Makro i rynek
komentarz tygodniowy

24 maja 2021

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

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,4843	-1,0%
USD/PLN	3,6764	-1,4%
CHF/PLN	4,0953	-1,1%
EUR/USD	1,2197	0,4%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,19	-10
5Y	1,22	-21
10Y	1,86	-15

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,87	-4
5Y	1,62	1
10Y	2,06	6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,14	-2
US 10Y	1,61	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	63478,0	0,6
S&P 500	4155,9	-0,4
Nikkei 225	28364,6	1,9

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

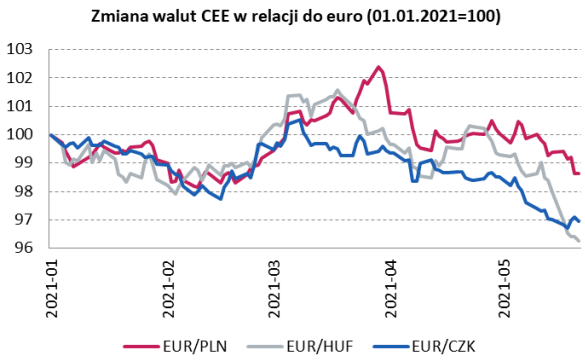
Tydzień rozpoczyna się od mocnego akcentu z krajowej gospodarki, gdzie dane dotyczące produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej - z uwagi na efekt niskiej bazy - pokazały spektakularne wzrosty wspierając utrzymywanie kursu EUR/PLN poniżej 4,50. W naszej ocenie próba utrzymania się poniżej wspomnianego poziomu będzie podstawowym zadaniem krajowego rynku walutowego w najbliższych dniach. Niezmiennie wsparcie w tej kwestii stanowić będą oczekiwania na szybszą od oficjalnego przekazu Rady Polityki Pieniężnej normalizację polityki pieniężnej. Sprzyjać powinien także sentyment globalny, który pozostaje korzystny dla bardziej ryzykownych aktywów. W dalszej części tygodnia inwestorzy śledzić będą wystąpienia przedstawicieli Fed oraz wybrane dane makro - głównie ze Stanów Zjednoczonych. Wydarzeniem tygodnia w regionie będzie posiedzenie węgierskiego banku centralnego (wtorek), którego wiceprezes niedawno zasugerował możliwość podwyżki stóp procentowych w czerwcu. Na targanym emocjami w ostatnich dniach polskim rynku długu rozpoczynający się tydzień to między innymi sprzedaż obligacji BGK (poniedziałek), czy kolejny odkup długu realizowany przez NBP (środa).

Najważniejsze dane tego tygodnia

W tym tygodniu szereg danych z amerykańskiej gospodarki

W tym tygodniu poznamy sporo danych z gospodarki amerykańskiej. W czwartek, obok drugiego wyliczenia PKB w 1Q 2021, opublikowane zostaną wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałego użytku w kwietniu, które mają kontynuować wzrost. Konsensus prognoz wynosi 0,8% m/m wobec 1,0% m/m przed miesiącem. Najważniejsze będą jednak piątkowe dane o wydatkach i dochodach Amerykanów w kwietniu, a przede wszystkim odczyt inflacji PCE (tj. deflatora konsumpcji prywatnej), który jest podstawowym miernikiem dynamiki cen konsumenta dla Fed. Wzrosła ona w kwietniu względem marca, gdy wyniosła 2,3% r/r na skutek m.in. wysokiej inflacji cen paliw. Pomimo nasilającej się presji inflacyjnej stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie w najbliższych kwartałach. Rosnąca dynamika cen będzie jednak zmniejszała komfort amerykańskich bankierów centralnych, którzy na czerwcowym posiedzeniu zapewne urealnią swoje dotychczasowe oczekiwania, zgodnie z którymi stopy procentowe nie uległyby zmianie wcześniej niż w 2024 r.

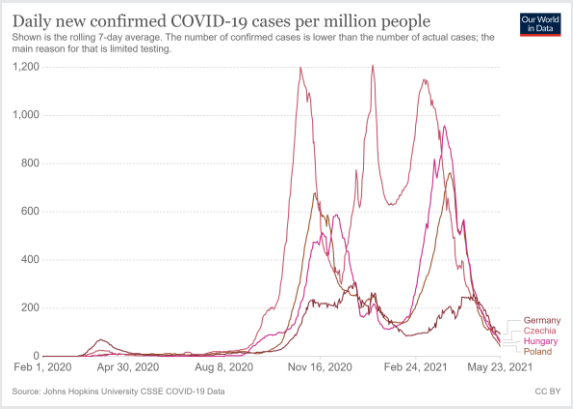
Wykres tygodnia



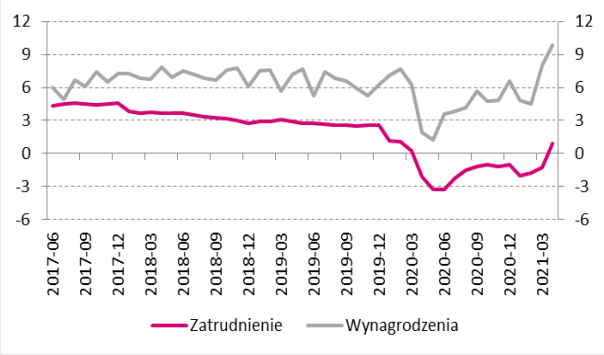
Źródło: Macrobond

Notowania walut CEE zyskują w ostatnich tygodniach na wartości wspierane pozytywnym sentymentem globalnym, ale i nasileniem oczekiwań na szybszą niż oczekiwano normalizację polityki pieniężnej w Europie Środkowo-Wschodniej. Złoty mimo presji aprecjacyjnej pozostaje jednak najbardziej odporny na obowiązujące trendy, co wiążemy z coraz bardziej kontrastującą łagodną narracją NBP w stosunku do pozostałych banków centralnych regionu.

