

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

17 maja 2021

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Na globalnych rynkach rozpoczynający się tydzień to przede wszystkim dalsze rozterki inwestorów na temat możliwej reakcji amerykańskiej Rezerwy Federalnej na silne przyspieszenie inflacji CPI w tym kraju. Pomocne w ocenie będą liczne wystąpienia przedstawicieli Fed oraz opis ostatniego posiedzenia FOMC. Lokalnie liczymy zaś na kontynuację ubiegłotygodniowego trendu umocnienia złotego motywowanego poprawiającymi się wskaźnikami makro, które prowokują niektórych przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej do wyrażania bardziej jastrzębich komentarzy na temat perspektyw polityki monetarnej. Nie bez znaczenia jest także zrzucenie ciężarów na polskiej walucie ryzyk tj. mniej prawdopodobnych interwencji FX ze strony NBP, czy odłożenia w czasie kwestii walutowych kredytów hipotecznych. Podsumowując liczymy w najbliższych dniach na próbę - póki co przejściowego - złamania przez kurs EUR/PLN bariery 4,50.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Czy ożywienie w usługach strefy euro przyspiesza?

W piątek o godz. 10:00 poznamy wstępne wyliczenia indeksów PMI dla przemysłu i usług w strefie euro w maju. Według konsensusu prognoz wskaźnik dla usług wzrósł do 52,0 pkt z 50,5 pkt w kwietniu, a realizacja tych oczekiwań potwierdziłaby przyspieszające ożywienie w sektorze, który najbardziej ucierpiał z powodu obostrzeń i samoizolacji konsumentów. Mediana prognoz wskaźnika dla przemysłu wynosi natomiast 62,4 pkt wobec 62,9 pkt w kwietniu, a spodziewany spadek nie zmienia obrazu silnego ożywienia w sektorze, który odczuwa negatywne skutki opóźnień dostaw produktów i półproduktów. Gospodarka strefy euro wraz z realizacją szczepień i znoszeniem obostrzeń wychodzi z recesji, a w 2Q br. powinna urosnąć kw/kw.

Spodziewane mocne odczyty z krajowego rynku pracy w kwietniu

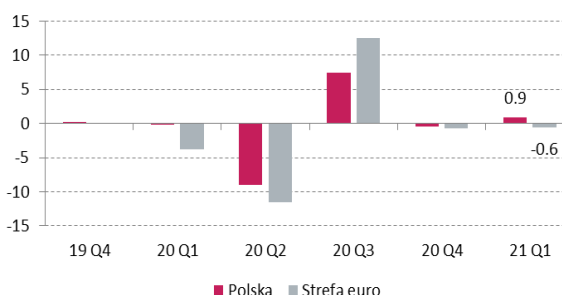
W czwartek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu. Według naszej prognozy przeciętne zatrudnienie wzrosło o 1,1% r/r, po spadku o 1,3% r/r w marcu. W przypadku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia spodziewamy się przyspieszenia wzrostu do 10,4% r/r z 8,0% r/r. Do prognozowanych mocnych odczytów przyczyną się niska baza odniesienia z ub. roku, a dane zbliżone do naszych oczekiwań potwierdziłyby stabilną sytuację na rynku pracy, pomimo obostrzeń, które obowiązywały w kwietniu.

Wzrost produkcji budowlanej w kwietniu nadal na minusie

W piątek poznamy odczyt produkcji budowlano-montażowej w kwietniu. Spodziewamy się jej spadku o 8,6% r/r po spadku o 10,8% r/r w marcu. Ze względu na wygaśnięcie poprzedniej perspektywy budżetu UE współfinansującej inwestycje infrastrukturalne sektor budowlany, pomimo świetnej kondycji branży mieszkaniowej i magazynowej, będzie obniżała dynamikę PKB w 2Q br.

Wykres tygodnia

PKB w Polsce i w strefie euro (sa, % kw/kw)



Źródło: Macrobond

PKB w Q1 wzrósł w Polsce o 0,9% kw/kw, podczas gdy w strefie euro odnotowano drugą od początku pandemii recesję. W obu gospodarkach koniunktura powinna w II poł. roku dynamicznie się poprawiać, aczkolwiek perspektywy dla wzrostu w Polsce są lepsze. Oprócz większej skali stymulacji ze środków UE przemawia za tymi rynek pracy i prokonsumpcyjny impuls od 2022 r. wynikający z „Polskiego Ładu”.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5368	-0,4%
USD/PLN	3,7311	-0,4%
CHF/PLN	4,1412	-0,6%
EUR/USD	1,2161	0,0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	0,18	0
WIBOR 3M	0,21	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,28	15
5Y	1,42	45
10Y	1,98	27

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,88	23
5Y	1,59	19
10Y	2,00	8

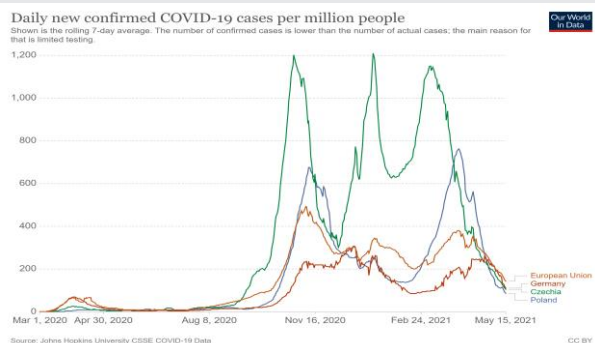
Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,12	8
US 10Y	1,62	6

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	62814,1	0,1
S&P 500	4173,9	-1,4
Nikkei 225	27824,8	-5,7

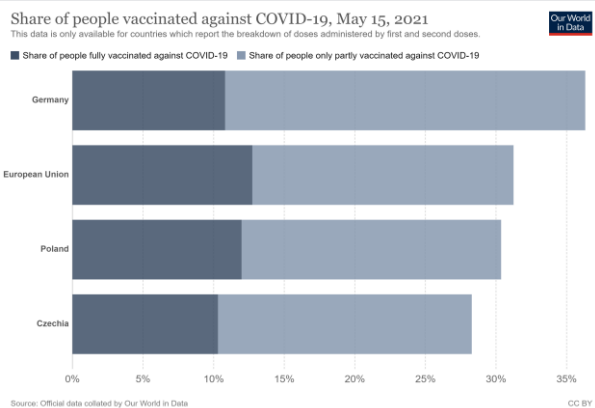
Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

