

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

3 czerwca 2024

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista

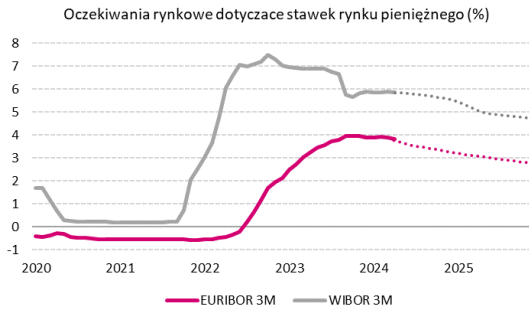
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium,

W tym tygodniu odbędą się posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej i Europejskiego Banku Centralnego. Szczególnie interesująco zapowiadają się decyzje dotyczące strefy euro, gdzie jest wysoce prawdopodobne, iż dojdzie do rozpoczęcia cyklu cięć stóp procentowych. Nasze, ale i rynkowe oczekiwania, zakładają natomiast, że będzie on ostrożny i rozłożony w czasie.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

RPP nie powinna zaskoczyć w tym tygodniu

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzja odnośnie do parametrów polityki pieniężnej ogłoszona zostanie w środę w godzinach popołudniowych. W naszej ocenie stopy procentowe zostaną utrzymane na dotychczasowym poziomie i taki jest też szeroki konsensus rynkowy. Bieżący forward guidance RPP jest wyraźny i jednoznacznie sugeruje chęć stabilizacji stóp procentowych na obecnym poziomie. Opublikowane w minionych tygodniach dane tej oceny nie powinny zmienić. Dlatego też nie spodziewamy się wyraźnej zmiany narracji komunikatu, a także retoryki prezesa NBP w zaplanowanej na czwartek konferencji prasowej. Wciąż aktualne pozostają czynniki niepewności dla inflacji, które utrudniać będą jej trwałe sprowadzenie do celu NBP. Niepokojący pozostaje mocny wzrost płac, który w warunkach odrodzenia konsumpcji prywatnej będzie sprzyjał utrzymaniu presji inflacyjnej na podwyższonym poziomie, szczególnie w zakresie cen usług.

EBC obniży stopy procentowe, ale co dalej?

W czwartek o godz. 14:15 poznamy decyzję Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego dotyczącą stóp procentowych w strefie euro. Powszechne oczekiwania wskazują, że EBC wywiąże się ze swoich deklaracji, które wybrzmiewają już od stycznia, o obniżce stóp procentowych. Oczekuje się cięcia o 25 pkt baz., co oznacza, że stopa depozytowa została obniżona do 3,75% z obecných 4,00%, a podstawowa stopa operacji refinansujących (zabezpieczony kredyt na 1 tydzień) do 4,25% z 4,50%. Decyzja jest przesądzona, pomimo tego, że wzrost płac w Eurolandzie przyspieszył w 1Q, a inflacja, w tym bazowa, przewyższyła w maju oczekiwania. Niemniej, nowy zestaw prognoz nadal będzie pokazywał powrót inflacji do celu w średnim okresie, a Rada Prezesów zadba o wiarygodność swojej komunikacji. Biorąc jednak pod uwagę ciasny rynek pracy i inflację bazową, EBC po obniżce stóp proc. w tym tygodniu pozostanie ostrożny i zapewne jasno nie zadeklaruje tempa dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Stąd spodziewamy się, że w lipcu stopy nie ulegną zmianie. Obecnie rynki finansowe wyceniają, że w tym roku dojdzie łącznie do 2-3 obniżek stóp o 25 pkt baz., a w 2025 r. o dodatkowe 2 cięcia.

Dane z USA nie wyślą sygnału o potrzebie rychłych cięć stóp procentowych Fed

W tym tygodniu kalendarium danych ze Stanów Zjednoczonych obejmuje wyliczenia indeksów ISM dla przemysłu (poniedziałek) i usług (środa), które powinny potwierdzić kontynuację widocznych wcześniej trendów: stagnację branż wytwórczych i ożywienie w usługach, choć wolniejsze niż niezłym dla tego sektora 1Q 2024. Ważniejsze informacje będą jednak dotyczyć amerykańskiego rynku pracy. We wtorek poznamy liczbę wakatów wg. JOLTS w kwietniu w USA, które powinny wpisywać się w stopniowe zmniejszanie się siły popytu na pracę. Pozostaje ona jednak na tyle duża, że w maju liczba miejsc pracy poza rolnictwem (non-farm payrolls) zapewne ponownie przewyższy średnią historyczną. Według konsensusu prognoz liczba etatów wzrośnie o 190 tys. m/m, po wzroście o 175 tys. m/m w kwietniu. W przypadku stopy bezrobocia oczekuje się stabilizacji (3,9%), podobnie jak dla wzrostu płacy godzinowej (0,3% m/m). Rynek pracy jest mocną stroną amerykańskiej gospodarki i jak na razie nie wysyła sygnałów dla Fed do konieczności cięć stóp procentowych. Niemniej, realizacja powyższych prognoz zapewne utrzyma oczekiwania rynkowe, że Fed zrealizuje swoje słowa o początku obniżek stóp procentowych jeszcze w tym roku.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2810	0,6%
USD/PLN	3,9533	0,7%
CHF/PLN	4,3838	2,2%
EUR/USD	1,0827	-0,2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,84	1
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,22	-14
5Y	5,54	-15
10Y	5,68	-14