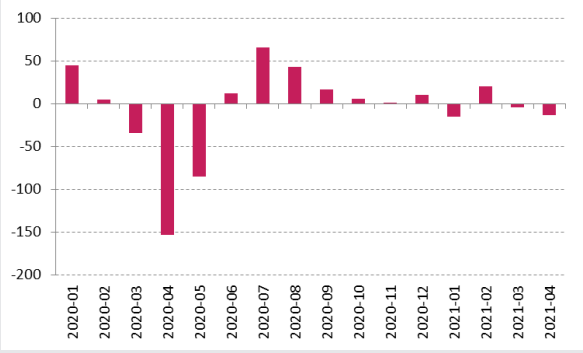
Liczba potwierdzonych nowych przypadków COVID-19 w przeliczeniu na 1 mln ludności



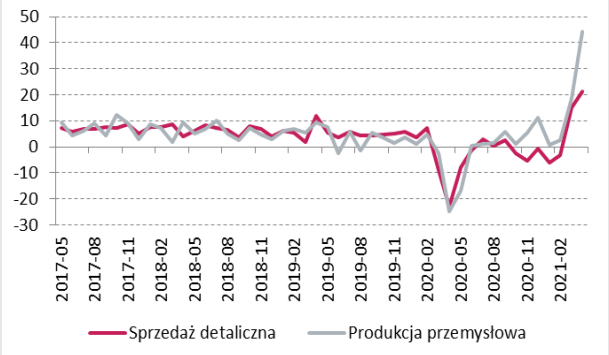
Zatrudnienie i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]



Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw [tys. m/m]



Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna [% r/r]



Makro - kraj

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nieco słabsze od oczekiwań

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w kwietniu o 0,9% r/r, po spadku o 1,3% r/r w marcu. Dane te okazały się niższe niż nasza prognoza i konsensus rynkowy (+1,1% r/r). Poprawa rocznej dynamiki wynika z niskiej bazy odniesienia z analogicznego miesiąca ub. roku. Względem marca zatrudnienie obniżyło się jednak o 0,2% m/m (o 13,4 tys. pełnych etatów). Główny Urząd Statystyczny wskazuje, że obniżenie się przeciętnego zatrudnienia względem marca wynika ze zmniejszenia wymiaru etatu, rozwiązywania i nieprzedłużania umów (niekiedy z powodów epidemicznych), a także nieobecność w pracy z powodu opieki nad dziećmi, kwarantanny, czy zwolnienia chorobowego. Przypuszczamy zatem, że za niewielką niespodziankę w danych o zatrudnieniu odpowiada trudna sytuacja pandemiczna w kwietniu br., gdy niemal przez cały miesiąc obowiązywały zakrojone na szeroką skalę obostrzenia dla działalności gospodarczej. Wpływ ten powinien być jednak przejściowy, dlatego naszym zdaniem dane te nie zmieniają optymistycznych oczekiwań dotyczących sytuacji na rynku pracy w Polsce, choć skala poprawy w krótkim okresie wraz z postępującym odmrażaniem gospodarki jest obarczona sporą niepewnością.

… podobnie jak przeciętne miesięczne wynagrodzenie

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło natomiast o 9,9% r/r po wzroście o 8,0% r/r, a silna skala wzrostu wynika także z efektu niskiej bazy odniesienia. Z tego względu odczyty z najbliższych miesięcy będą wyglądały bardzo korzystnie. W dłużej perspektywie dynamika płac powinna powracać do trendów sprzed pandemii wraz z ożywieniem gospodarczym. W szczególności presji po stronie płac doszukiwalibyśmy się w firmach usługowych, które mogą być zmuszone do solidnych podwyżek, aby nakłonić pracowników do powrotu do rodzaju pracy sprzed pandemii. Rynek pracy będzie sprzyjał dynamicznej odbudowie konsumpcji, w co wpisuje się znaczący wzrost w maju wskaźników koniunktury konsumenckiej.

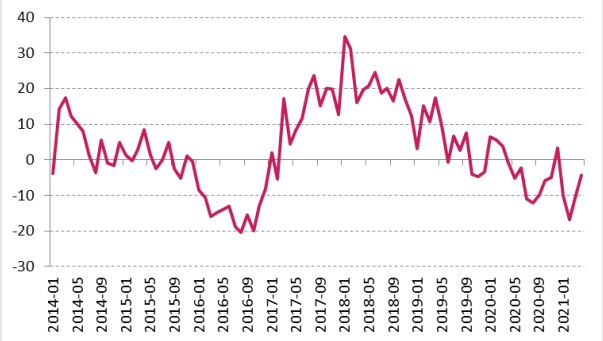
Kwietniowe dane z przemysłu i handlu pod mocnym wpływem efektu niskiej bazy

W kwietniu produkcja przemysłowa była o 44,5% wyższa niż przed rokiem. Tak wysoki odczyt to oczywiście efekt niskiej bazy statystycznej z roku ubiegłego, kiedy w wyniku lockdownu przemysł drastycznie ograniczył aktywność, a część branż de facto wstrzymała produkcję. Wzrosty produkcji w części branż wyglądają bardzo imponująco. Najsilniej wzrosła produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (+370,5% r/r), bo to ona najbardziej spadła w ubiegłym roku. W stosunku do ubiegłego roku podwoiła się produkcja mebli, czy urządzeń elektrycznych. Z powodu silnych zaburzeń wywołanych efektem bazy statystycznym bardziej miarodajnym odwzorowaniem aktualnej kondycji przemysłu są dane odsezonowane , które wskazały na nieznaczny spadek produkcji w stosunku do marca (-0,4% m/m). To dobry odczyt wskazujący na utrzymanie wysokiej aktywności w przemyśle. Warto przypomnieć, że w marcu odsezonowana produkcja wzrosła o 2,3% m/m po odsezonowaniu, więc kwietniowy nieznaczny jej spadek nie zmienia pozytywnej oceny sytuacji w przemyśle. Wciąż najsilniej rośnie produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, wspierana odbudową popytu konsumpcyjnego. Odbudowuje się także stopniowo produkcja dóbr inwestycyjnych. Eksport pozostaje ważnym silnikiem napędowym przemysłu, ponieważ produkcja branż o dominującym udziale eksportu w sprzedaży ogółem rośnie najsilniej.