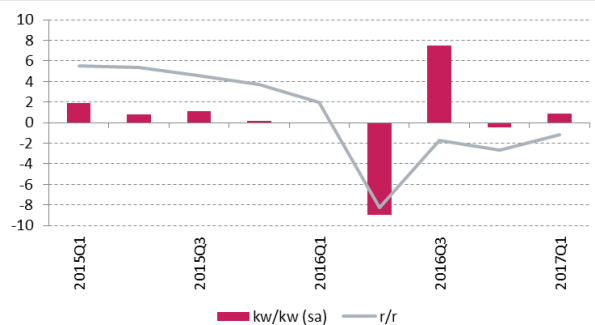
Liczba potwierdzonych nowych przypadków COVID-19 w przeliczeniu na 1 mln ludności



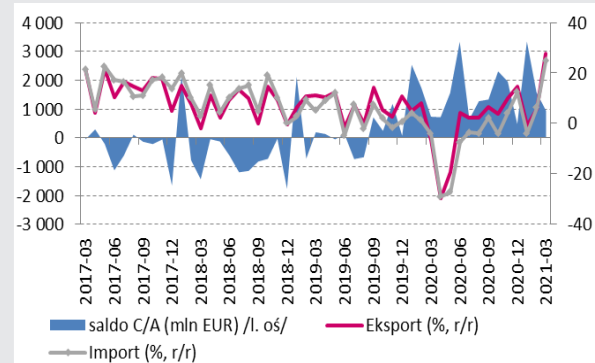
Procent populacji zaszczepionej przeciw COVID-19



Dynamika PKB w Polsce



Saldo obrotów bieżących [mln EUR] oraz eksport i import towarów [% r/r]



Makro - kraj

Rząd przyspiesza znoszenie restrykcji

W związku z poprawiającą się sytuacją epidemiczną w Polsce rząd poinformował o przesunięciu otwarcia (w odpowiednim reżimie sanitarnym) kin i teatrów na 21 maja z pierwotnie planowanego terminu 29 maja. Ponadto symbolicznie rząd przyspieszył odmrożenie branży fitness i lokali gastronomicznych - na 28 maja, a więc o 1 dzień (ogródki gastronomiczne na świeżym powietrzu zostały już otwarte 15 maja). Informacje te są zgodne z naszym scenariuszem znoszenia restrykcji, co wraz z realizacją szczepień pozwoli na dynamiczne przyspieszenie gospodarki w II poł. roku.

Polska gospodarka w przeciwieństwie do strefy euro uniknęła drugiej od początku pandemii recesji

Według wstępnych danych GUS polska gospodarka skurczyła się w 1Q 2021 o 1,2% r/r wobec spadku o 2,7% r/r w 4Q 2020. To wynik nieco słabszy od naszych oczekiwań, jednak nie zmienia on oceny pierwszego kwartału i perspektyw na dalszą część roku. W samym pierwszym kwartale br. polska gospodarka urosła o 0,9% kw/kw, eliminując wpływ czynników sezonowych, pomimo nasilenia pandemii i zaostrzenia restrykcji dla działalności gospodarczej. Potwierdza to, iż polska gospodarka adaptuje się do funkcjonowania w warunkach pandemii i restrykcje mają mniejszy skutek ekonomiczny. Perspektywy na kolejne kwartały pozostają optymistyczne. Ustabilizowanie sytuacji epidemicznej uruchomi potencjał wzrostowy gospodarki, który będzie skupiony w konsumpcji prywatnej.

Struktura wzrostu nie jest jeszcze znana, ale dane o bilansie płatniczym w marcu rzucają na nią więcej światła

Saldo obrotów bieżących obniżyło się w marcu do 938 mln EUR z 1585 mln EUR w lutym. Dane okazały się niższe od konsensusu i naszej prognozy. Saldo obrotów towarowych obniżyło się natomiast do 589 mld EUR z 771 mld EUR, gdyż szybkiemu wzrostowi eksportu (+27,7% r/r licząc w EUR) towarzyszyła silna zwiększona importu (+24,6% r/r). Informacje te wskazują, że wkład eksportu netto do dynamiki PKB w 1Q 2021 był wyraźnie dodatni. Ponadto łącznie w 1Q br. nadwyżka w całości salda obrotów bieżących w stosunku do PKB była zbliżona do rekordowo dobrego wyniku z 4Q 2020 r. Z jednej strony jest to dobra wiadomość, z drugiej zaś potwierdza słabość importochłonnych inwestycji, co powinno w nadchodzących kwartałach zmienić się.

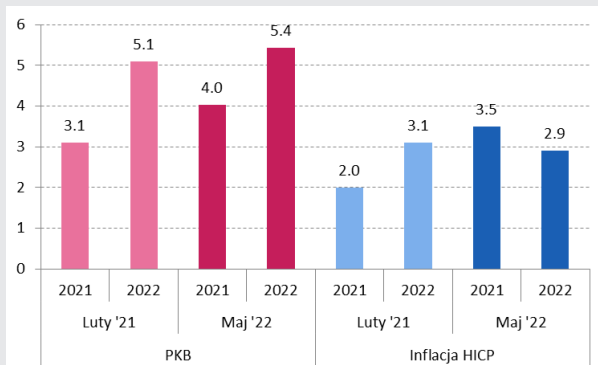
Dane z 1Q br. dobrym punktem wyjścia dla kolejnych kwartałów...

Dane GUS stanowią dobry prognostyk na kolejne kwartały. Gospodarka staje się mniej podatna na skutki pandemii i szybko odrabia straty poniesione w ubiegłym roku. Powrót gospodarki do poziomu sprzed wybuchu pandemii może nastąpić już nawet w 2Q br. Ustabilizowanie sytuacji epidemicznej, czemu sprzyjać będzie postępujący proces szczepień, powinien uaktywnić uśpiony w czasie pandemii potencjał gospodarki, głównie konsumpcji prywatnej, która wspierana jest dobrą sytuacją dochodową gospodarstw domowych (płace w gospodarce wzrosły w 1Q br. o 6,6% r/r), zakumulowanymi oszczędnościami oraz poprawiającymi się nastrojami konsumentów. Odbudowa popytu i handlu globalnego, a także poprawa koniunktury w gospodarkach naszych partnerów handlowych będą wspierały eksport, choć kontrybucja do wzrostu salda obrotów z zagranicą będzie słabła ze względu na spodziewane przyspieszenie importu. Nieco lepsze od oczekiwań wyniki polskiej gospodarki w 1Q powodują, że nasza prognoza wzrostu PKB w całym bieżącym roku na poziomie 4,4% staje się konserwatywna i prawdopodobna jest jej rewizja w górę.

