

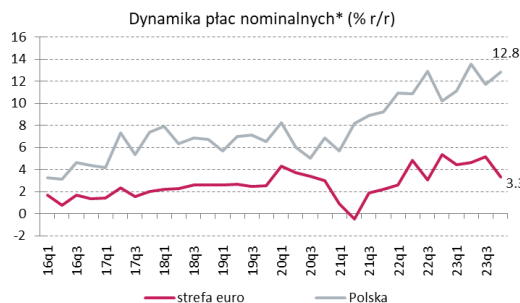
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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: Macrobond, Bank Millennium, *dane nie obejmują rolnictwa

W tym tygodniu poznamy istotne dane dla strefy euro: koszty pracy w 1Q 2024, a także wstępne wyliczenia indeksów PMI za maj. Zapewne potwierdzą one brak silnego narastania presji kosztowej oraz poprawiającą się koniunkturę, co byłoby zgodne z rozpoczęciem w czerwcu cięć stóp proc. przez EBC. Koszty pracy w Polsce rosą dużo silniej stąd oczekiwania stabilnych stóp NBP w tym roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane z gospodarki realnej pozwolą ocenić stan koniunktury na początku 2Q

W tym tygodniu poznamy zestaw danych z gospodarki realnej za kwiecień. W środę GUS opublikuje dane o produkcji przemysłowej, a w czwartek dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej. Zestaw danych pozwoli ocenić stan koniunktury w gospodarce na początku 2Q. Ze względu na rozczarowujący marcowy odczyt, szczególnie interesujące będą dane o produkcji przemysłowej, w przypadku której oczekujemy wzrostu o 4,3% r/r wobec spadku o 6,0% r/r w marcu. Poprawa rocznej dynamiki produkcji to w dużej mierze efekt większej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Z tego samego powodu poprawy dynamiki rocznej oczekujemy w przypadku sprzedaży detalicznej (+5,1% r/r) i produkcji budowlano-montażowej (-3,7% r/r). Kolejna negatywna niespodzianka nasili obawy o ścieżkę odbudowy aktywności ekonomicznej w kolejnych kwartałach, szczególnie w sektorze przetwórstwa przemysłowego, który pozostaje pod negatywnym wpływem recesji w niemieckim przemyśle.

Nadal szybki spodziewany wzrost płać w kwietniu

W środę o godz. 10:00 GUS opublikuje dane za kwiecień z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw. Spodziewamy się, że przeciętne zatrudnienie spadło o 0,2% r/r, po spadku w takiej samej skali przed miesiącem. Konsensus prognoz wynosi -0,3% r/r. Nasza prognoza jest trochę bardziej optymistyczna, gdyż za część spadku zatrudnienia w marcu odpowiadało zmniejszenie zdolności wytwórczych, a nie zwolnienia pracowników. Dla kwietnia spodziewamy się poprawy aktywności i niewielkiego odreagowania w przeciętnym zatrudnieniu. W przypadku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia spodziewamy się wzrostu o 12,6% r/r wzrostu o 12,0% r/r w marcu. Wysoka presja płacowa związana z ciasnym rynkiem pracy jest jednym z powodów podwyższonej inflacji bazowej. Rynek pracy jest na tyle mocny, że jest argumentem za stabilizowaniem stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej.

