



Makro i rynek

komentarz dzienny

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

18 maja 2021

Informacje na dziś

- **EZ:** Eurostat przedstawi dziś drugie wyliczenie PKB w strefie euro w 1Q 2021. Według wstępnych danych spadł on o 0,6% kw/kw po spadku o 0,5% kw/kw w 4Q 2021 r.

Wydarzenia i komentarz

- **PL:** Według przedstawicieli rządu ogłoszone w Polskim Ładzie zmiany dotyczące danin publicznych będą miały dla dochodów sektora finansów publicznych ujemny efekt netto w wysokości 5-7 mld zł. Na wynik ten złożą się niższe dochody z podatku PIT (podwyższenie kwoty wolnej od podatku do 30 tys. zł i drugiego progu do 120 tys., ale z drugiej strony brak odliczenia składki zdrowotnej od podstawy opodatkowania), które mają być mniejsze o 20-22 mld zł. Zmiany dotyczące ubezpieczenia zdrowotnego dla przedsiębiorców polegające na zastąpieniu składki ryczałtowej składką zależną liniowo (9%) od dochodu powinny z kolei poprawić dochody NFZ o „kilkanaście” mld zł. Rząd zapowiada, że proponowane rozwiązania mają wejść w życie od początku przyszłego roku. Koszty pozostałych elementów Polskiego Ładu (polityka prorodzinna, ulgi inwestycyjne, gwarancje dla wkładu własnego do kredytu hipotecznego) mają sięgnąć dodatkowe 20-30 mld zł.
- **PL:** Narodowy Bank Polski opublikował wczoraj miary inflacji bazowej za kwiecień. Trzy z spośród nich wzrosły, stabilizacji na poziomie 3,9% r/r uległ natomiast najczęściej śledzony indeks - CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Wskaźnik ten od 15 miesięcy kształtuje się powyżej górnego ograniczenia dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego. Naszym zdaniem wskaźnik ten może jeszcze wzrosnąć w maju, a skala tego wzrostu obarczona jest znacznymi czynnikami ryzyka skierowanymi w górę. Dotyczą one inflacji dóbr w związku trudnościami zaopatrzeniowymi produkcji, ale przede wszystkim z odmrażaniem gospodarki. Przemawiają za tym dane za luty, gdy ostatni raz znoszono obostrzenia dla handlu detalicznego a odczyt wskaźnika inflacji bazowej przewyższył oczekiwania. Jeszcze kilka tygodni temu spodziewaliśmy się, że wskaźnik CPI bez żywności i energii wyniesie średnio w 2021 r. 3,2% r/r. Obecnie ponowne przekroczenie (w 2020 wskaźnik wyniósł średnio 3,9% r/r) poziomu 3,5% r/r jest naszym zdaniem bardzo prawdopodobne. Nasilenie procesów inflacyjnych zmniejsza komfort członków Rady Polityki Pieniężnej, ale naszym bazowym scenariuszem pozostaje stabilizacja stóp procentowych do końca kadencji Rady (połowa 2022 r.).

Rynki na dziś

Nie oczekujemy dziś istotnej zmienności wynikającej z zaplanowanych na wtorek publikacji danych makroekonomicznych (rewizja PKB w strefie euro, dane z rynku nieruchomości USA). Liczymy natomiast na kontynuację dotychczasowych trendów na krajowym rynku finansowym - przede wszystkim walutowym. W naszej ocenie kurs EUR/PLN powinien zmierzać w kierunku psychologicznej bariery 4,50 wspierany najnowszym nasileniem oczekiwań na podwyżki stóp procentowych wśród państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wsparciem w aprecjacji powinny być także zmiany eurodolara. Kurs EUR/USD od rana próbuje sforsować poziom 1,2170, co nie udało mu się od stycznia tego roku (argumentem poprawiającym nastroje jest luzowanie obostrzeń w Wielkiej Brytanii, czy stanie Nowy Jork w USA). Wybicie powyżej wspomnianej bariery uruchamiałoby sporą przestrzeń do zwwyżki eurodolara w kolejnych dniach. Przytoczone wcześniej ruchy w oczekiwaniach na podwyżki kosztu pieniądza były także filarem niezwykle dynamicznej zwwyżki dochodowości obligacji w ostatnich dniach. Zdyskontowanie przez inwestorów agresywnego scenariusza normalizacji polityki pieniężnej w Polsce sprawia jednak, że trudno obecnie z tego powodu - w naszej ocenie - o kontynuację ruchu wzrostowego w rentowności skarbowych papierów wartościowych.

Kursy walut

		Δ %
EUR/PLN	4,5317	0,3%
USD/PLN	3,7302	0,0%
CHF/PLN	4,1391	0,3%
EUR/USD	1,2149	0,2%

Rynek Pieniężny

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

Obligacje PL

	(%)	Δ bps
2Y	0,28	13
5Y	1,44	13
10Y	2,01	14

IRS PLN

	(%)	Δ bps
2Y	0,92	10
5Y	1,61	8
10Y	2,00	3

Obligacje bazowe

	(%)	Δ bps
DE 10Y	-0,11	2
US 10Y	1,64	0

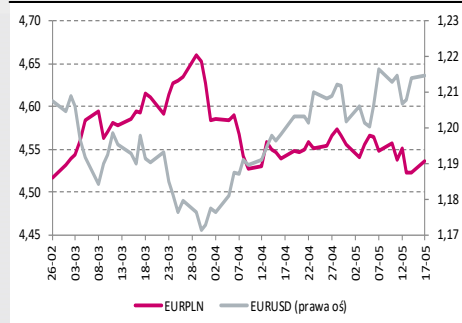
Giełdy

	pkt.	Δ %
WIG	63095,1	1,4
S&P 500	4163,3	-0,3
Nikkei 225	28450,4	2,2

Źródło: Refinitiv

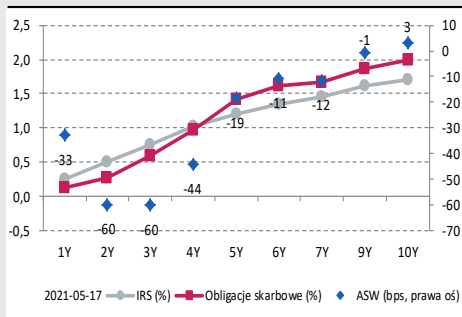
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



