

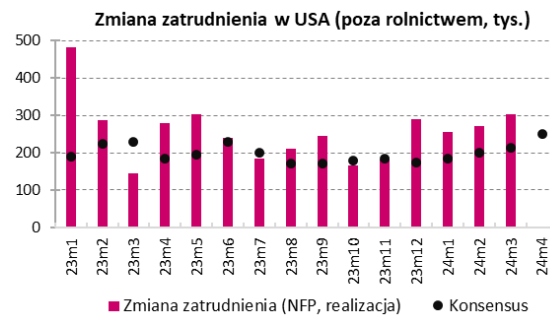
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

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

## Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Publikowane w piątek dane z amerykańskiego rynku pracy (non-farm payrolls) będą w tle decyzji amerykańskiego Fed. W ostatnich czterech miesiącach zmiana zatrudnienia w USA była silniejsza niż oczekiwania rynkowe. Potwierdzenie w tym miesiącu siły amerykańskiego rynku pracy utrzyma rynkowe oczekiwania kurczącej się przestrzeni na ewentualne cięcia stóp w USA w tym roku.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Czy Fed zaostroży retorykę?

W dniach 30 kwietnia - 1 maja odbędzie się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Powszechne oczekiwania wskazują, że, podobnie jak w marcu, przedział dla głównej stopy procentowej nie zmieni się i wyniesie 5,25-5,50%. Na posiedzeniu w tym tygodniu nie zostaną zaprezentowane nowe prognozy członków Fed, uwaga zatem będzie skoncentrowana na retoryce komunikatu, a także konferencji przewodniczącego J.Powella. Inwestorzy będą poszukiwać wskazówek dotyczących aktualności marcowego wykresu dot-plot z którego wynikały 3 obniżki stóp procentowych w tym roku. Dane z ostatnich tygodni pokazują jednak, że inflacja jest bardziej uporczywa i nasilają obawy o tempo jej zbiegania do celu Fed. Ponadto, popyt na usługi pozostaje mocny. W konsekwencji rynki finansowe zmieniły swoje oczekiwania do co terminu pierwszej obniżki stóp i łącznej skali obniżek. Po posiedzeniu w marcu rynki oczekiwały rozpoczęcia obniżek w czerwcu i 3 obniżek do końca 2024 r. Obecnie rynki wyceniają pierwszą obniżkę w listopadzie i tylko jedno pełne cięcie do końca br.

### Spodziewamy się wzrostu inflacji CPI w kwietniu

We wtorek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za kwiecień. Według naszych szacunków wskaźnik CPI wzrósł w mijającym miesiącu do 2,4% r/r z 2,0% r/r w marcu. Czynniki działającymi w kierunku wyższej inflacji będzie wzrost cen paliw oraz żywności. Zwyżka cen żywności to w głównej mierze efekt powrotu stawki VAT na podstawową żywność do 5% i to ten element koszyka inflacyjnego będzie zapewne odpowiadał za ewentualną niespodziankę. Jej wpływ będzie w naszej ocenie rozłożony w czasie i nie ujawni się w całości w kwietniowych danych. Według naszych szacunków obniży się także inflacja bazowa. Publikowane dane wpisują się w scenariusz, iż inflacja w marcu osiągnęła lokalny dołek i kolejne miesiące będą przynosiły jej zwyżkę. Dane te nie powinny mieć istotnego wpływu na rynkowe oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w tym roku.

### Inflacja w strefie euro nie powinna zniechęcić EBC do obniżki stóp w czerwcu

We wtorek o godz. 11:00 Eurostat przedstawi wstępne dane o inflacji HICP w strefie euro w kwietniu. Według konsensusu prognoz wskaźnik ten ma wynieść 2,4% r/r, podobnie jak przed miesiącem. W przypadku wskaźnika bazowego konsensus wskazuje na spadek do 2,8% r/r z 2,9% r/r. O ile inflacja nadal przewyższa cel EBC, to rosną szanse, że w średnim okresie zbliży się do niego. Stąd na najbliższym posiedzeniu w czerwcu EBC najpewniej rozpocznie cykl łagodzenia polityki pieniężnej, o ile dane o inflacji i płacach mocno nie zaskoczą w górę. Naszym zdaniem EBC będzie stopniowo dozwalał kolejne obniżki.