Interesujące dane dla strefy euro, choć bez wpływu na prognozy co do działań EBC

W tym tygodniu najważniejsze (naszym zdaniem) dane dla strefy euro dotyczą rynku pracy w 1Q 2024, a także wstępnych wyliczeń indeksów PMI za maj. We wtorek o godz. 11:00 Eurostat przedstawi wstępne dane o kosztach pracy w strefie euro w 1Q 2024, które wydają się niepewne bardziej niż zwykle. Z jednej strony pierwszy kwartał to czas uwzględniania negocjacji umów płacowych jeszcze z poprzedniego kwartału. Z drugiej zaś inflacja utrzymywała się w trendzie spadkowym. Dane te są istotne dla Europejskiego Banku Centralnego, choć trudno na ten moment przypuszczać, jaką skalę musiałyby mieć ewentualny wzrost kosztów pracy, aby odwieść EBC od rozpoczęcia w czerwcu cyklu obniżek stóp proc. Dane PMI także powinny mieć dobrą wymowę pokazując ożywienie gospodarcze i malejącą presję inflacyjną. Sytuacja gospodarcza w strefie euro, czyli poprawiająca się aktywność i historyczne niskie bezrobocie nie pozwoli jednak, aby skala obniżek stóp procentowych w tym roku była znacząca.

Spokojniejszy tydzień w danych amerykańskich

W ub. tygodniu najważniejszą publikacją były dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych. Obniżyła się ona do 3,4% r/r z 3,5% r/r miesiąc wcześniej, co okazało się zgodne z oczekiwaniami. Była to dobra informacja, gdyż dane o inflacji w USA w 1Q 2024 zaskakiwały w górę. Wydaje się zatem, że uczestnicy rynków kontynuują nastawienie wait-and-see, a większość z nich oczekuje pierwszego cięcia stóp procentowych Fed na posiedzeniu we wrześniu. Dane z tego tygodnia (m.in. z rynku nieruchomości, a także zamówienia na dobra trwałe i indeksy PMI) nie powinny modyfikować tych oczekiwań.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2576	-1,5%
USD/PLN	3,9145	-2,4%
CHF/PLN	4,3054	-2,8%
EUR/USD	1,0873	0,9%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	0
WIBOR 3M	5,85	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,37	5
5Y	5,53	7
10Y	5,69	9

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,49	0
5Y	5,08	-3
10Y	5,17	-16




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,53	7
US 10Y	4,42	-5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	89118,2	2,0
S&P 500	5303,3	1,5
Nikkei 225	39069,7	2,3