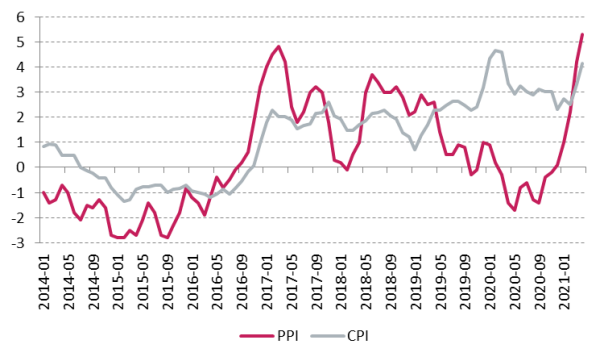
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w kwietniu o 21,1% r/r po wzroście o 15,0% r/r w marcu. Odczyt ten okazał się niższy niż nasza prognoza (25,2% r/r) i konsensus prognoz (25,5% r/r). Imponujące dane również wynikają z efektu niskiej bazy odniesienia z ub. roku, gdy na skutek szokowego charakteru zamrożenia gospodarki sprzedaż detaliczna spadła o 22,9% r/r. Wysoka roczna dynamika zamazuje jednak obraz pogorszenia sprzedaży w kwietniu względem marca. Na skutek obowiązujących przez cały miesiąc obostrzeń dla działalności galerii handlowych oraz ze względu na samoizolację konsumentów sprzedaż w handlu detalicznym spadła po korekcie sezonowości i efektów kalendarzowych (święta wielkanocne wypadały na początku miesiąca) spadła o 6,8% m/m. Spadek ten okazał się

Sprzedaż detaliczna [sa, % m/m]

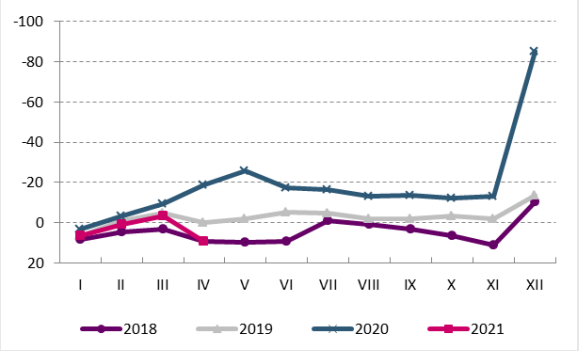
Produkcja budowlano-montażowa [% r/r]



Inflacja PPI i CPI [% r/r]



Wynik budżetu centralnego [mld PLN]



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

nieco silniejszy niż nasze założenia. Wpływ restrykcji potwierdza struktura danych. Najsilniejsze spadki m/m odnotowano wśród odzieży i obuwia, w grupie obejmującej prasę i książki. Mocny spadek dotknął także sprzedaż mebli oraz sprzętu RTV i AGD. Wraz z obniżeniem się liczby nowych zachorowań, odmrażaniem gospodarki i postępującymi szczepieniami konsumpcja gospodarstw domowych obejmujących nie tylko sprzedaż detaliczną, ale także usługi pozostają bardzo korzystne. Sprzyjać jej będzie dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych, chęć wykorzystania zgromadzonych podczas lockdownu oszczędności oraz nastroje konsumenckie. Obrazujący je wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej wyniósł w maju -8,0 pkt i był najwyższy od wybuchu pandemii.

Dynamika produkcji budowlanej nadal pod kreską, ale i tak lepiej od oczekiwań

Dynamika w ujęciu rocznym produkcji budowlano-montażowej wyniosła w kwietniu -4,2% r/r wobec --10,8% r/r w marcu. Pomimo spadku odczyt ten stanowi pozytywną niespodziankę. Naszym zdaniem ciekawe wnioski płyną z analizy struktury danych. Spadki napędzane są przez spowolnienie w firmach, których działalność Główny Urząd Statystyczny klasyfikuje jako „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej", co nie powinno dziwić zważywszy na spowolnienie inwestycji infrastrukturalnych wynikającego z zakończenia starej perspektywa budżetu Unii Europejskiej, a wdrożenie nowej zajmie jeszcze kilka kwartałów. Wzrost r/r zanotowano natomiast w firmach zajmujących się wznoszeniem budynków, co wiąże się z trwającą hossą na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Przypuszczamy, że przyczynia się do tego ponadto aktywność inwestycyjna prywatnych firm, które prowadzą działalność logistyczną, dystrybucyjną czy magazynową. Pandemia po przejściowym negatywnym szoku wywołała bowiem zwiększenie popytu z zagranicy na wytwarzane w kraju towary (także z powodu możliwej chęci skracania łańcuchów dostaw), wzrosła istotnie także sprzedaż internetowa. Budynki na to przeznaczone mogą dopiero teraz być lepiej widoczne w danych, ze względu na długotrwały proces rozpoczęcia inwestycji. Na kolejne miesiące dobrze rokuje także wzrost r/r sprzedaży budowlanych robót specjalistycznych. Kwietniowe dane o produkcji budowlano-montażowej sygnalizują, że aktywność w tym sektorze może odradzać się nieco szybciej od oczekiwań. Na potwierdzenie tego musimy poczekać jednak na odczyty z kolejnych miesięcy.

Ryzyka dla naszej prognozy PKB są skierowane w górę

Kwietniowe dane z gospodarki pozostają pod wpływem czynników statystycznych, a także wciąż utrzymującej się pandemii. Niemniej wpisują się w obraz adaptacji do funkcjonowania w nowych warunkach. W najbliższych dwóch miesiącach dane o produkcji i sprzedaży detalicznej pozostawać będą pod wpływem czynników bazowych, niemniej eliminując ich wpływ oczekujemy kontynuacji odbudowy aktywności ekonomicznej, szczególności w zakresie konsumpcji, w tym konsumpcji usług. Znoszenie restrykcji epidemicznych, dobra sytuacja dochodowa gospodarstw domowych i poprawa nastrojów konsumentów sprzyjać będą konsumpcji, która pozostanie głównym motorem gospodarki. Odradzający się popyt konsumpcyjny wspierać będzie przemysł, choć nasilające się zaburzenia w łańcuchach dostaw mogą wyhamować tempo odbudowy niektórych branż. Czynniki te mogą przejściowo spowolnić dynamikę wzrostu produkcji, co sygnalizowane już w odczytach PMI w niemieckim przemyśle. Nie zmienia to jednak oceny, iż od strony wartości dodanej przemysł pozostaje jednym głównych filarów gospodarki. Zestaw danych za kwiecień utrwala oczekiwania na kontynuację odbudowy gospodarki po złagodzeniu restrykcji dla działalności gospodarczej. Bilans ryzyk dla naszej prognozy wzrostu PKB w tym roku na poziomie 4,4% pozostaje pozytywny.