### Polski przemysł poszuka nowego dołka zanim wykaraskał się ze starego?

W czwartek o godz. 09:00 poznamy wyliczenie za kwiecień indeksu PMI dla Polski, obrazującego nastroje w krajowym przemyśle. Wskaźnik ten, a także jego składowe stają się ważniejsze niż ostatnio, gdyż mocno w dół zaskoczyły marcowe dane o nowych zamówieniach i produkcji w przemyśle. Spodziewamy się spadku wskaźnika PMI w kwietniu do 47,2 pkt z 48,0 pkt w marcu, za czym przemawia spadek analogicznego wskaźnika dla strefy euro. W kwietniu obniżyły się też bieżące wskaźniki koniunktury obliczane przez GUS, obrazujące portfel nowych zamówień oraz bieżącą produkcję. Nie sądzimy, aby dane zmieniły naszą ocenę, że przemysł dołek cyklicznego spowolnienia ma już za sobą. Argumenty dla poprawy aktywności w przemyśle utrzymują się, tzw. prognozy lepszego popytu z kraju i z zagranicy.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3232	0,2%
USD/PLN	4,0335	-0,6%
CHF/PLN	4,4246	-0,5%
EUR/USD	1,0715	0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,86	1
WIBOR 3M	5,87	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,34	2
5Y	5,56	-6
10Y	5,71	-11

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,61	6
5Y	5,26	-4
10Y	5,37	-7




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,52	-3
US 10Y	4,62	-4

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	84200,1	-0,3
S&P 500	5100,0	2,7
Nikkei 225	37934,8	2,3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

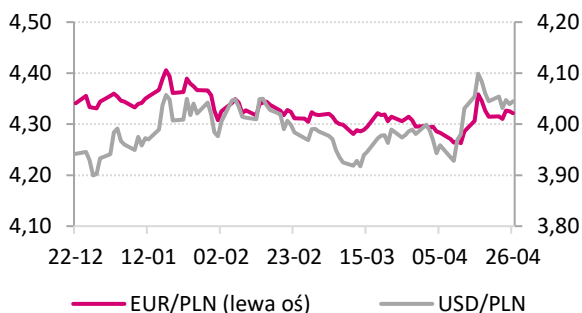
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W krótszym tygodniu pracy dla inwestorów krajowych liczymy na względny spokój notowań złotego. Za podstawowe źródło zmienności polskiej waluty, ale i pozostałych walut tej części regionu Europy uznajemy wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej (decyzja w środę). W naszej ocenie prawdopodobne jest nasilenie narracji „higher for longer” przedstawicieli Fed tj. możliwości opóźnienia startu cięć stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych z uwagi na m.in. uporczywość inflacji w USA. Z uwagi na fakt, iż przestrzeń do ograniczania rynkowych oczekiwań na stabilizację stóp procentowych Fed w tym roku jest już ograniczona, nie oczekujemy istotnej presji na wzrost kursu EUR/PLN. Naszym zdaniem notowania złotego do euro mogą przez większość tygodnia oscylować wokół poziomu 4,32. Podkreślamy jednak - w zależności od narracji prezesa J.Powella - iż w najbliższych dniach dostrzegamy ryzyko silniejszej przeceny złotego. Sprzyjać temu może m.in. aż dwudniowa nieobecność inwestorów krajowych w tym tygodniu. Bez znaczenia naszym zdaniem pozostaną natomiast dane krajowe tj. wstępny odczyt inflacji CPI i indeks PMI. Uważamy, iż będą one neutralne z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej, która w przyszłym tygodniu obradować będzie na temat stóp procentowych w Polsce.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN pozostaje „zamknięty” między 4,00 a 4,0630. W naszej ocenie w obliczu niewielkiego potencjału do osłabienia złotego w tym tygodniu, to kwestie globalnej wartości dolara będą kluczowe dla kierunku zmian pary USD/PLN. Uważamy, iż w ślad za mniej łagodną retoryką Fed podczas kończącego się 1 maja posiedzenia amerykańska waluta może zyskać nieco na wartości, kierując kurs USD/PLN w stronę wspomnianego górnego ograniczenia lub wyżej.
EUR/USD 	Za najważniejsze wydarzenie tego tygodnia uznajemy bez wątpienia posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej (decyzja w środę). Pytaniem otwartym pozostaje, czy w świetle ostatnich mocnych danych z USA rynek słusznie zwątpił w prognozę Fed z marca o cięciu stóp procentowych w tym roku o 75 pkt. baz.? Naszym zdaniem możliwe jest nasilenie jastrzębiej narracji Rezerwy Federalnej, o czym świadczą m.in. ostatnie wypowiedzi członków FOMC. W takim przypadku oczekujemy niewielkiego zwiększenia siły dolara. Warto jednak zauważyć, iż obecnie rynek szacuje tegoroczną skalę obniżek stóp procentowych w USA na około 25 pkt. baz. stąd ich całkowite znielowanie wymagać będzie skromnego dostosowania. W efekcie skala ruchu aprecjacji dolara w najbliższych dniach nie powinna być znacząca. Globalnie ten tydzień to także dane z rynku pracy USA, które poznamy w piątek. Mimo tradycyjnie dużej istotności odczytu non-farm payrolls obecnie nie spodziewamy się istotnych zmian eurodolara z tego powodu. Wynikać to będzie z faktu, iż publikacja nastąpi ledwie dwa dni po posiedzeniu Fed. Dodatkowo aktywność inwestorów w piątek zmniejszać może kwestia długiego weekendu w Wielkiej Brytanii. Przyszły poniedziałek jest tam bowiem dniem wolny od pracy.