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,46	-12
5Y	5,14	-16
10Y	5,27	-14

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,63	9
US 10Y	4,47	1




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	87131,1	-0,6
S&P 500	5277,5	0,2
Nikkei 225	38923,0	0,1

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

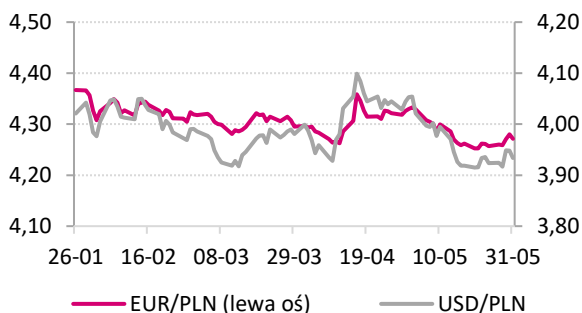
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Nieudane próby zejścia poniżej poziomu 4,25 PLN za EUR skutkowały wygenerowaniem korekty wzrostowej i chwilowym dotarciem do okolic 4,2950. Obecnie kurs „zadomawia się” w rejonie 4,28 i tu naszym zdaniem wyczekiwać będzie licznych impulsów tego tygodnia. Mimo, iż początek czerwca to m.in. posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, to nie oczekujemy, by to wydarzenie miało być istotne dla złotego. Oczekujemy bowiem utrzymania dotychczasowej narracji polskich bankierów centralnych. Tym bardziej, iż za miesiąc zapoznają się oni z najnowszym zestawem danych makroekonomicznych. Złoty w decydującym stopniu podlega natomiast trendom globalnym, a tu posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, czy dane z rynku pracy USA mogą nadać nieco zmienności. Naszym zdaniem mimo, iż droga do umocnienia złotego pozostaje otwarta, to miks tzw. <i>hawkish cut</i> w wykonaniu EBC (cięcie stóp procentowych z ostrożną retoryką) obok potencjalnie mocnych danych z USA mogą stanowić mieszankę przywracającą kurs EUR/PLN ponownie w okolice 4,2950. Jak wskazaliśmy jednak wiele zależeć będzie od czynników globalnych. Średnioterminowo kurs EUR/PLN doskonale odnajduje się we wskazywanym przez nas wielokrotnie przedziale 4,20 - 4,40, w którym pozostaje i naszym zdaniem będzie pozostawał przez większą część tego roku.
USD/PLN 	Kurs USD/PLN oddalił się nieco od bariery 3,9170, a więc wielokrotnie w ostatnim czasie nieskutecznie atakowanego poziomu. Z uwagi na fakt, iż potencjał do umocnienia złotego w najbliższych dniach uznajemy za wątpliwy (optujemy za stabilizacją złotego do euro), „ciężar odpowiedzialności” za ruchy USD/PLN spada przede wszystkim na notowania eurodolara. W naszej ocenie za najbardziej prawdopodobne uznajemy umocnienie dolara na międzynarodowej arenie, co przesuwac powinno notowania USD/PLN w okolice nawet poziomu 4,00.
EUR/USD 	Eurodolar stabilizuje się od niemal trzech tygodni w okolicy 1,0850 wyczekując na nowe impulsy. Od dołu przed spadkami eurodolar chroniony jest przed 200-dniową średnią ruchomą tj. 1,0802. W naszej ocenie jednak w najbliższych dniach może dojść do próby złamania opisywanej bariery. Zdecydować o tym może rozpoczęcie przez Europejski Bank Centralny cyklu łagodzenia polityki pieniężnej oraz potencjalnie kolejne mocne dane ze Stanów Zjednoczonych. Taka mieszanka stanowiłaby naszym zdaniem miks sprzyjający wycenie amerykańskiej waluty. Dostrzegamy potencjał do niższej notowań w okolicy 1,0780 i późniejsze przejście w tryb uzależnienia od napływających danych tak ze strefy euro, jak i USA.