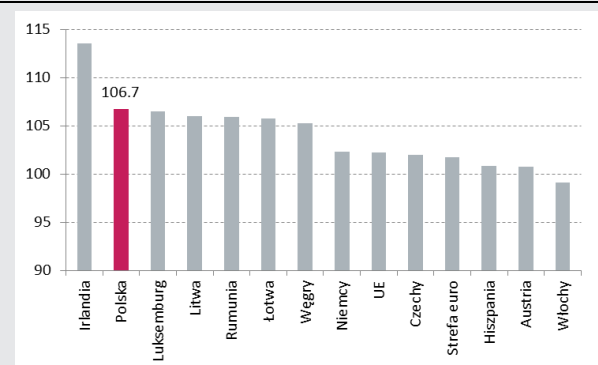
... co potwierdza, choć dość konserwatywnie Komisja Europejska

Komisja Europejska przedstawiła nowe prognozy makroekonomiczne dla Unii Europejskiej. Dla zdecydowanej większości krajów członkowskich perspektywy gospodarcze poprawiły się. W szczególności zrewidowała prognozę wzrostu PKB w Polsce dla 2021 r. do 4,0% z 3,1% szacowanego w lutym, a dla 2022 r. do 5,4% z 5,1%. Oznacza to, że Polska, jako jeden z siedmiu krajów Unii Europejskiej odrobi w 2021 r. straty wywołane pandemią. Co więcej, według tych oczekiwań PKB Polski na koniec 2022 r. ma być o 6,7% wyższy niż na koniec 2019 r., co po wyjątkowej Irlandii jest najwyższym wynikiem we Wspólnocie. Rewizja prognoz przez Komisję jest

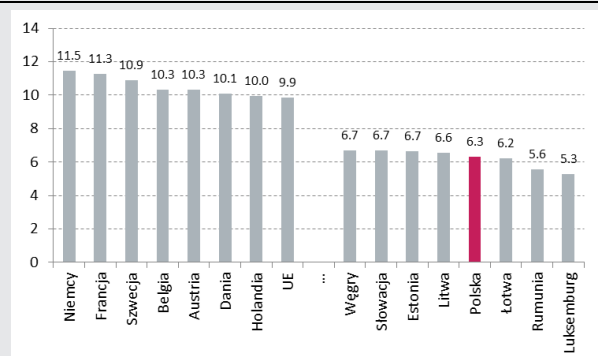
Rewizja prognoz Komisji Europejskiej dla Polski



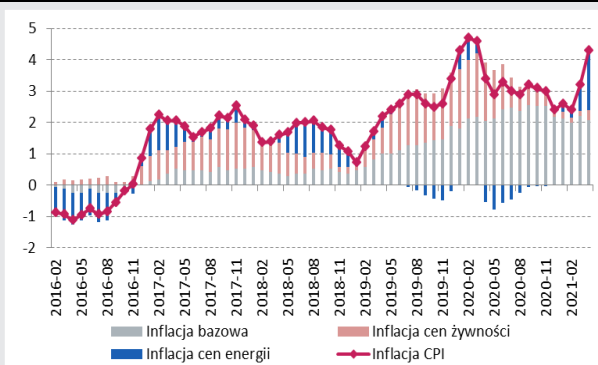
Poziom PKB na koniec 2022 r. według Komisji Europejskiej [2019=100]



Wydatki na służbę zdrowia w 2018 r. [% PKB]



Inflacja CPI - struktura [pkt proc.]



zgodna z rosnącym optymizmem dotyczącym kondycji krajowej gospodarki, choć naszym zdaniem oczekiwania są nadal zbyt konserwatywne w zakresie wzrostu PKB.

W dłuższym horyzoncie konsumpcję może wesprzeć realizacja Polskiego Ładu

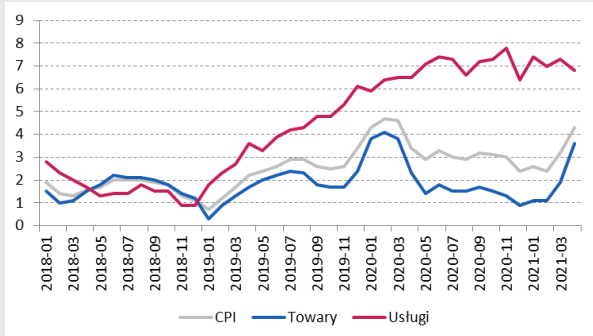
Rząd przedstawił w sobotę program reform społeczno-gospodarczych nazwanych „Polskim Ładem”. W zakresie polityki podatkowej rządząca koalicja postuluje wprowadzenie kwoty wolnej od podatku w wysokości 30 tys. zł oraz podniesienie drugiego progu podatku PIT z 85 tys. zł do 120 tys. zł. Program przewiduje jednak zniesienie zwolnienia z podatku PIT składkę na ubezpieczenie zdrowotne oraz dla przedsiębiorców, w tym samozatrudnionych uzależnienie składki od dochodu (wcześniej obowiązywała kwota ryczałtowa). Wskazuje to na wolę zmiany redystrybucji dochodów - osoby o relatywnie mniejszym uposażeniu zyskają natomiast opodatkowanie przedsiębiorców i osób o wyższych zarobkach ulegnie zwiększeniu. Zmiany mają sfinansować planowane zwiększenie w ciągu kilku lat wydatków publicznych na służbę zdrowia do 7% PKB, co wydaje się niezbędne w postpandemicznej rzeczywistości i przy długotrwałych potrzebach w tej kwestii. Zwiększenie dochodów rozporządzalnych dla osób o większej skłonności do konsumpcji (mniejszej możliwości oszczędzania) będzie oddziaływało korzystnie na dynamikę PKB (według zapowiedzi rządowych od 2022 r.). Zmiany mogłyby także nieco zmniejszyć „szarą strefę” oraz uatrakcyjnić pracę zarobkową, dla części osób nieznajdujących się wśród aktywnych zawodowo. Impulsem prokonsumpcyjnym byłoby także wdrożenie pomysłu jednorazowego dodatku w wysokości 12 tys. zł na drugie i kolejne dziecko (od 2023 r.) oraz zniesienie opodatkowania emerytur do 2,5 tys. zł. Koalicja planuje także gwarancje rządowe do 100 tys. zł na wkład własny do kredytu mieszkaniowego dla rodzin, które nie mogą sobie same na to pozwolić. W kwestii podaży pracy należy dobrze ocenić ulgi podatkowe dla Polaków powracających z zagranicy, choć naszym zdaniem można by pokusić się dodatkowo o propozycję systematycznego rozwiązywania kwestii imigracji zarobkowych, co biorąc pod uwagę sytuację demograficzną kraju jest nieuniknione. Polski Ład uwzględnia także szereg rozwiązań mających uatrakcyjnić działalność inwestycyjną firm oraz z zakresu polityki przemysłowej i przestrzennej. Program ten niewątpliwie skierowany jest do osób o relatywnie niższych dochodach, co powinno sprzyjać wzrostowi konsumpcji. Obok tego adresuje najbardziej palące kwestie życia społeczno-gospodarczego (demografia, polityka mieszkaniowa i zdrowotna, niska stopa inwestycji prywatnych), które, miejmy nadzieję, uda się choć w części zrealizować, a nowy Polski Ład nie podzieli losów trafnej w diagnozie, aczkolwiek zaniechanej Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju.