## Rynek obligacji

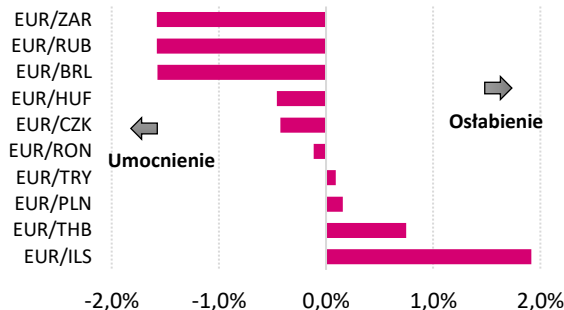
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie dochodowość polskiej 10-latki sięgając poziomu 5,80% prawdopodobnie osiągnęła już szczyt wynikający z 1) niemal całkowitego wykasowania oczekiwań co do cięć stóp procentowych w Polsce w tym roku i 2) wyraźnego ograniczania prawdopodobieństwa obniżek kosztu pieniądza w USA. Wsparciem w trendzie wzrostu dochodowości były czynniki krajowe, ale też zewnętrzne. Ich mikś wydaje się być jednak naszym zdaniem wyczerpany, co sugeruje, że trudno będzie obecnie o paliwo dla dalszych wzrostów rentowności. Ryzykiem pozostaje ponowny wzrost awersji do ryzyka związany z eskalacją konfliktów zbrojnych na świecie (wciąż niespokojnie jest na Bliskim Wschodzie). W tym tygodniu poznamy (wtorek) plan podaży obligacji na maj. Naszym zdaniem mimo niepowodzenia podczas sprzedaży długu na ostatnim przetargu (nie osiągnięto planowanej minimalnej puli podaży) kwestie „ciężaru” długu na miesięcznych przetargach nie powinny budzić większych emocji zważywszy na postępujące sprawnie finansowanie potrzeb pożyczkowych, które przekracza już 60%. Nie bez znaczenia jest także zapadła z końcem kwietnia seria PS0424, która powiększy nadpłynność sektora bankowego tj. głównego posiadacza krajowych obligacji skarbowych.
10Y DE (%) 	Polityka pieniężna pomiędzy USA a strefą euro coraz wyraźniej kontrastuje, stąd nie oczekujemy by spodziewane zjastrzanie narracji Fed przełożyło się na ruch wzrostu dochodowości Bunda, gdzie panuje przekonanie co do czerwcowego cięcia stóp procentowych. W naszej ocenie rentowność niemieckiej 10-latki koncentrować się będzie wokół poziomu 2,55%.
10Y US (%) 	Naszym zdaniem wynik posiedzenia Fed sprawi, że rynek kontynuować będzie trend ograniczania oczekiwań co do cięć stóp procentowych. Efektem będzie dalszy, choć już nieznaczny wzrost dochodowości amerykańskiego długu i późniejsze przejście (już w kolejnych tygodniach) w tryb uzależnienia notowań od napływających danych makro z gospodarki USA. Uważamy, iż zwykła rentowności 10-latki w okolice 4,75% jest prawdopodobna i uzależniona od narracji Fed. Utrzymanie dotychczasowej retoryki byłoby zaskoczeniem i skutkowało by spadkiem rentowności, co nie jest naszym scenariuszem bazowym w tym momencie.