Presja w cenach producenta znacząco narasta

Inflacja cen producenta przyspiesza. W kwietniu wskaźnik PPI wzrósł do 5,3% r/r z 4,2% r/r miesiąc wcześniej. Czynnikiem napędzającym ceny produkcji sprzedanej przemysłu są w dużej mierze drożejące surowce, co w połączeniu z niską bazą statystyczną z roku ubiegłego wywindowało wskaźnik PPI do poziomu najwyższego od początku 2012r. Najsilniej rosły ceny w górnictwie rud metali (+60,1% r/r) oraz w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (+70,7% r/r). Zwyżki cen produkcji sprzedanej miały jednak szeroki zakres, co wiąże się z rosnącymi kosztami.

Te obok zwyżkujących cen surowców, napędzane są nasilającymi się zaburzeniami w łańcuchach dostaw oraz wysokimi kosztami frachtu, co w warunkach silnego popytu pozwala przerzucić na odbiorców. W najbliższych miesiącach indeks PPI utrzyma się na podwyższonym poziomie, zwiększając presję na ceny konsumenta.

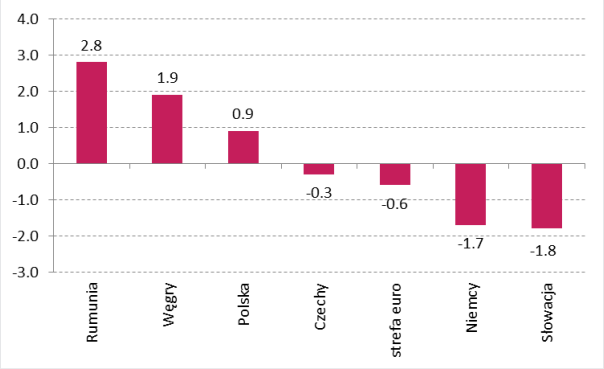
Perspektywy polityki pieniężnej

Dane z gospodarki realnej w kwietniu, w dużym stopniu zgodne ze scenariuszem odbicia gospodarczego, nie wpływają na nasze oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej w Polsce. Pomimo poprawiającej się aktywności gospodarczej nadal utrzymują się ryzyka nasilenia pandemii Covid-19 w drugiej połowie roku, a gospodarka nie odrobiła jeszcze w pełni strat wywołanych pandemią. Jednak wraz z realizacją szczepień ryzyko kolejnych okresów zamrożenia gospodarki powinno spadać, ograniczając potrzebę emisji długu gwarantowanego przez Skarb Państwa. Stąd naszym zdaniem istnieje przestrzeń do możliwej podwyżki kosztu pieniądza jeszcze w tym roku, jako uprzedzenie przed prawdopodobnym nasileniem presji popytowej, wywołanej silnym wzrostem konsumpcji, odbudową inwestycji, a także polityką publiczną (Fundusz Odbudowy, Polski Ład zwiększający dochody rozporządzalne ludności o mniejszej skłonności/możliwości oszczędzania, a także stopniowe wdrażanie nowej perspektywy budżetowej). Zgadzamy się z oceną, że obecnie wskaźnik CPI napędzany jest w dużej mierze przez czynniki podażowe, na które Rada Polityki Pieniężnej nie ma istotnego wpływu, niemniej wraz z utrwalaniem się wzrostu gospodarczego bilans czynników wpływających na inflację będzie się zmieniał. Ponadto polska gospodarka wychodzi z obostrzeń z inflacją cen usług zbliżoną do 7,0% r/r i najniższą stopą bezrobocia w Unii Europejskiej, co budzi obawy o odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych i wystąpienie efektu drugiej rundy na wynagrodzeniach w gospodarce. Prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza naszym zdaniem rośnie, choć dotychczasowe wypowiedzi większości członków RPP, łącznie z prezesem A. Glapińskim wskazują na ich stabilizację do końca kadencji obecnej RPP. Obrona takiego scenariusza w warunkach odbudowy wzrostu i inflacji przekraczającej cel inflacyjny będzie jednak coraz trudniejsza, szczególnie, że inne banki centralne regionu stopniowo zaostrzają retorykę.

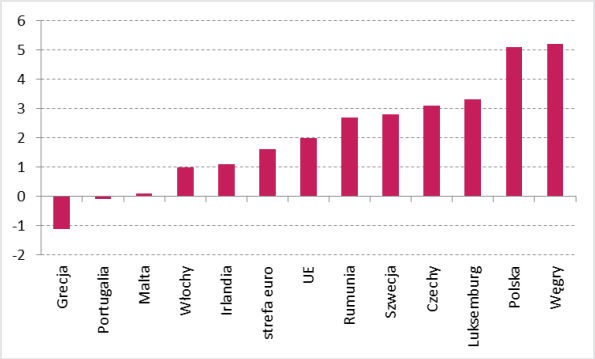
Korzystny obraz dochodów budżetowych

Według danych Ministerstwa Finansów wynik budżetu centralnego wyniósł po kwietniu 9,2 mld PLN. Złożyły się na to dochody na poziomie 147,1 mld PLN, stanowiące 36,4% planu na cały 2021 r. Były one o 13,4% wyższe niż w analogicznym okresie ub. roku. Przyczyniły się do tego dochody z PIT, które wzrosły o 26,9% r/r, podatku VAT (+24,3% r/r) oraz CIT (+12,8% r/r). Pomimo niskiej bazy odniesienia z analogicznego okresu ub. roku, gdy przez połowę marca i kwiecień obowiązywały surowe obostrzenia dla działalności gospodarczej, dane te mają pozytywną wymowę. Wydatki wyniosły natomiast 137,9 mld PLN, tj. 28,3% planu. Warto jednak zauważyć, że de facto dane o wydatkach i tym samym o deficycie budżetu centralnego nie są najlepszą wskazówką dla oceny wyniku całości sektora finansów publicznych, który oprócz budżetu centralnego obejmuje m.in samorządy, powszechne ubezpieczenia społeczne i Narodowy Fundusz Zdrowia. Znaczna część wydatków została bowiem przesunięta poza budżet centralny i przyjęła postać funduszów realizowanych przez Polski Fundusz Rozwoju i Bank Gospodarstwa Krajowego. Opublikowane dotychczas dane o wykonaniu budżetu, a także lepsza od założeń sytuacja gospodarcza i wyższa inflacja wskazują, że deficyt sektora finansów publicznych będzie w 2021 r. wyraźnie mniejszy niż plan w ustawie budżetowej wynoszący 6,0% PKB. Oczekiwania te podziela Komisja Europejska, która prognozuje, że deficyt sektora general government wyniesie po 2021 r. 4,3% PKB wobec 7,0% PKB w 2020 r. Perspektywy na 2022 r. rysują jeszcze lepiej, pomimo realizacji zapowiedzi z „Polskiego Ładu". Na podstawie dotychczasowych słów przedstawicieli rządowych wydaje się, że od 2022 r. wejdzie w życie reforma systemu podatkowo-składkowego, której wdrożenie według szacunków władz, pogarszałoby saldo SFP o ok. 5-7 mld PLN, a więc niezbyt silnie.

