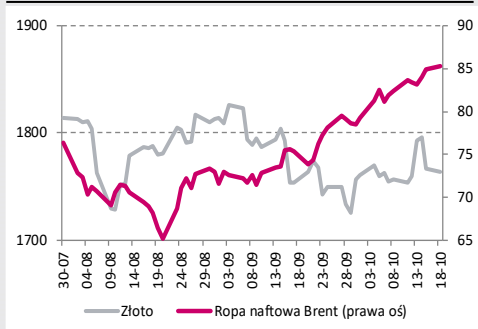
Źródło: Refinitiv

## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Złoty źle rozpoczął nowy tydzień. Kurs EUR/PLN zwyżkował z poziomu 4,5520 o około trzy grosze. Źródłem słabszej postawy złotego było przede wszystkim pogorszenie nastrojów do walut tej części Europy. Solidarnie ze złotym ostabiał się między innymi węgierski forint (kurs EUR/HUF sięgnął półrocznego maksimum) mimo, iż oczekuje on na dzisiejszą decyzję o prawdopodobnej podwyżce stóp procentowych. W poniedziałek wyraźnie taniała także czeska korona. Teoretycznie nastroje na złotym psuły ponadto utrzymujące się w Polsce ryzyka polityczne związane z przedłużającą się ze strony Unii Europejskiej akceptacją dla Krajowego Planu Odbudowy. Niedawna eskalacja sporu o praworządność sprawiła, iż agencja ratingowa Fitch poinformowała, że wyrok Trybunału Konstytucyjnego w sprawie wyższości prawa krajowego nad unijnym niesie znaczące ryzyko dla wzrostu gospodarczego oraz jest fundamentalnie sprzeczny z zasadami członkostwa w UE. Fitch informuje, że jeżeli Polska podjęłaby konkretne działania w kierunku wyjścia z UE, mogłoby to potencjalnie skutkować negatywnymi działaniami w obrębie ratingów. Na krajowym rynku długu trwa silny trend wzrostu dochodowości. Wypowiedzi największego jastrzębia w szeregach Rady Polityki Pieniężnej padły na podatny grunt agresywnych oczekiwań rynku. K.Zubelewicz stwierdził, iż stopa referencyjna w Polsce na poziomie 2,0% „nie byłaby zbyt wysoka”. W efekcie tylko w poniedziałek zwyżka rentowności w przypadku 5- i 10-latki sięgnęła 13 bps odpowiednio do 2,29% i 2,76%, a więc maksimum z połowy 2019 roku. Wzrost krótkiego końca krzywej natomiast wyhamował. W poniedziałek zwyżka rentowności wyniosła bowiem 7 bps a poziom 1,72% był przedpandemicznym szczytem.

## Rynki zagraniczne

Miniony czwartek, piątek i poniedziałek to niemal bliźniacze sesje w wykonaniu eurodolara. Kurs EUR/USD poruszał w tych dniach w wąskim przedziale 1,1570 - 1,1630 pozostając mało wrażliwym na napływające informacje. Wczoraj wrażenia na notowaniach nie zrobiło rozczarowanie w amerykańskich danych o produkcji przemysłowej (niższy od konsensusu odczyt oraz rewizja w dół za poprzedni okres). W naszej ocenie świadczy to o wyraźnym zdyskontowaniu bieżącego scenariusza rynkowego. Inwestorzy czekają obecnie na nowe impulsy mogące nadać notowaniom więcej zmienności. O stabilizacji bieżącego sentymentu inwestycyjnego świadczy ponadto kolejny dzień niewielkich zmian w notowaniach EUR/CHF, które fluktuują wokół poziomu 1,0720 od blisko dwóch tygodni. Na bazowych rynkach długu 10-latka USA i Niemiec zwyżkowała na starcie nowego tygodnia, choć wzrost był bardziej wyraźny w przypadku Treasuries (+5 bps do 1,60%) aniżeli Bunda (+2 bps do -0,15%).

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 15 października						
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Wrzesień	5.5%	5.9%	5.8%	
Poniedziałek 18 października						
04:00 PKB r/r	Chiny	Q3	7.9%	4.9%	5.2%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Wrzesień	5.3%	3.1%	4.5%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Wrzesień	2.5%	4.4%	3.3%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Wrzesień	3.9%	4.2%	4.1%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Wrzesień	-0.1%	-1.3%	0.2%	
Wtorek 19 października						
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Wrzesień	0.9%		0.6%	0.6%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Wrzesień	9.5%		8.6%	8.9%
14:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Październik	1.65%		1.80%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Wrzesień	1721k		1725k	
Środa 20 października						
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Wrzesień	9.5%		10.0%	10.1%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Wrzesień	13.2%		8.2%	6.8%
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Wrzesień	3.0%		3.4%	
20:00 Beżowa Księga Fed	USA	Październik				
Czwartek 21 października						
10:00 Produkcja bud-mont. r/r	Polska	Wrzesień	10.2%		8.3%	7.6%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Wrzesień	5.4%		5.1%	4.8%
14:30 Liczba zasiłków dla bezrobotnych USA		15 paź.	293k		310k	
Piątek 22 października						
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Październik	58.4		57.0	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Październik	56.2		55.0	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Październik	58.6		57.5	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Październik	56.4		55.5	
14:00 Podaż pieniądza M3	Polska	Wrzesień	9.1%		8.6%	8.2%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Październik	60.7			
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Październik	54.9			
Poniedziałek 25 października						
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Październik	98.8			
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Wrzesień	5.8%		5.7%	

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