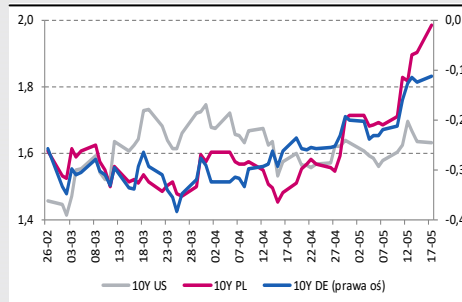
Źródło: Refinitiv

Krajowy rynek stopy procentowej



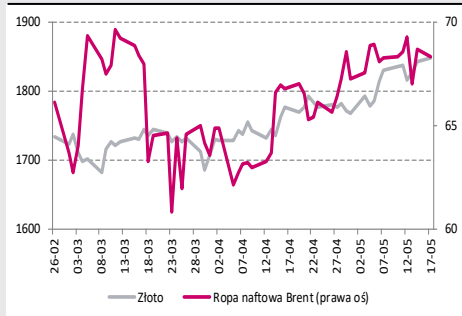
Źródło: Refinitiv

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: Refinitiv

Ceny surowców [USD]



Źródło: Refinitiv

Rynek krajowy

Mimo, iż złoty dobrze wszedł w nowy tydzień, bo kurs EUR/PLN wyznaczył poziom 4,5160, to w kolejnych godzinach poniedziałkowej sesji polska waluta zdecydowała się na wariant korekty technicznej. Słabość złotego w naszej ocenie wynikała przede wszystkim z czynników technicznych. Zmiany polskiej waluty negatywnie odróżniały się bowiem od wczorajszych zmian walut regionu. Szczególnie pozytywnie performował wczoraj węgierski forint, który dynamicznie zyskiwał na wartości wsparty - dość nieoczekiwaną - deklaracją wiceprezesa banku centralnego Węgier, iż już w czerwcu możliwa jest podwyżka stóp procentowych w tym kraju, gdyż chce „bardziej aktywnie reagować na ryzyko inflacyjne”. Po Czechach - gdzie niedawno zadeklarowano co najmniej jedną podwyżkę kosztu pieniądza w 2021 roku - do grona banków w regionie dołączyły zatem Węgry. Z tego powodu wzrosła także presja na Narodowy Bank Polski. W poniedziałek po raz kolejny niezwykle dynamicznie wzrosły stawki dochodowości obligacji wzdłuż całej krzywej. W przypadku krótkiego końca - najbardziej wrażliwego na potencjalne zmiany stóp procentowych - wyżka rentowności w poniedziałek wyniosła aż 13 bps do 0,28%. O 14 bps do 2,01% - szczytu z marca 2020 roku - wzrosła zaś dochodowość polskiej 10-latki. Trudno inaczej niż spektakularnie nazywać ostatnie zmiany na rynku stopy procentowej w Polsce. Przykładowo jeszcze dziesięć dni temu rentowność wspomnianej 10-latki była o ponad 30 bps niższa. Tak jak wspomnieliśmy źródłem zmian była presja pochodząca z rynków bazowych (kontynuacja wyżki dochodowości Bunda), ale i dalszego wzrostu notowań FRA i IRS, które stają się coraz bardziej odmienne od oficjalnego stanowiska Rady Polityki Pieniężnej prezentowanego chociażby na niedawnej konferencji A.Głapińskiego. Zwrot w narracji Rady - w kierunku mniej łagodnym - jest już jednak zauważalny bazując na ostatnich komunikatach po posiedzeniach tego gremium.

Rynki zagraniczne

Zmiany na rynku eurodolara w dniu wczorajszym były niewielkie. Nie powinno to dziwić zważywszy na brak nowych impulsów oraz potożenie kursu EUR/USD. Wycena euro do dolara od stycznia nie była w stanie pokonać poziomu 1,2170, a właśnie nieco poniżej tego poziomu oscylują obecnie notowania głównej pary walutowej. Rynek czeka na sygnał mogący przełamać ten impas (mniej łagodna narracja Europejskiego Banku Centralnego?). Póki co jednak notowania eurodolara tkwią w marazmie i nie oczekujemy by wyraźnie miało się to odmienić w kolejnych dniach. Względny spokój zachowują także rynki bazowe, gdzie dzienne zmiany może i są niewielkie, ale konsekwentnie kierują na przykład rentowność 10-letniego długu Niemiec na nowe wielomiesięczne maksima. Wczoraj wyżka Bunda o 2 bps do -0,11% oznaczała wyznaczenie ponad 2-letniego szczytu i dobrze wpisywała się w obowiązujące trendy reflacyjny na świecie.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 14 maja						
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
Poniedziałek 17 maja						
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%	3.9%	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, Millennium Bank S.A., Parkiet