Presja inflacyjna jest i będzie podwyższona

Według końcowych danych Głównego Urzędu Statystycznego inflacja CPI wyniosła w kwietniu 4,3% r/r wobec 3,2% r/r w marcu. Jest to najwyższy odczyt od 13 miesięcy i znacząco przekracza on poziom górnego ograniczenia (+3,5% r/r) dopuszczalnych odchyłań od celu inflacyjnego. Dane potwierdzają narastanie presji w cenach konsumenta napędzanej najsilniej przez ceny paliw (+28,1% r/r w kwietniu wobec +7,6% r/r miesiąc wcześniej) w związku z silnie rosnącymi r/r cenami ropy naftowej. Niemniej także komponent bazowy, tj. indeks CPI po wyłączeniu cen żywności i energii przewyższa poziom 3,5% r/r. Według naszych obliczeń wyniósł on 3,7% r/r wobec 3,9% r/r miesiąc wcześniej. Obniżenie się komponentu bazowego wynika z efektu wysokiej bazy z kwietnia 2020 r. w cenach usług transportowych. Ściągnął on dynamikę r/r tych cen do -10,1% r/r z 1,3% r/r w marcu, co ma tylko jednorazowy charakter, gdyż wzrosty cen paliw przekładają się na podwyżki cen usług transportowych (w kwietniu wzrost o 1,1% m/m).

Oczekiwania dla inflacji przesuwają się w kierunku coraz wyższych odczytów. Jeszcze miesiąc temu wskazywaliśmy wysokie prawdopodobieństwo przebicia przez średnioroczny wskaźnik CPI górnego ograniczenia od celu inflacyjnego. Obecnie obawiamy się, że dane te będą zbliżone bardziej do 4,0% r/r niż 3,5% r/r, choć po dalszych oczekiwanych wzrostach w maju i czerwcu inflacja CPI powinna spowolnić. W najbliższych miesiącach, podobnie jak w kwietniu, będzie ona napędzana przez bardzo silnie rosnące ceny paliw (później wpływ ten ze względu na efekt wyższej bazy będzie słabnął). Ceny konsumenta będą w tym roku coraz silniej

Inflacja dóbr i usług [% r/r]



Źródło: Macrobond, Bank Millennium, PAP, <https://ourworldindata.org/>, Komisja Europejska, Eurostat

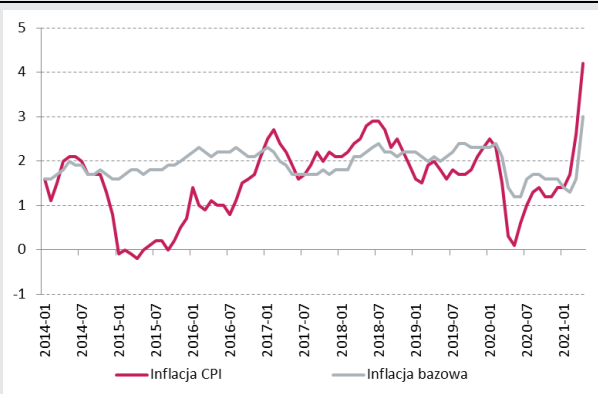
podnoszone prawdopodobnie także przez ceny żywności, m.in. przez ceny drobiu w związku z ptasią grypą. Rosnącą presję w cenach żywności potwierdza indeks FAO, który w kwietniu wzrósł o ponad 30,0% r/r do najwyższego poziomu od 2014 r. Ryzyko dla cen dóbr w nadchodzących miesiącach związane jest z „wąskimi gardłami” w łańcuchach produkcji. Co więcej, wraz ze stopniowym odmrożeniem handlu i niektórych usług ceny dla konsumenta mogą silnie od oczekiwań wzrosnąć, np. ceny odzieży i obuwia, co sygnalizują dane z USA, gdzie wcześniej niż w Polsce znoszono restrykcje. Potencjał do podwyżek jest naszym zdaniem bardzo duży ze względu na chęć firm odrobienia części strat po długim lockdownie w warunkach bardzo dobrej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. Pomimo tego, że wpływ powyższych czynników powinien być w pewnym stopniu przejściowy to rosną także ryzyka dla presji popytowej w Polsce w średnim okresie. Krajowa gospodarka wychodzi z obostrzeń rosnąc kw/kw wraz z dynamiką płac zbliżoną do 7,0% r/r. Do wzmożonej konsumpcji dojdzie jeszcze wsparcie z ramach Funduszu Odbudowy, co wymusi normalizację polityki pieniężnej.