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

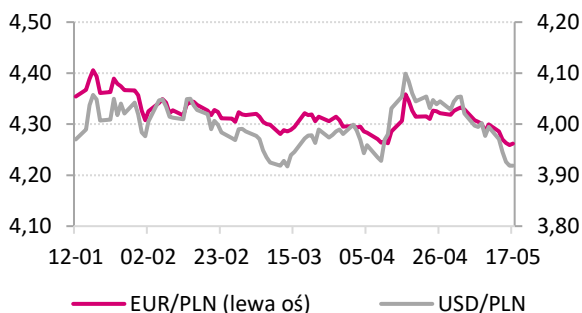
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Mimo, iż w ubiegłym tygodniu kurs EUR/PLN z niewielką nawiązką zrealizował naszą prognozę spadku do poziomu 4,2650, to wciąż widzimy przestrzeń do kontynuacji umocnienia. Nie jest ona co prawda znacząca, ale złamanie poziomu 4,2570 oznaczałoby zejście poniżej minimów z połowy 2020 roku, co na gruncie technicznym wspierałoby potencjał do pogłębiania zniżki. Na gruncie fundamentalnym złotego wciąż wspiera pozytywne carry trade, a więc różnica w poziomie stóp procentowych pomiędzy walutami regionu. Rada Polityki Pieniężnej zachowuje bowiem wstrzemięźliwość w obniżkach stóp procentowych, co stoi w kontrze do zachowania banków centralnych Czech, czy Węgier. Krajowe dane jakie napłyną w tym tygodniu - w szczególności te dotyczące wynagrodzeń - powinny utwierdzić RPP w słuszności obecnego nastawienia. Pozostałe dane z krajowego podwórka jakie poznamy w najbliższych dniach będą neutralne dla wyceny złotego. Globalnie inwestorzy we wstępnych odczytach indeksów PMI ze strefy euro i USA oraz protokole z ostatniego posiedzenia Fed doszukują się będą argumentów za kontynuację wzrostów eurodolara. Ruch ponad poziom 1,09 stanowiłby wsparcie dla trendu aprecjacji złotego. Podsumowując, uważamy, iż kurs EUR/PLN próbować będzie ataku na poziom 4,25, a w razie powodzenia cel przesunąć się może nawet na 4,2350. Przeszkodą może jednak okazać się wzrost awersji do ryzyka na Bliskim Wschodzie - póki co głównie widoczny na rynkach surowcowych - związany ze śmiercią prezydenta Iranu w katastrofie lotniczej.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN dotarł w okolice bariery 3,9170, a więc trzykrotnie w ostatnim czasie nieskutecznie atakowanego poziomu. Z uwagi na fakt, iż potencjał do umocnienia złotego uznajemy za stosunkowo niewielki, „ciężar odpowiedzialności” za możliwość kontynuacji spadków USD/PLN spada przede wszystkim na notowania eurodolara. Skuteczne złamanie wspomnianego poziomu, a także 3,8847 nasiliłoby prospadkowy charakter zmian kursu USD/PLN.
EUR/USD 	Eurodolar po trwającym ponad miesiąc wzroście zatrzymał się na poziomie 1,0870. Widać wyraźnie, iż kurs EUR/USD złapał „zadyszkę” i trudno mu obecnie kontynuować spadki. Rynek okrzepł już w temacie cięć stóp procentowych w przyszłym miesiącu w strefie euro i redukcja kosztu pieniądza nie jest obecnie tematem wywołującym przecenę euro. Źródłem wzrostu eurodolara pozostaje zaś słabość amerykańskiej waluty. Jej źródłem są przetasowania dotyczące możliwego momentu startu cięć stóp procentowych w USA. W ostatnich dniach pod wpływem napływających danych - w tym o inflacji - rynek rosnące prawdopodobieństwo przypisuje obniżce kosztu pieniądza we wrześniu (co niedawno wykluczał). Z tego powodu wrażliwość dolara na dane z USA pozostanie wysoka, choć prawdopodobnie w tym tygodniu nie na tyle, by wstępne dane PMI ze Stanów Zjednoczonych, czy zamówienia na dobra trwałe użytku miały decydować o ruchach eurodolara.

Rynek obligacji

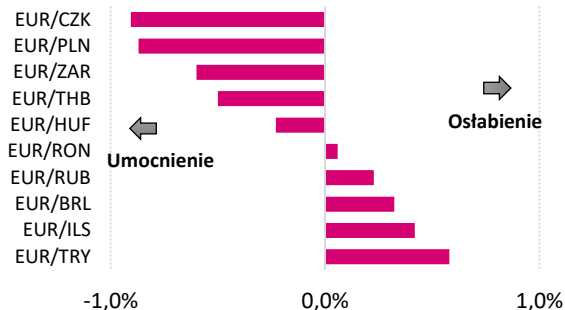
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Krajowe obligacje z długiego końca krzywej dochodowości podążają za trendami na rynkach bazowych, gdzie w tym tygodniu oczekujemy niewielkich ruchów - zwłaszcza w przypadku obligacji niemieckich. W naszej ocenie dochodowość polskiej 10-latki koncentrować się będzie wokół poziomu 5,70%, pozostając mało zmienna w świetle braku istotnych impulsów. Wydarzeniem tygodnia (czwartek) będzie jedyny w maju przetarg sprzedaży obligacji. Będzie on interesujący także dlatego, iż poprzedni tj. kwietniowy przetarg okazał się niepowodzeniem dla Ministerstwa Finansów. Wtedy to po raz pierwszy od dłuższego czasu resort uplasował mniej obligacji niż wskazywała minimalna podaż. W miesięcznym planie na maj MinFin wstępnie zakładał podaż na poziomie 5-10 mld PLN. Liczymy, iż czwartkowy przetarg nie powinien napotykać aż takich trudności jak w kwietniu także z uwagi na powiększoną z końcem ubiegłego miesiąca nadpłynność rynku związaną z wykupem serii PS0424.
10Y DE (%) 	Rynek z coraz większym przekonaniem zakłada przyszły miesiąc jako moment rozpoczęcia cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro. W efekcie trend spadku dochodowości powinien być zachowany, choć biorąc pod uwagę zakres ruchów w ostatnich dniach, przestrzeń do dalszych zniżek dochodowości nie jest w naszej ocenie duży.
10Y US (%) 	Amerykański rynek długu poszukuje odpowiedzi na pytanie kiedy Rezerwa Federalna może dokonać pierwszej obniżki stóp procentowych. Ostatnie sygnały napływające z gospodarki Stanów Zjednoczonych zwiększyły prawdopodobieństwo września jako momentu startu cyklu cięć kosztu pieniądza. W rezultacie dochodowość Treasuries nieco się obniżyła. W tym tygodniu liczymy, że rynek konsekwentnie będzie przypisywał coraz większe prawdopodobieństwo działaniom Fed we wrześniu, co generować będzie powolny ruch zniżki dochodowości. Kluczowe pod tym względem będą jednak dane makroekonomiczne, jakie poznamy z USA w tym tygodniu.