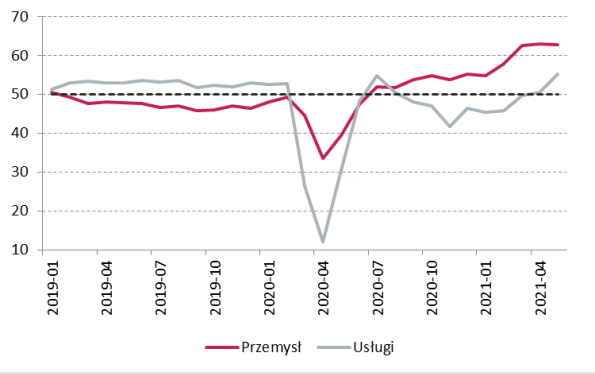
PKB w 1 kw br. [sa, % kw/kw]



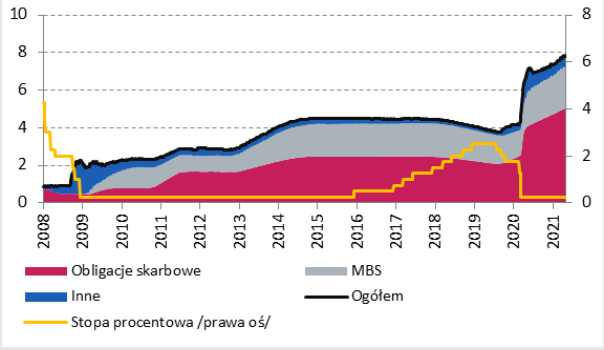
Inflacja HICP w kwietniu w UE i jej wybranych gospodarkach [% r/r]



Indeksy PMI dla strefy euro [pkt]



Skup aktywów przed Fed [bln USD]



Makro - zagranica

Wysoka inflacja i lepsze od oczekiwań dane PKB utrwalają oczekiwania na zacieśnienie polityki pieniężnej w tym roku na Węgrzech i w Czechach

Eurostat potwierdził wstępny szacunek, zgodnie z którym PKB w strefie euro spadł o 0,6% kw/kw (po korekcie sezonowej) po spadku o 0,7% kw/kw w 4Q 2020. Poznaliśmy także pierwsze szacunki PKB na Węgrzech i w Rumunii za 1Q br., które okazały się bardzo mocne. PKB na Węgrzech wzrósł o 1,9% kw/kw (po korekcji sezonowej). Jednocześnie zrewidowano dane za 4Q 2020 do 2,8% kw/kw z wcześniej szacowanego 1,4% kw/kw. Poprawa aktywności w 1Q 2021 w Rumunii była jeszcze silniejsza, gdzie PKB przyrósł o 2,8% kw/kw po wzroście o 4,8% kw/kw w 4Q 2020. Obok danych z 1Q 2021 dla Polski (+0,9% kw/kw) i Czech (spadek tylko o 0,3% kw/kw) dane te potwierdzają wzrost odporności gospodarek regionu na obostrzenia związane z nasileniem pandemii COVID-19, która między styczniem a marcem osiągnęła rekordowo duże rozmiary. Wraz z oczekiwaniami kontynuacji szybkiego wzrostu w regionie nasilają się obawy o utrwalenie presji inflacyjnej na podwyższonym poziomie i odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. W kwietniu na Węgrzech wskaźnik CPI wyniósł 5,1% r/r (9-letnie maksimum), w Polsce 4,3% r/r, a w Czechach 3,1% r/r. W związku korzystnymi oczekiwaniami dla gospodarki i utrzymującej się podwyższonej presji inflacyjnej prezes Narodowego Banku Czech mówił w ostatnich tygodniach o podwyżce stóp proc. jeszcze w tym roku. Podobną potrzebę w tym tygodniu wyraził wiceprezes Narodowego Banku Węgier, który stwierdził, że „możliwość podwyżki stopy referencyjnej jest warta rozważenia już w czerwcu". Dodał, że bank będzie aktywnie reagować na ryzyko inflacyjne, a normalizacji stóp proc. będzie towarzyszyć stopniowe wycofywanie się z instrumentów kryzysowych, jak skup obligacji.

W maju ożywienie w usługach strefy euro nabiera tempa, a „wąskie gardła" w przemyśle coraz silniej dają o sobie znać

Indeks PMI dla sektora usługowego w strefie euro wzrósł w maju według wstępnych wyliczeń do 55,1 pkt z 50,5 pkt miesiąc wcześniej potwierdzając przyspieszające ożywienie w największym sektorze tej gospodarki, wraz ze znoszeniem obostrzeń, realizacją szczepień i rosnącym popytem (poziom 50 pkt oddziela spowolnienie od poprawy koniunktury). Część ankietowanych firm wskazuje, że tempo odbicia byłoby jeszcze szybsze, gdyby nie trudności z pozyskaniem pracowników spowalniające restart działalności gospodarczej. Analogiczny wskaźnik dla przemysłu w Eurolandzie wyniósł natomiast 62,8 pkt wobec 62,9 pkt. Dane te potwierdzają trwające dynamiczne ożywienie w tym sektorze, choć rekordowe problemy z pozyskaniem dóbr pośrednich do produkcji cały czas ograniczają ekspansję. Dotyczy to zwłaszcza przemysłu Niemiec, dla którego indeks PMI obniżył się do 64,0 pkt z 66,2 pkt. w kwietniu. „Wąskie gardła" w łańcuchach wpływają na koszty produkcji, co skłania firmy do podnoszenia cen, najszybszego w historii danych zaczynającej się w 1997 r. Dane te wpisują się w widoczne trendy na świecie, gdzie stopniowemu ożywieniu usług i ekspansji przemysłu towarzyszy nasilenie presji inflacyjnej. W 2Q br. gospodarka strefy euro wyjdzie z recesji, a oczekiwania dla jej kondycji w dalszej przyszłości są najlepsze w historii danych, tj. od niespełna 10 lat.