... co w końcu przełoży się na rozpoczęcie normalizacji polityki pieniężnej

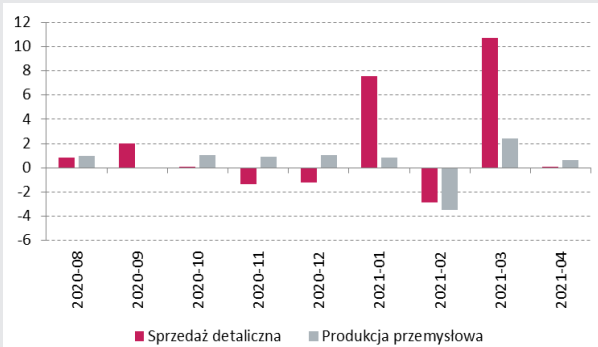
Opublikowany w ub. tygodniu zestaw danych utrwala oczekiwania na solidny wzrost gospodarczy, któremu towarzyszyć będzie podwyższona inflacja. Co prawda obecny wzrost cen konsumenta to w dużej mierze efekt czynników podażowych, regulacyjnych i efektu bazy, niemniej widoczne jest narastanie także inflacji popytowej. To mało komfortowa sytuacja dla banku centralnego, która powinna przybliżyć normalizację polityki pieniężnej. Wzrost PKB, który w 2022 roku najpewniej przekroczy 5,0% a inflacja przewyższy cel banku centralnego to nie są warunki do utrzymywania niemal zerowych stóp procentowych. Konieczność dostosowania ich poziomu narasta, jednak nie jesteśmy przekonani, aby Rada Polityki Pieniężnej obecnej kadencji zdecydowała się na podwyżkę stóp. Realna jest zmiana retoryki na bardziej jastrzębią, co już się materializuje, a także wycofanie się z programu skupu aktywów. Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują na zmianę percepcji ryzyka dla inflacji, niemniej zbudowanie większości dla szybkiej podwyżki stóp procentowych wydaje się trudne. Prezes A. Głapiński wciąż komunikuje stabilizację stóp procentowych do końca kadencji obecnej RPP jako najbardziej prawdopodobny scenariusz, niemniej w naszej ocenie rosną ryzyka dla wcześniejszej podwyżki stóp. To wciąż scenariusz alternatywny, niemniej ubiegłotygodniowa wypowiedź prof. Żyżyńskiego wskazuje na zmianę postrzegania procesów inflacyjnych, a także perspektyw polityki pieniężnej nawet przez zwolenników dotychczasowych obniżek stóp procentowych. Podwyżka stóp procentowych jeszcze w tym roku byłaby w naszej ocenie pożądana w celu zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i ograniczenia ryzyka pojawienia się efektów drugiej rundy.

Makro - zagranica

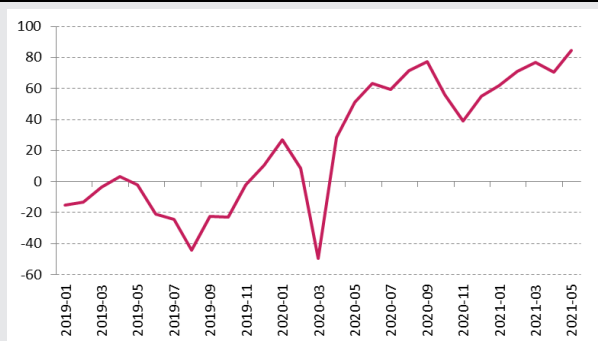
Wskaźnik inflacji CPI i bazowej w USA [% r/r]



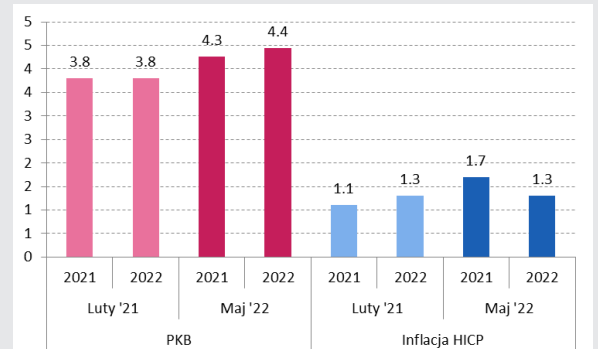
Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa w USA [% m/m]



Indeks ZEW [pkt]



Prognozy Komisji Europejskiej dla strefy euro: PKB [%] i średnioroczna inflacja HICP [% r/r]



Źródło: Macrobond, Komisja Europejska

Inflacja CPI w USA w kwietniu znacznie powyżej oczekiwań...

Inflacja CPI w USA wzrosła w kwietniu do 4,2% r/r z 2,6% r/r przed miesiącem znacząco przewyższając oczekiwania. Wskaźnik ten podnoszony jest przez silnie rosnące r/r ceny paliw. Pociąga to za sobą podwyżki cen usług transportowych. Ceny tych usług wraz ze wzrostem cen używanych aut najsilniej podniosły w kwietniu wskaźnik bazowy (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) do 3,0% r/r z 1,6% r/r w marcu. Silnie rosnące ceny aut używanych wynikają najpewniej z niskiej podaży nowych samochodów, ograniczanej przez „wąskie gardła” w łańcuchach produkcji. Pomimo wyższej od oczekiwań inflacji w USA perspektywy ultra-tagodnej polityki pieniężnej Fed w najbliższych kwartałach nie ulegają zasadniczym zmianom, ze względu na nadal słaby rynek pracy oraz tylko przejściowy wpływ większości bieżących czynników proinflacyjnych.

...a wzrost gospodarczy w USA na ścieżce przyspieszenia w 2Q br.

Sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych w kwietniu nie zmieniła się względem marca, gdy odnotowano wzrost o 10,4% m/m napędzony przez otwieranie gospodarki i transfery społeczne z amerykańskiego budżetu. Stabilizacja jest to zatem dobra informacja, pomimo odczytu nieco słabszego od oczekiwań. Pozytywną wymowę mają także dane o produkcji przemysłowej w USA, która wzrosła w kwietniu o 0,7% m/m (poniżej oczekiwań) wobec wzrostu o 2,4% m/m w marcu, i to pomimo zgłaszanych przez sektor trudności z pozyskaniem surowców i półproduktów. Informacje te dobrze rokują dla aktywności gospodarczej w USA w najbliższych miesiącach, której przyspieszenie może być jednak spowalnianie przez zaznaczające się ograniczenia podaży. Według modelu Atlanta Fed amerykański PKB w 2Q br. wzrośnie o 10,5% kw/kw (SAAR) po wzroście o 6,4% kw/kw w 1Q 2021 r.

Liczba nowych wniosków dla bezrobotnych w USA najniższa od początku pandemii

Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA złożonych w tygodniu kończącym się 7 maja wyniosła 473 tys. wobec 507 tys. tydzień wcześniej. Dane te są najniższe od początku pandemii COVID-19, co utwierdza przekonanie, że słabsze dane non-farm payrolls w kwietniu nie były spowodowane słabnącym ożywieniem na rynku pracy, a bardziej ograniczeniami podaży. Wydaje się bowiem, że część osób w USA, które straciły w konsekwencji nasilenia pandemii zatrudnienie nie kwapią się z powrotem do pracy w obawie przed zachorowaniem, a decyzję taką ułatwiają transfery społeczne z budżetu i zwiększone zasiłki dla bezrobotnych. Ponadto, część pracowników mogła zmienić branżę pozostawiając lukę w zasobach pracy o odpowiednich kwalifikacjach.