## Wykresy rynkowe

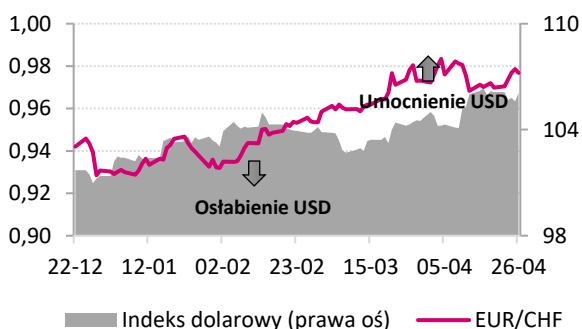
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



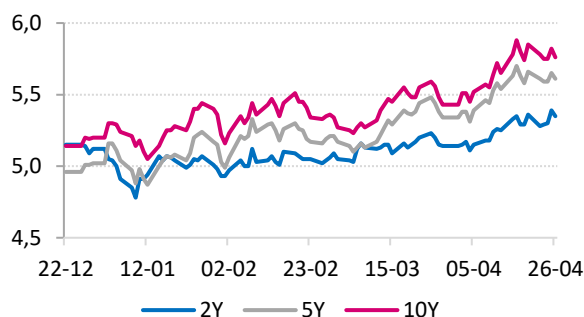
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



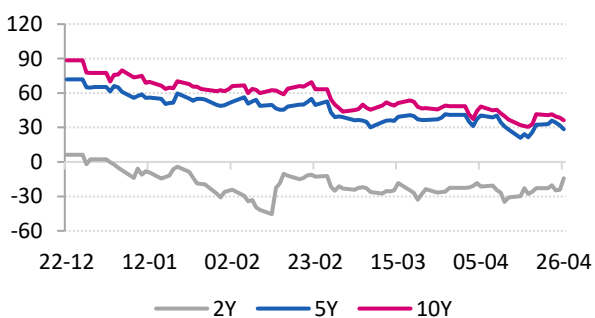
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



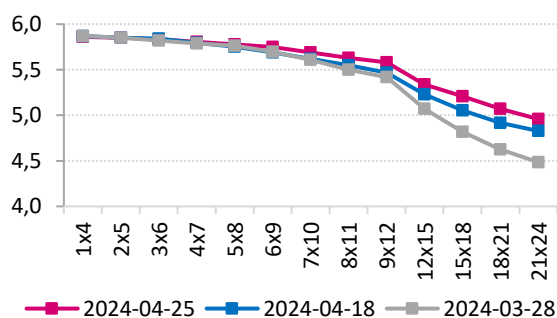
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