Bardziej jastrzębia wymowa opisu ostatniego posiedzenia Fed

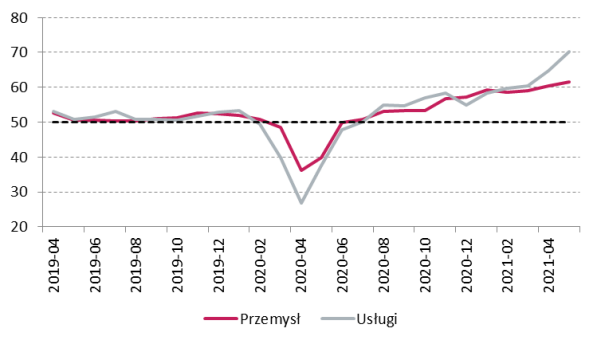
W ubiegłym tygodniu opublikowano opis posiedzenia Rezerwy Federalnej, które odbyło się 27-28 kwietnia. Amerykańscy bankierzy centralni opowiedzieli się w nim za utrzymywaniem ultra-łagodnej polityki pieniężnej w przyszłości, aczkolwiek część z nich zaznaczyła, że ze względu na bardzo szybko postępujące ożywienie gospodarcze w najbliższych miesiącach można by rozpocząć dyskusję o zmniejszeniu skali skupu (tapering) aktywów na rynkach. Posiedzenie to miało miejsce jednak jeszcze przed publikacją danych o przeciwstawnej wymowie. Z jednej strony bowiem inflacja CPI mocno przewyższyła oczekiwania, z drugiej strony jednak przyrost zatrudnienia okazał się znacznie słabszy niż zakładano na podstawie danych marcowych. Ponieważ oprócz stabilności cen, mandatem Fedu jest jeszcze pełne zatrudnienie trudno jest ocenić perspektywy polityki pieniężnej w USA. Pomocne w ocenie będzie posiedzenie w czerwcu, gdy pod dyskusje

poddane zostaną te dwie przeciwne kwestie oraz opublikowana nowa projekcja makroekonomiczna oraz oczekiwania członków Fed co do poziomu stóp procentowych w najbliższych latach. Wydaje nam się, że nie powinniśmy spodziewać się rewolucji, gdyż jako przyczynę narastania inflacji zostaną wskazane czynniki podażowe czynniki przejściowe, a rynek pracy nie odradza się w takim tempie jakby chciała tego Rezerwa Federalna.

PMI w USA bije kolejne rekordy

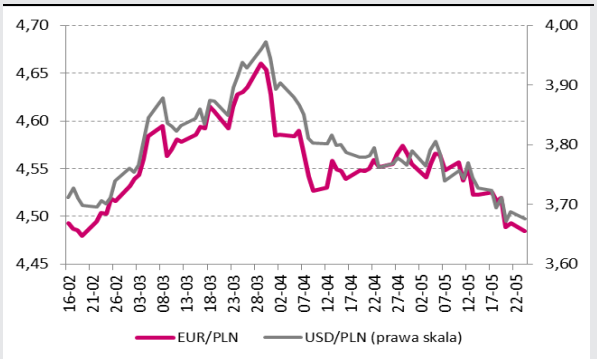
Według wstępnych danych indeks PMI dla usług w USA wzrósł w maju do 70,1 pkt z 64,7 pkt w kwietniu, a wskaźnik dla przemysłu do 61,5 pkt z 60,5 pkt. Są to najwyższe wartości w historii badania koniunktury PMI, co sygnalizuje najszybsze od co najmniej 2012 odbicie aktywności gospodarczej. Wraz z odmrażaniem gospodarki i poprawiającymi się nastrojami konsumenckimi szybko odbudowuje się popyt zarówno usług jak i dóbr, co powoduje podwyżki cen. Gospodarka USA bardzo szybko odbudowuje się po kryzysie pandemicznym wspierana ultra-łagodną polityką gospodarczą, co jednak przyczynia się do utrwalania presji inflacyjnej.

Indeksy PMI dla USA [pkt]

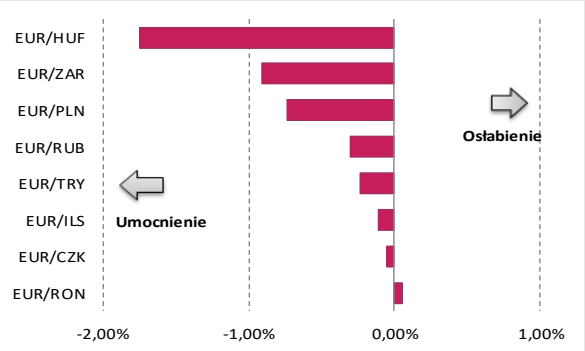


Źródło: Macrobond, Komisja Europejska

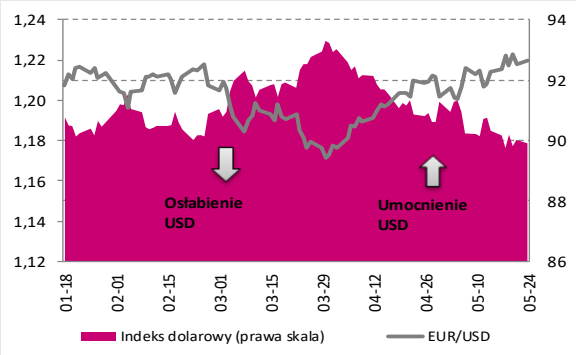
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



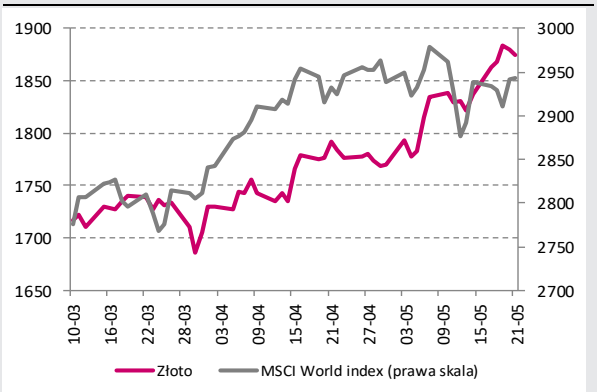
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Notowania indeksu dolarowego i kursu EUR/USD



Złoto (USD/uncja) i indeks MSCI (pkt)