Rynek obligacji

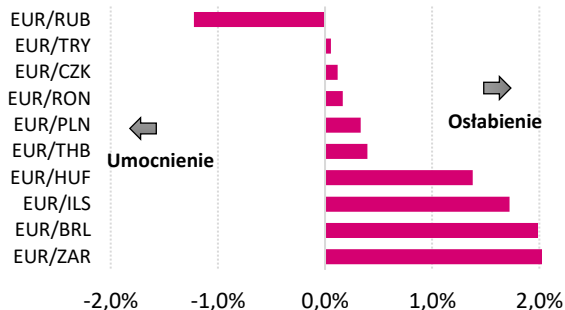
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Sporo się dzieje na krajowym rynku długu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rentowności obligacji polskich wzdłuż całej krzywej dość istotnie się obniżyły. Co więcej, miało to miejsce mimo odwrotnych ruchów rynków bazowych. W efekcie solidny spadek doświadczył spread pomiędzy polską a niemiecką 10-latką, który powrócił do okolic 300 pkt. baz., tj. jego rocznej średniej. Plan podaży obligacji na czerwiec, jaki poznaliśmy w piątek nie wpłynął istotnie na notowania. Tym bardziej, iż na pierwszy w tym miesiącu przetarg przyjdzie nam poczekać (12 czerwca pierwszy z dwóch w czerwcu przetargów zamiany). Jedyny przetarg sprzedaży natomiast odbędzie się 19 czerwca z podażą jak ostatnio w maju tj. 5 - 10 mld PLN. W tym tygodniu liczymy na uspokojenie się wyceny SPW po dość dynamicznych ruchach ostatnich dni. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej (środa) jak i konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego (czwartek) nie powinny tu wiele zmienić. Rytm i kierunek zmian polskiego długu nadawać będzie sytuacja na rynkach bazowych. Ta z kolei uzależniona będzie od wyniku posiedzenia EBC (Bund) i danych z rynku pracy USA (Treasuries)
10Y DE (%) 	Rynek zakłada czwartkowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego jako moment rozpoczęcia cyklu cięć stóp procentowych w strefie euro. Wydawałoby, by się zatem, iż trend spadku dochodowości powinien być zachowany. Uważamy jednak, iż narracja EBC będzie na tyle jastrzębia, że do kontynuacji niższej dochodowości Bunda niezbędne będą dane makro dające komfort do kolejnych cięć stóp procentowych. Na takie odczyty przyjdzie nam jednak poczekać. W tym tygodniu w kalendarium makro ich bowiem nie znajdziemy.
10Y US (%) 	Amerykański rynek długu poszukuje odpowiedzi na pytanie: kiedy Rezerwa Federalna może dokonać pierwszej obniżki stóp procentowych?. W najbliższych dniach źródłami zmienności tychże oczekiwań, a tym samym wyceny Treasuries będą dane z rynku pracy USA jakie poznamy w piątek. W naszej ocenie potwierdza one słuszność ostrożnej postawy Fed tj. wstrzemięźliwości w rozpoczynaniu cyklu łagodzenia polityki monetarnej. W efekcie na relatywnie wysokich poziomach utrzymywać się powinna rentowność 10-latki amerykańskiej. Naszym zdaniem ma szanse ona powrócić do poziomu 4,60% obserwowanego w ubiegłym tygodniu.

Wykresy rynkowe

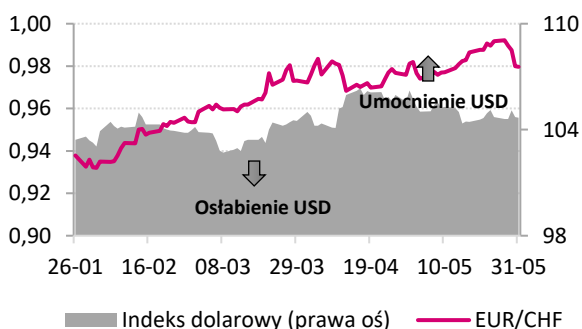
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



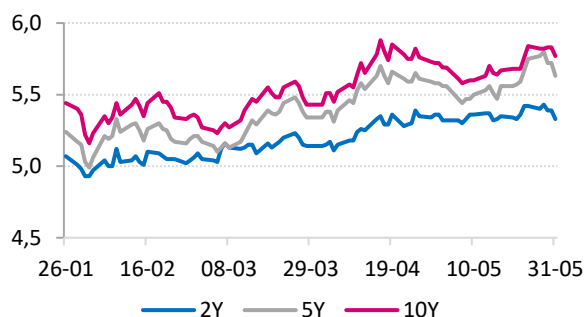
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