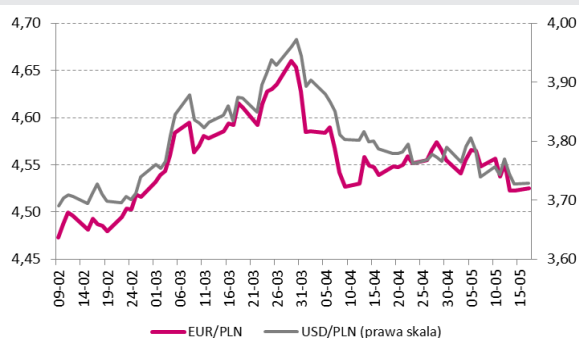
Oczekiwania co do gospodarki Niemiec najlepsze od 20 lat

Indeks Instytutu Zew obrazujący oczekiwania ekonomistów i inwestorów w branży finansowej dotyczące koniunktury w gospodarce niemieckiej wzrósł silnie w maju - do 84,4 pkt z 70,7 pkt miesiąc wcześniej znacząco przewyższając konsensus prognoz wynoszący 70,9 pkt. Jest to najwyższa wartość wskaźnika od ponad 20 lat. Wraz z przyspieszeniem realizacji szczepień i znoszeniem obostrzeń dla aktywności gospodarczej optymizm dotyczący niemieckiej gospodarki staje się coraz większy, co jest zgodne z założeniami w naszym bazowym scenariuszu makroekonomicznym, według którego wzrost PKB w strefie euro, w tym w Niemczech ma w II poł. tego roku znacząco przyspieszyć.

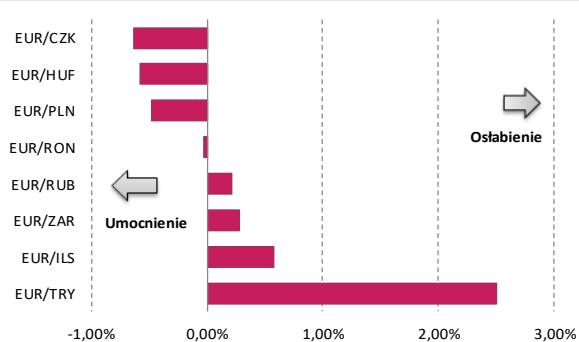
Prognozy KE dla strefy euro w górę

Podobnie jak dla Polski Komisja Europejska skorygowała w górę prognozę wzrostu PKB wynoszącą dla lat 2021-2022 3,8%. Bieżące oczekiwania dla 2021 r. wynoszą 4,3%, a dla 2022 r. 4,4%, a do korekty skłoniła Komisję szybsza poprawa globalnego handlu i zakładane wykorzystanie środków z Funduszu Odbudowy. Komisja podniosła ponadto wyraźnie prognozę inflacji w strefie euro dla 2021 r. - do 1,7% r/r z 1,1% r/r szacowanej na wiosnę, co odzwierciedla globalny trend nasilenia inflacji w warunkach rosnących r/r cen paliw oraz barier dla przemysłu po stronie dostaw produktów i półproduktów.

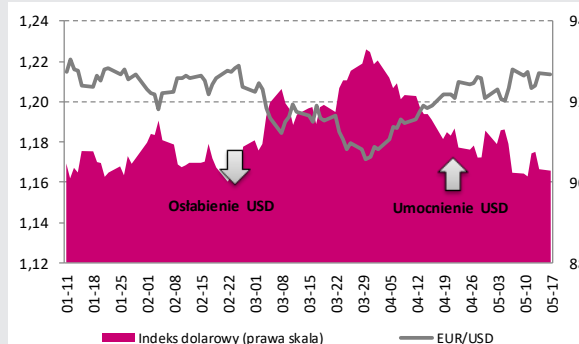
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



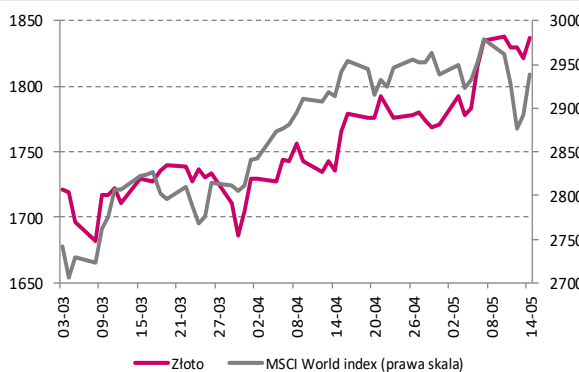
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



Źródło: Refinitiv

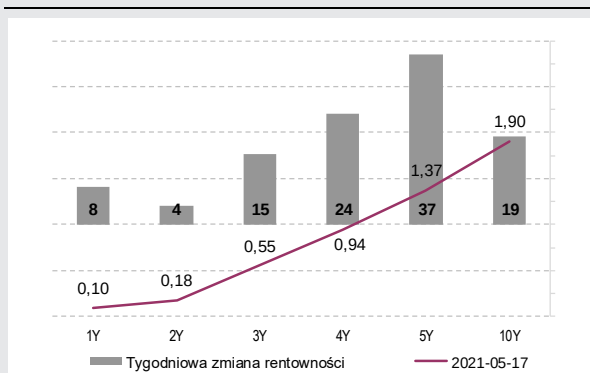
Rynek walutowy

Złoty umacniał się w minionym tygodniu wyznaczając najniższe od miesiąca zamknięcie na poziomie 4,5230 za EUR. Źródłem zmian był sentyment globalny, gdyż siła widoczna była także wśród innych walut regionu. Na wartości do euro zyskiwała czeska korona i węgierski forint. W przypadku złotego dodatkowym argumentem za umocnieniem były wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej, które wpisywały się w bieżące trendy rynkowe (oczekiwania reflacyjne). E.Gatnar stwierdził, że RPP powinna podwyższyć w czerwcu stopy procentowe o 10-15 bps, a Narodowy Bank Polski powinien kontynuować program skupu aktywów do momentu, w którym do Polski zaczną napływać unijne środki stymulacyjne na odbudowę po pandemii. Nie mniej ciekawa była wypowiedź innego z członków RPP J.Żyżyńskiego, który wbrew wcześniejszym stwierdzeniom rozważa obecnie podwyżkę stóp procentowych o 10-15 bps dla zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Wsparciem dla polskiej waluty było ponadto co najmniej czasowe wyzbycie się ryzyka prawnego związanego z walutowymi kredytami hipotecznymi. Burzliwy przebieg miały ubiegłotygodniowe notowania eurodolara. Początkowo dolar zyskiwał na wartości wsparty silniejszym od konsensusu wysokim inflacji w USA. Kolejne dni to jednak skuteczna próba odreagowania spadku EUR/USD, której pomogły inne - słabsze od oczekiwań - dane ze Stanów Zjednoczonych.