Źródło: Refinitiv

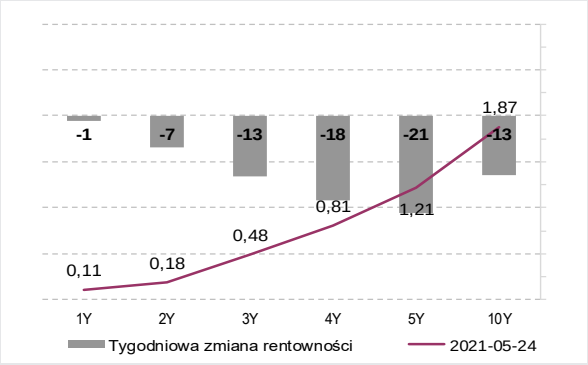
Rynek walutowy

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami złoty kontynuował w minionym tygodniu umocnienie w relacji do euro. W rezultacie kurs EUR/PLN obniżył się do 3-miesięcznego minimum na poziomie 4,4840. Umocnienie polskiej waluty nie dziwi, gdyż poza sprzyjającym sentymentem globalnym wynikającym z nasilenia oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej na świecie (jako konsekwencja poprawiających się perspektyw gospodarczych i narastającej presji inflacyjnej) wsparcie stanowi także złagodzenie ciążących do niedawna ryzyk. Zmiany złotego w połączeniu z wahaniami rynków bazowych skutkowały ponadto między innymi zniżką pary CHF/PLN trwale poniżej poziomu 4,10. Barierę 3,69 złamały zaś notowania USD/PLN. Siła widoczna była ponadto także w notowaniach pozostałych walut regionu, choć tu - jak w przypadku węgierskiego forinta - istotną rolę odgrywały czynniki lokalne - wzrost prawdopodobieństwa na rychłą podwyżkę stóp procentowych. Na międzynarodowym rynku walutowym eurodolar, który pozostaje w średnioterminowym trendzie wzrostowym w ostatnich dniach wszedł w fazę horyzontalną, po tym jak złamał istotną barierę 1,2170 której nie udawało się trwale sforsować od połowy stycznia tego roku.

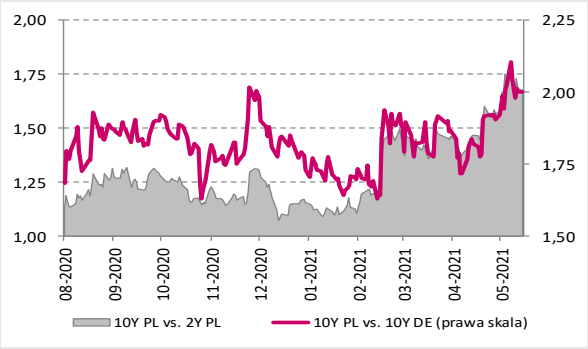
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	Pozostajemy konsekwentni w swoich oczekiwaniach dotyczących umocnienia złotego, choć po dość dynamicznej - jak na bieżącą sytuację - aprecjacji polskiej waluty liczymy, że w tym tygodniu zakres spadku pary EUR/PLN będzie wyraźnie słabszy. Celem minimum jest utrzymywanie notowań poniżej bariery 4,50 ale realne w naszej ocenie jest dotarcie kursu EUR/PLN do poziomu 4,4740 tj. minimum z lutego, gdy złoty w relacji do euro wszedł w miesięczny okres stabilizacji. Wsparciem niezmiennie pozostaje sprzyjające otoczenie zewnętrzne wzmocnione ograniczeniem piętrzących się do niedawna ryzyka dla złotego oraz utrzymywanie agresywnych - jak na sygnały płynące z Rady Polityki Pieniężnej - oczekiwań na normalizację polityki monetarnej.
USD/PLN	↔	W przypadku kursu USD/PLN zmieniamy natomiast nasze oczekiwanie i po okresie oczekiwanej zniżki przechodzimy w trend boczny jako najbardziej prawdopodobny obecnie. W obliczu opisanej powyżej jedynie nieznacznej przestrzeni do spadku pary EUR/PLN zadecyduje o tym przede wszystkim stabilizacja eurodolara. Podsumowując przedział 3,67 - 3,70 jest w naszej ocenie potencjalnym zakresem zmian kursu USD/PLN w tym tygodniu.
EUR/USD	↔	Wybicie eurodolara powyżej 1,2170 - pierwsze od stycznia tego roku - uruchomiło jedynie nieznaczny potencjał do wzrostu głównej pary walutowej. Nadal pozostaje ona bowiem w klinczu oczekiwań na normalizację polityki pieniężnej w USA i strefy euro. Brak jest jednak nowych sygnałów w tej kwestii, które mogłyby nadać notowaniom inny niż trend boczny kierunek. Inwestorzy niejako przyzwyczajeni do dobrych danych z odradzających się gospodarek Stanów Zjednoczonych i Europy zaczęli koncentrować się na komentarzach przedstawicieli Fed i Europejskiego Banku Centralnego. Te jednak pozostają dość wstrzemięźliwe i nie dostarczają nowego paliwa niezbędnego do zmian - czy to w kierunku mocniejszego euro, czy dolara. Efektem jest stabilizacja notowań, która w naszej ocenie rozciągnięta będzie także na nadchodzący tydzień. Nie uważamy bowiem, by dane makro z USA, które dominują w kalendarium publikacji tego tygodnia, były w stanie odmienić losy EUR/USD.

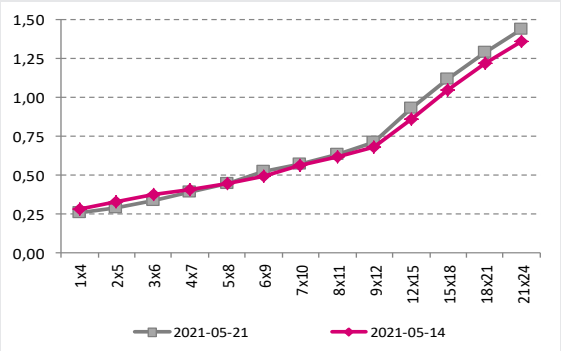
Rentowność obligacji krajowych [%]