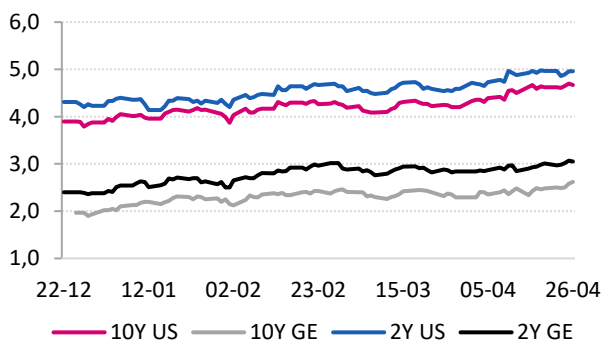
Krajowe stawki asset swap [%]



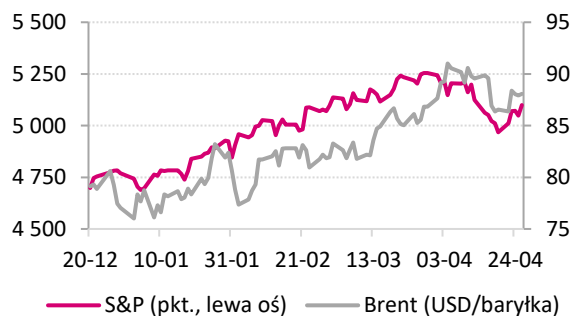
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 29 kwietnia</b>					
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Kwiecień	2.2%	2.3%	
<b>Wtorek 30 kwietnia</b>					
10:00 Inflacja CPI wst. r/r	Polska	Kwiecień	2.0%	2.4%	2.4%
10:00 PKB nsa r/r wst.	Niemcy	1Q	-0.4%	-0.8%	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Kwiecień	2.4%	2.4%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r wst.	EZ	Kwiecień	2.9%	2.8%	
11:00 PKB sa r/r wst.	EZ	1Q	0.1%	0.2%	
16:00 Indeks Conference Board	USA	Kwiecień	104.7	104.5	
<b>Środa 01 maja</b>					
Dzień wolny od pracy	Polska	Maj			
14:15 Raport ADP	USA	Kwiecień	184k	180k	
15:45 PMI w przemyśle fin.	USA	Kwiecień	51.9	49.9	
16:00 ISM w przemyśle fin.	USA	Kwiecień	50.3	50.0	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Marzec	8.76m	8.67m	
20:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Maj	5.25-5.50%	5.25-5.50%	5.25-5.50%
<b>Czwartek 02 maja</b>					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Kwiecień	48.0	47.5	47.2
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Kwiecień	41.9	42.2	
10:00 PMI w przemyśle	EZ	Kwiecień	46.1	45.6	
14:30 Bilans handlowy (mld USD)	USA	Marzec	-68.9	-68.0	
14:30 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Czechy	Maj	5.75%	5.25%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	26 kwietnia	207k	208k	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m fin.	USA	Marzec	0.7%	2.6%	
<b>Piątek 03 maja</b>					
Dzień wolny od pracy	Polska	Maj			
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Kwiecień	303k	200k	
14:30 PMI w usługach fin.	USA	Kwiecień	51.7	50.9	
<b>Poniedziałek 06 maja</b>					
Dzień wolny od pracy	UK	Maj			

## Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
<b>PKB</b>	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	2.3	3.0	3.1	3.4
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.1
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.0	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.8	5.4
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	81.5	82.8	81.0	79.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.50	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.45	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.83	5.75	5.45
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.29	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.82	5.67	5.29
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.10	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.62	5.47	5.10
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.30	4.31	4.29	4.27
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.79	4.29	4.11	4.37	3.94	3.99	3.99	3.89	3.79
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.06	1.10	1.08	1.08	1.10	1.13
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	-0.57	2.13	3.91	2.67	3.04	3.58	3.95	3.91	3.89	3.61	2.88	2.67
<b>SOFR 3M</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	4.11	5.19	5.55	5.66	5.59	5.35	5.09	4.59	4.11

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu  
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, 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 jakiegokolwiek 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.