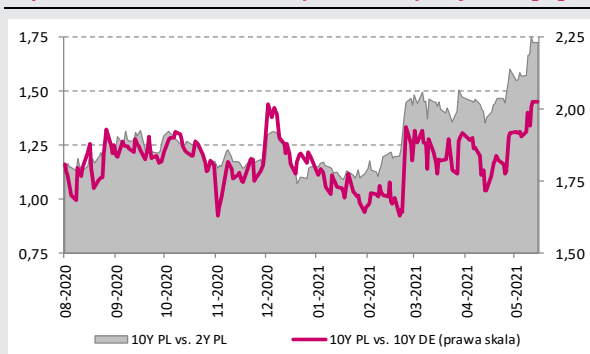
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Tak jak zakładaliśmy w minionym tygodniu na polskim rynku walutowym rozpoczął się trend umocnienia złotego, który ze względu na wielowalutowy charakter (porzucenie ciężących na złotym ryzyku, miks wysokiej inflacji i poprawiających się perspektyw gospodarczych skutkuje oczekiwaniem szybszej normalizacji polityki pieniężnej) powinien być kontynuowany także w nadchodzących dniach. Liczymy w tym względzie także na wsparcie czynników zewnętrznych (wzrost apetytu na ryzyko). Przeszkodą, choć czasową mogą być natomiast wskazania techniczne. W piątek bowiem kurs EUR/PLN dotarł do dolnego ograniczenia nowego kanału spadkowego (4,5170), stąd prawdopodobna jest początkowa próba wyniesienia notowań na wyższe poziomy (4,55 możliwy szczyt) i późniejszy powrót do aprecjacji złotego. Czasowe złamanie bariery 4,50 oceniamy jako realne, choć prawdopodobnie dopiero w pod koniec tygodnia.
USD/PLN	↓	Liczymy na kontynuację umocnienia złotego także w relacji do dolara. Powinno ono dokonywać się dwutorowo tj. z jednej strony niewielkim umocnieniem złotego, z drugiej zaś przeceną dolara na międzynarodowym rynku walutowym. Wciąż nie został osiągnięty - wskazywany przez nas w ubiegłym tygodniu - docelowy poziom pary USD/PLN, który przyjmujemy jako barierę 3,70. Zważywszy zatem na fakt, iż bieżące notowania są bardzo blisko wspomnianego poziomu (3,73) zakres zniżki USD/PLN oceniamy jako niewielki.
EUR/USD	↑	Niezmienne liczymy na zwyżkę eurodolara, choć mając na względzie napływające ostatnio dane makroekonomiczne z USA i strefy euro obecnie potencjalny ruch wzrostowy EUR/USD motywowany byłby bardziej słabością dolara aniżeli siłą euro. Jednocześnie widzimy, iż zakres możliwego ruchu wzrostowego jest bardzo niewielki (1,2170). Bariera ta pozostaje bowiem niezwykle silną przeszkodą wymagającą silnego impulsu poprawiającego apetyty na ryzyko (mniej łagodna narracja Europejskiego Banku Centralnego?), na który jednak w najbliższych dniach nie liczymy. Przed nami prawdopodobnie zatem próba niewielkiej zwyżki eurodolara i przejście w trend boczny wokół poziomu 1,2170.

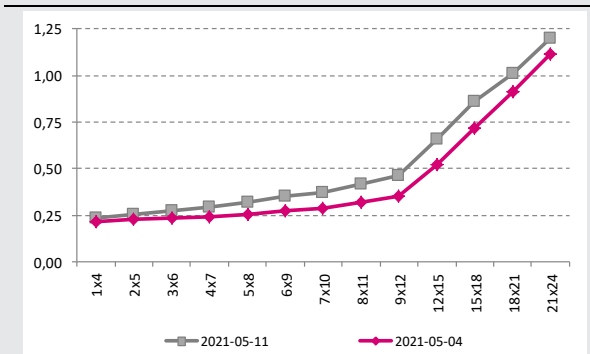
Rentowność obligacji krajowych [%]



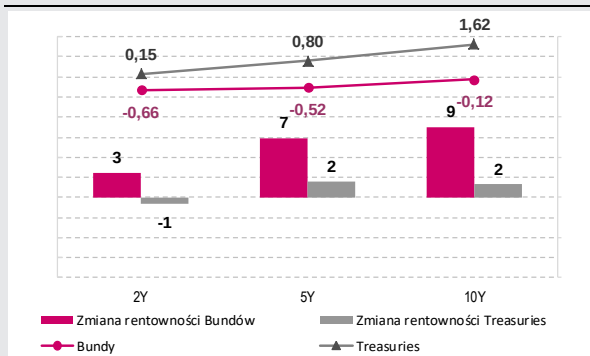
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Rynek obligacji