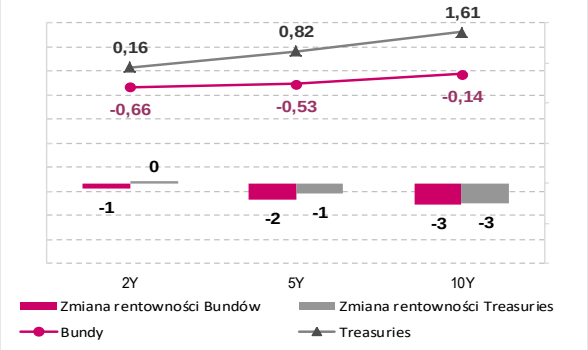
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Notowania kontraktów FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Źródło: Refinitiv

Rynek obligacji

Krajowy rynek długu pozostawał w ubiegłym tygodniu niezwykle zmienny, choć w przeciwieństwie do pierwszej połowy maja ostatnie dni były czasem odreagowania trendu wzrostu dochodowości skarbowych papierów wartościowych. Najsilniej (o 23 bps) obniżyła się rentowność obligacji 5-letnich, co wynika w wcześniejszego największego charakteru zwyżki tego segmentu. Długi koniec krzywej zniżkował w minionym tygodniu w dochodowości o 16 bps do 1,86% w stosunku do ponad rocznego maksimum na poziomie 2,02%. Zniżka rentowności - choć najmniejsza - obserwowana była także w przypadku 2-latki. Nie oznaczało to bynajmniej złagodzenia oczekiwań na dość szybką normalizację polityki pieniężnej. Inwestorzy pozostają przekonani, iż do pierwszych podwyżek stóp procentowych w Polsce dojdzie jeszcze w 2021 roku. Mimo przetaczających się turbulencji Ministerstwo Finansów z powodzeniem sprzedało w ubiegłym tygodniu obligacje skarbowe OK0423, PS1026, DS1030, WZ1131 i WZ1126 za łącznie 4,0 mld PLN - przy popycie 7,9 mld PLN - uzupełnione o sprzedaż za dodatkowe 0,57 mld PLN ze względu na przetarg uzupełniający. Aż 26,8% całości pierwotnej sprzedaży przypadło na serię DS1030 i WZ1131 (po 1,07 mld PLN). Niewiele mniej, bo 23,7% przypadło na papier PS1026 (0,95 mld PLN). Resort co prawda zdecydował o ograniczeniu podaży w stosunku do pierwotnych założeń, które opiewały na maksymalnie 7 mld PLN. Na bazowych rynkach długu byliśmy zaś świadkami uspokojenia nastrojów. Zmiany dochodowości 10-letniego długu USA i Niemiec były niewielkie.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Liczymy przede wszystkim na uspokojenie notowań skarbowych papierów wartościowych, które w naszej ocenie nie powinny być aż tak dynamiczne jak ostatnio. Nie oznacza to jednak przejścia rentowności w tryb horyzontalny. W naszej ocenie obowiązujące pozostają bowiem trendy globalne, a te wskazują na stopniowe, acz systematyczne wzrosty dochodowości obligacji zbudowane na poprawiających się perspektywach gospodarczych, które - w ocenie inwestorów - pchną banki centralne w normalizację polityki pieniężnej. Nie uważamy ponadto, by zaplanowana na ten tydzień (środa) kolejna z operacji skupu długu przez Narodowy Bank Polski miała istotnie wpłynąć na notowania. Bazując na ostatnich wydarzeniach można uznać, iż stabilizacyjny charakter tych operacji przestał działać. Podsumowując uważamy, iż przed nami powrót do niewielkich wzrostów dochodowości, które 10-letni dług skarbowy powinny zaprowadzić w okolice bariery 1,90%, która może być krótkoterminowym poziomem równowagi.
10Y DE (%)	↔	Liczymy na dalsze uspokojenie wyceny Bunda w bieżącym tygodniu. Nie oznacza to zakończenia obowiązującego trendu wzrostu rentowności, a jedynie czasową przerwę w oczekiwaniu na nowe impulsy. Tych jednak - przynajmniej na gruncie kalendarza istotnych wydarzeń - powinno zabraknąć w najbliższych dniach.
10Y US (%)	↔	Spokój udzielać się powinien także wycenie amerykańskiego długu. O ile ten tydzień w przypadku publikacji danych makroekonomicznych z USA jest dość rozbudowany (interesująco zapowiada się odczyt inflacji PCE), to nie uważamy, by dane mogły w istotny sposób odmienić losy notowań Treasuries. Wzorem rynku Bunda liczymy zatem na konsolidację wokół bieżących poziomów. Zaplanowane na ten tydzień wypowiedzi przedstawicieli Fed nie powinny się różnic od licznych komentarzy z ubiegłego tygodnia, co tylko wzmacnia nasze oczekiwania stabilizacji dochodowości amerykańskiego długu w tym tygodniu. Ryzykiem pozostaje wspomniana publikacja inflacji PCE.

Kalendarium

	Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
	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%**
	Wtorek 25 maja					
08:00	PKB nsa fin. r/r	Niemcy	Q1	-2.3%	-3.3%	
14:00	Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Kwiecień	14.4%	12.4%	13.9%
14:00	Decyzja w sprawie stóp procentowych	Węgry	Maj	0.6%	0.6%	
16:00	Sprzedaż nowych domów	USA	Kwiecień	1021k	1000k	
16:00	Conference Board	USA	Maj	121.7	120.2	
	Środa 26 maja					
10:00	Stopa bezrobocia	Polska	Kwiecień	6.4%	6.2%	6.3%
13:00	Wnioski o kredyt hipoteczny MBA	USA	14 maja	2.1%		
	Czwartek 27 maja					
14:30	Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	21 maja	444k	430k	
14:30	PKB rew.	USA	Q1	4.3%	6.5%	
14:30	Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Kwiecień	1.0%	0.8%	
	Piątek 28 maja					
14:30	Wydatki Amerykanów m/m	USA	Kwiecień	4.2%	0.6%	
14:30	Dochody Amerykanów m/m	USA	Kwiecień	21.1%	-14.5%	
14:30	**Inflacja PCE r/r**	**USA**	**Kwiecień**	**2.3%**		
16:00	Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Maj	88.3	82.9	
	Poniedziałek 31 maja					
	Dzień wolny od pracy	**USA/UK**				
10:00	PKB r/r	Polska	Q1	-2.7%	-1.0%	-0.8%
14:00	Inflacja CPI r/r	Niemcy	Maj	2.0%		

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	0,15	0,20	0,35
Obligacja 10-letnia (%)	2,07	1,30	1,75	2,25	2,10	1,35	1,35	1,30	1,56	2,00	2,15	2,25
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 jakiekolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.