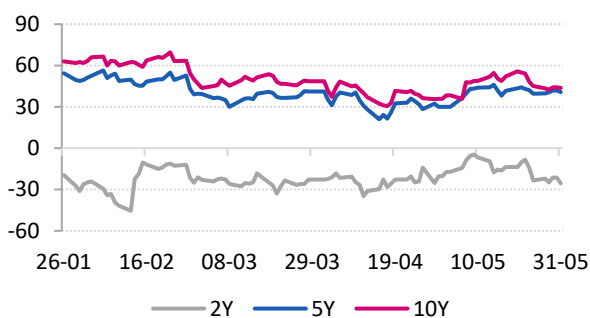
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



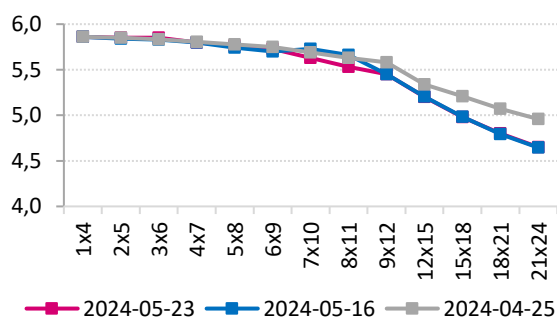
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



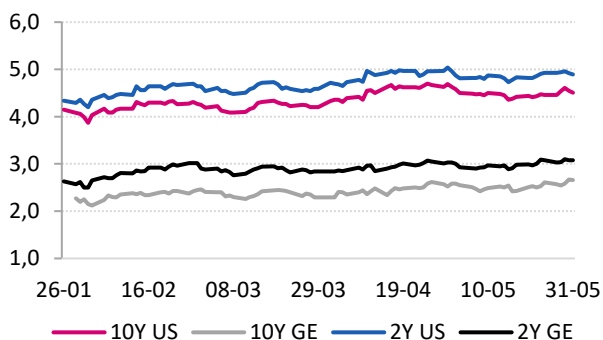
Krajowe stawki asset swap [%]



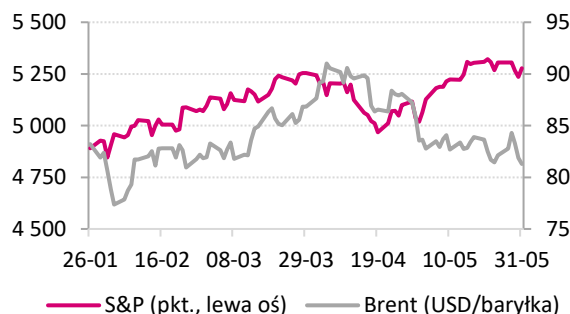
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 03 czerwca					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Maj	45.9	47.0	48.2
09:55 PMI w przemyśle fin.	Niemcy	Maj	42.5	45.4	
10:00 PMI w przemyśle fin.	EZ	Maj	45.7	47.4	
10:00 PKB r/r fin.	Polska	1Q	1.0%	1.9%	1.9%
15:45 PMI w przemyśle fin.	USA	Maj	50.9	50.0	
16:00 ISM w przemyśle	USA	Maj	49.2	49.8	
Wtorek 04 czerwca					
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m	USA	Maj	0.8%	0.7%	
16:00 Liczba wakatów JOLTS	USA	Kwiecień	8.49m	8.34m	
Środa 05 czerwca					
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Maj	5.75%	5.75%	5.75%
09:55 PMI w usługach fin.	Niemcy	Maj	53.2	53.9	
10:00 PMI w usługach fin.	EZ	Maj	53.3	53.3	
14:15 Raport ADP	USA	Maj	192k	175k	
15:45 PMI w usługach fin.	USA	Maj	51.3	54.8	
16:00 Indeks ISM w usługach	USA	Maj	49.4	50.5	
Czwartek 06 czerwca					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Kwiecień	-0.4%	0.4%	
14:15 Decyzja w sprawie stóp procentowych (st.depo.)	EZ	Czerwiec	4.00%	3.75%	3.75%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	31 maja	219k	220k	
15:00 Konferencja prasowa prezesa NBP	Polska	Czerwiec			
Piątek 07 czerwca					
11:00 PKB r/r fin.	EZ	1Q	0.1%	0.4%	
14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym	USA	Maj	175k	190k	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Maj	3.9%	3.9%	
Poniedziałek 10 czerwca					
10:30 Indeks Sentix	EZ	Czerwiec	-3.6		

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.