Wykresy rynkowe

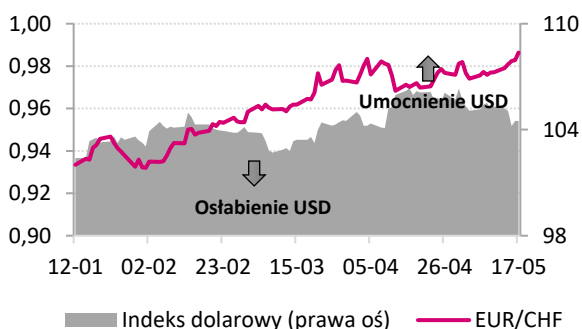
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



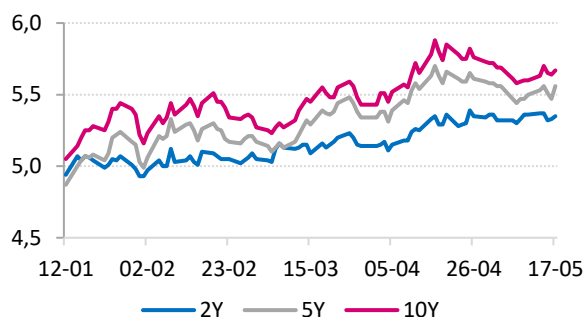
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



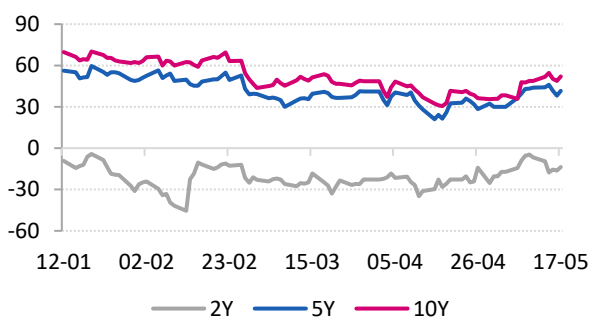
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



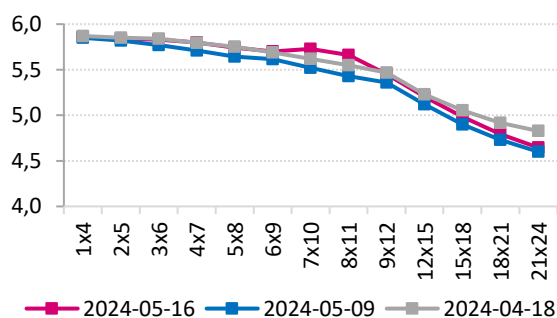
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