Na krajowym rynku długu miniony tydzień upłynął pod znakiem gwałtownego spadku cen obligacji długoterminowych. Źródłem zmian - obok trendów globalnych - były również jastrzębie komentarze członków Rady Polityki Pieniężnej. Przykładowo tylko w czwartek dochodowość 10-latk wzrosła aż o 11 bps osiągając poziom 1,95% - maksimum z marca 2020 roku. Tego samego dnia o 10 bps do 1,31% zwiększyła rentowność 5-latk (37 bps wzrostu rentowności w całym zakończonym tygodniu). Gwałtownie zwiększały stawki asset swap na długim końcu, a 10-letni ASW wzrósł nawet powyżej zera. Pogłębieniu do nowych minimów uległy zaś stawki ASW dla 2 i 3 lat. Odreagowanie przyszło dopiero w piątek, gdy polskie papiery zaczęły nieznacznie drożeć. Niewykluczone, jak wskazują dane Narodowego Banku Polskiego, iż inwestorzy krajowi stopniowo wstrzymują się przed inwestycjami w dług skarbowy, a swoją płynność przesuwają w kierunku bonów pieniężnych NBP. Podczas minionej sesji NBP w ramach operacji podstawowej sprzedał 7-dniowe bony za 199,9 mld PLN - co było najwyższą odnotowaną do tej pory wartością. Jak wspomnieliśmy fundamentem zmian wyceny polskiego długu były zmiany rynków globalnych. W omawianym okresie dochodowość 10-latk niemieckiej wzrosła o 8 bps do -0,13% (2-letnie maksimum). O 6 bps do 1,61% zwiększyła natomiast rentowność 10-latk USA.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	Ubiegłotygodniowe zmiany dochodowości polskich skarbowych papierów wartościowych były dla nas zaskakujące (w szczególności wzrost rentowności o 37 bps w segmencie 5-letnim). Naturalnym zachowaniem byłaby próba odreagowania tak dynamicznych zmian, co częściowo miało miejsce już w piątek. Korektę utrudnia jednak fakt, iż w tym tygodniu nie zaplanowano odkupu obligacji przez Narodowy Bank Polski (co byłoby niewątpliwym wsparciem dla lokalnego rynku) oraz dodatkowe paliwo napędzające trendy reflacyjne w regionie (oczekiwania na podwyżki stóp procentowych pod wpływem wysokiej inflacji). Najnowszym wsparciem dla wzrostu rentowności w regionie - obok wcześniejszych deklaracji prezesa banku centralnego Czech - są wypowiedzi wiceprezesa Banku Węgier, który stwierdził, że podwyżka kosztu pieniądza rozważana jest już w czerwcu. Zmiany w regionie odbijają się również na oczekiwaniach co do Polski, tym bardziej, iż wsparciem są niedawne wypowiedzi członków RPP, czy możliwe skrócenie kadencji jednego z nich (przejsie do Naczelnego Sądu Administracyjnego). Po stronie podażowej planowana jest natomiast sprzedaż obligacji przez Ministerstwo Finansów jednak ze względu na nerwowość rynkową oferta może zostać ograniczona względem planu 5-7 mld PLN. Podsumowując w najbliższych dniach liczymy na niewielki wzrost dochodowości 10-latk i silniejszą zwyżkę krótkiego końca krzywej. Efektem będzie wypłaszczenie krzywej stojące w kontrze do ubiegłotygodniowych zmian SPW.
10Y DE (%)	Liczymy na uspokojenie wyceny Bunda w bieżącym tygodniu. Nie oznacza to zakończenia obowiązującego trendu wzrostu rentowności, a jedynie czasową przerwę w oczekiwaniu na nowe impulsy.
10Y US (%)	O kierunku notowań Treasuries w tym tygodniu zadecyduje retoryka licznych wystąpień przedstawicieli amerykańskiej Rezerwy Federalnej oraz narracja zastosowana w opisie z ostatniego posiedzenia Fed. Trudno wyrokować jak bardzo niedawne przyspieszenie inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych wpłynęła na nastawienie bankierów centralnych, stąd pole do potencjalnej zmienności jest spore. Póki co zakładamy jednak, iż notowania amerykańskiej 10-latk pozostaną względnie stabilne.

Źródło: Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 17 maja					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Kwiecień	14.1%	9.8%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Kwiecień	34.2%	24.9%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	3.9%	3.7%	3.7%
Wtorek 18 maja					
11:00 PKB rew. r/r	EZ	Q1	-4.9%	-1.8%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Kwiecień	1759k	1774k	
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Kwiecień	1739k	1710k	
Środa 19 maja					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Kwiecień	1.3%	1.6%	
13:00 Wnioski o kredyt hipoteczny MBA	USA	14 maja	2.1%		
20:00 Opis posiedzenia banku centralnego	USA	Kwiecień			
Czwartek 20 maja					
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Kwiecień	8.0%	10.3%	10.4%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Kwiecień	-1.3%	1.1%	1.1%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	07 maja	473k	465k	
Piątek 21 maja					
09:30 PMI w przemyśle	Niemcy	Maj	66.2	66.0	
09:30 PMI w usługach	Niemcy	Maj	49.9	51.9	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Maj	62.9	62.4	
10:00 PMI w usługach	EZ	Maj	50.5	52.0	
10:00 PPI r/r	Polska	Kwiecień	3.9%	4.9%	4.5%
10:00 Produkcja bud-mont. r/r	Polska	Kwiecień	-10.8%	-8.0%	-8.6%
15:45 PMI w przemyśle	USA	Maj	60.5	61.0	
15:45 PMI w usługach	USA	Maj	64.7		
Poniedziałek 24 maja					
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Kwiecień	18.9%	44.0%	44.0%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	15.2%	25.5%	25.2%

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

Dane i prognozy

	2019	2020	2021	2022	1Q20	2Q20	3Q20	Q420	1Q21	2Q21	3Q21	Q421
PKB	4,5	-2,7	4,4	5,3	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-1,2	8,5	3,7	6,2
Stopa bezrobocia	5,2	6,2	6,4	5,9	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	6,3	6,3	6,4
Inflacja CPI (% r/r) **	2,3	3,4	3,3	3,0	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	3,6	3,5	3,4
Ropa naftowa Brent **	64,6	42,6	63,2	61,0	50,5	33,6	41,0	45,3	61,0	64,5	64,1	62,9
Stopa referencyjna (%)	1,50	0,10	0,10	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 1M (%)	1,63	0,20	0,20	0,40	1,14	0,23	0,20	0,20	0,18	0,20	0,20	0,20
WIBOR 3M (%)	1,71	0,21	0,22	0,55	1,17	0,26	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,22
WIBOR 6M (%)	1,79	0,25	0,27	0,65	1,19	0,28	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25	0,27
Obligacja 2-letnia (%)	1,50	0,02	0,15	0,75	1,55	0,15	0,09	0,02	0,09	0,09	0,11	0,15
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	1,75	2,25	2,10	1,35	1,35	1,30	1,56	1,65	1,70	1,75
EUR/PLN	4,26	4,45	4,40	4,30	4,55	4,47	4,52	4,45	4,66	4,50	4,45	4,40
USD/PLN	3,80	3,65	3,55	3,65	4,15	3,98	3,85	3,65	3,98	3,78	3,65	3,55
GBP/PLN	5,00	5,13	5,05	4,95	5,11	4,89	4,94	5,13	5,47	5,20	5,10	5,05
EUR/USD	1,12	1,22	1,24	1,18	1,10	1,12	1,17	1,22	1,17	1,19	1,22	1,24
EURIBOR 3M	-0,41	-0,53	-0,55	-0,50	-0,23	-0,43	-0,52	-0,53	-0,55	-0,55	-0,55	-0,55
LIBOR 3M USD	1,91	0,25	0,30	0,60	1,35	0,30	0,23	0,25	0,19	0,25	0,26	0,30

* 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 jakiejkolwiek 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.