



# Makro i rynek

## komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

17 maja 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 NBP opublikuje miary inflacji bazowej w kwietniu. Naszym zdaniem wskaźnik CPI bez żywności i energii obniżył się do 3,7% r/r z 3,9% r/r w marcu.

### Wydarzenia i komentarz

- **PL:** 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 składek 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. 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 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 propozycje systematycznego rozwiązania 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 adresu 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.

- **PL:** 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. W samym pierwszym kwartale br. urosła natomiast 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.

### Rynki na dziś

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 perspektywy 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.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,5364	-0,2%
USD/PLN	3,7538	-0,1%
CHF/PLN	4,1376	-0,1%
EUR/USD	1,2084	0,0%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	0,13	-4
5Y	1,31	10
10Y	1,95	11

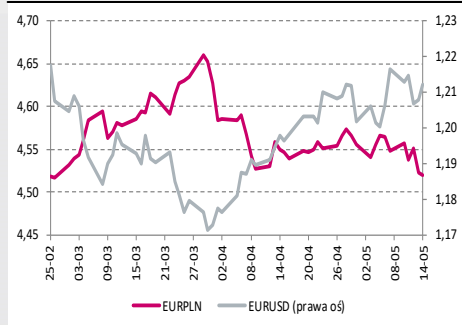
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	0,79	5
5Y	1,54	6
10Y	2,00	-1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,12	2
US 10Y	1,68	1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	61497,2	-1,2
S&P 500	4063,0	-2,1
Nikkei 225	27448,0	-2,5

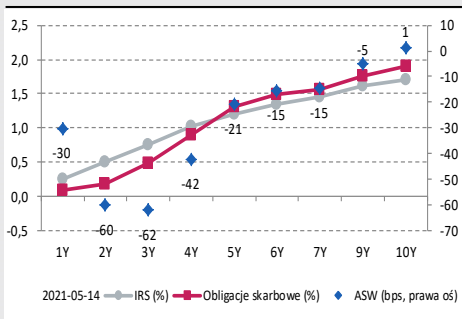
Źródło: Refinitiv  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



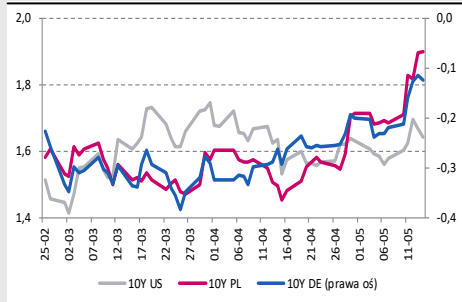
Źródło: Refinitiv

## Krajowy rynek stopy procentowej



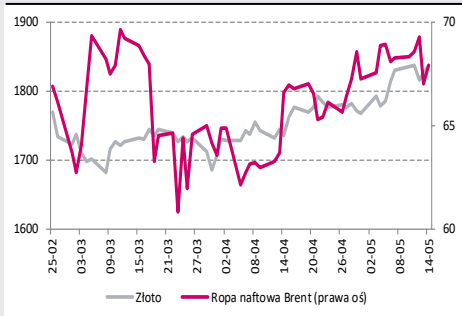
Źródło: Refinitiv

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



Źródło: Refinitiv

## Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

## Rynek krajowy

Zgodnie z przewidywaniami złoty kontynuował umocnienie w relacji do euro podczas piątkowej sesji. Przejściowo kursu EUR/PLN obniżył się do minimum z końca lutego na poziomie 4,5170. W piątek nie poznaliśmy co prawda nowych impulsów, ale rynek „rozgrywał” argumenty, które pojawiły się w ubiegłym tygodniu tj. opóźnienie stanowiska Sądu Najwyższego w sprawie walutowych kredytów hipotecznych, czy nasilenie oczekiwań na normalizację stóp procentowych w Polsce wsparte wypowiedziami niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej. Na krajowym rynku długu piątek upłynął pod znakiem wzrostu cen obligacji długoterminowych, jako odraeganie wcześniejszej niezwykle dynamicznej przeceny skarbowych papierów wartościowych. Piątkowy ruch był o tyle spodziewany, iż wcześniejsze burzliwe zmiany długoterminowych assets swapów sprawiły, iż polska 10-lątka przestała być już postrzegana jako droga (przez pryzmat ASW właśnie, gdzie stawki się silnie zawężyły). W piątek dochodowość 10-latki obniżyła się o 7 bps do 1,88%. Nadal jednak krótki koniec krzywej pozostaje w zainteresowaniu inwestorów (głównie ALMów bankowych), choć w piątek nieco taniał. 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.

## Rynki zagraniczne

Niewiele zostało z środowego gwałtownego spadku notowań eurodolara wywołanego silniejszym od oczekiwań przyspieszeniem w kwietniu inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Piątek był drugim dniem wzrostów eurodolara, który niemal w całości skompensował wspomniany spadek. Źródłem wzrostu kursu EUR/USD podczas minionej sesji były nieco rozczarowujące dane z USA (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeks uniwersytetu Michigan). Notowania eurodolara wzrosły, choć ponownie nie na tyle, by przebić barierę 1,2170, której nie udało się trwale sforsować od połowy stycznia tego roku. Na bazowych rynkach piątek - szczególnie na rynku Bunda - był dniem uspokojenia notowań. Dochodowość 10-latki Niemiec obniżyła się o symboliczny 1 bps do -0,13%. Silniej, bo o 4 bps do 1,64% zmalała natomiast rentowność 10-latki amerykańskiej.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Piątek 14 maja</b>						
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Kwiecień	3.2%	4.3%	4.3%	4.2%
10:00 PKB r/r	Polska	Q1	-2.7%	-1.2%	-0.9%	-0.8%
14:00 Saldo rachunku bieżącego EUR	Polska	Marzec	1585m	938m	1500m	1480m
<b>Poniedziałek 17 maja</b>						
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Kwiecień	14.1%	9.8%	9.8%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Kwiecień	34.2%	17.7%	24.9%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	3.9%		3.7%	3.7%
<b>Wtorek 18 maja</b>						
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	
<b>Środa 19 maja</b>						
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				
<b>Czwartek 20 maja</b>						
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	
<b>Piątek 21 maja</b>						
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			
<b>Poniedziałek 24 maja</b>						
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, Millennium Bank S.A., Parkiet