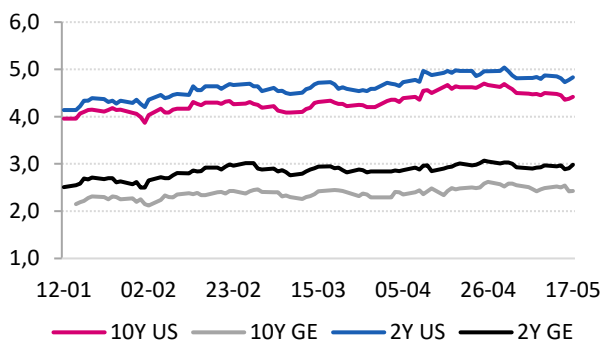
Krajowe stawki asset swap [%]



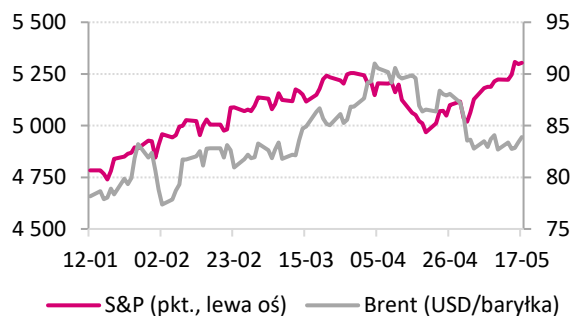
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
Poniedziałek 20 maja					
Brak istotnych publikacji					
Wtorek 21 maja					
10:00	Wystąpienie prezeski EBC	EZ	Maj		
11:00	Indeks kosztów pracy r/r	EZ	1Q	3.4%	
11:00	Liczba wakatów	EZ	1Q		
Środa 22 maja					
10:00	Zatrudnienie r/r	Polska	Kwiecień	-0.2%	-0.3%
10:00	Wynagrodzenie r/r	Polska	Kwiecień	12.0%	12.1%
10:00	Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Kwiecień	-6.0%	5.6%
10:00	Inflacja PPI r/r	Polska	Kwiecień	-9.6%	-8.3%
10:00	Koniunktura gospodarcza	Polska	Maj		
20:00	Protokół z posiedzenia Fed	USA			
Czwartek 23 maja					
09:30	Indeks PMI dla przemysłu, wst.	Niemcy	Maj	42.5	43.4
09:30	Indeks PMI dla usług, wst.	Niemcy	Maj	53.2	53.6
10:00	Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	-6.0%	5.2%
10:00	Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Kwiecień	-13.7%	-5.0%
10:00	Indeks PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Maj	45.7	46.3
10:00	Indeks PMI dla usług, wst.	EZ	Maj	53.3	53.5
15:45	Indeks PMI dla przemysłu, wst.	USA	Maj	50.0	50.0
15:45	Indeks PMI dla usług, wst.	USA	Maj	51.3	51.3
Piątek 24 maja					
10:00	PKB kw/kw, sa	Niemcy	1Q	-0.3%	0.2%
14:00	Podaż pieniądza M3	Polska	Kwiecień	6.6%	6.8%
14:30	Zamówienia na dobra trwałe, m/m, wst.	USA	Kwiecień	0.9%	0.6%
14:30	Zamówienia na dobra trwałe bez środków transp., m/m, wst.	USA	Kwiecień	0.0%	0.1%
16:00	Indeks Uniwersytetu Michigan, fin.	USA	Maj	77.2	67.4
Poniedziałek 27 maja					
10:00	Stopa bezrobocia rej.	Polska	Kwiecień	5.3%	2.4%
10:00	Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Maj	89.4	

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	1,9	3.0	3.1	3.4
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, 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
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.1	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.8	5.4
Ropa naftowa Brent	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
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.80	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.83	5.75	5.75
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.76	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.82	5.81	5.76
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.50	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.85	5.82	5.50
EUR/PLN	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
USD/PLN	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
EUR/USD	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
EURIBOR 3M	%, 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
SOFR 3M (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.