

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

17 czerwca 2024

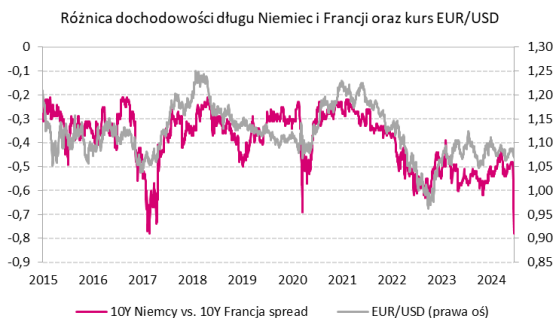
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium,

Nerwowość towarzysząca decyzji o ogłoszeniu przedterminowych wyborów parlamentarnych rozlewa się na rynkach finansowych. Wzrost awersji do ryzyka premiuje tzw. bezpieczne przystanie (dolar, dług niemiecki) kosztem m.in. polskiego złotego. Liczymy jednak, iż ten tydzień przyniesie nieco uspokojenia także w przypadku EUR/PLN.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Dane PMI nie wesprą cięcia stóp EBC w lipcu

Ubiegły tydzień na globalnych rynkach upłynął pod dyktando informacji ze Stanów Zjednoczonych (posiedzenie Rezerwy Federalnej z nowymi prognozami, inflacja CPI). W tym tygodniu natomiast swoje decyzje podejmie Bank Anglii, a także banki centralne Węgier, Szwajcarii i Norwegii. Spośród danych makroekonomicznych wyróżniają się przede wszystkim wstępne dane PMI za czerwiec, które poznamy w piątek. W przypadku strefy euro konsensus prognoz wskazuje na wzrost indeksu dla przemysłu do 48,0 pkt z 47,3 pkt w maju, a dla usług do 53,5 pkt z 53,2 pkt. Odczyty te dopełnią zbioru danych PMI dla 2Q 2024, który okazał się lepszy niż wcześniejszy kwartał. Realizacja powyższych prognoz będzie oznaczać, że złożony indeks PMI obrazujący łącznie kondycję przemysłu i usług będzie przewyższał średnio w okresie kwiecień-czerwiec poziom 50 pkt wskazując na stopniowo przyspieszający wzrost PKB w tej gospodarce, czemu sprzyja spadek inflacji i perspektywa dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, po tym jak dwa tygodnie temu Europejski Bank Centralny rozpoczął cykl obniżek stóp proc. Badanie PMI pokaże także tendencje związane z zatrudnieniem i cenami. Ceny usług zapewne nadal znajdują się pod wpływem niezłego popytu na pracę, stąd dane PMI zapewne utwierdzą oczekiwania, że EBC nie będzie od razu kontynuował cięć stóp proc. w lipcu.

Oczekiwany brak zmian w sytuacji na rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw

W czwartek o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny opublikuje dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w maju. W przypadku przeciętnego zatrudnienia spodziewamy się spadku o 0,4% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej. Dane za maj potwierdzą, że spowolnienie wzrostu gospodarczego przekłada się negatywnie na zatrudnienie w niektórych sektorach. Pomimo tego wzrost płac w skali całości sektora przedsiębiorstw pozostaje dwucyfrowy. Szacujemy, że przeciętne miesięczne wynagrodzenie wzrosło w maju o 11,2% r/r wobec 11,3% r/r miesiąc wcześniej. Realizacja naszych prognoz oznaczałaby brak istotnych zmian na rynku pracy w maju. Nie zmieniają się zatem też oczekiwania, że dynamika płac w II poł. tego roku będzie wysoka, co nie będzie pomagało w zbieganiu inflacji bazowej do celu inflacyjnego NBP.

Czynniki kalendarzowe spowolnią wzrost produkcji przemysłowej w maju

W czwartek GUS opublikuje dane o produkcji przemysłowej w maju. Szacujemy, że w miniony miesiąc jej dynamika wyhamowała do 1,5% r/r z 7,9% r/r. Wyraźne wyhamowanie dynamiki produkcji to w głównej mierze wyniki różnicy liczby dni roboczych w porównaniu z poprzednim rokiem. O ile kwiecień miał w tym roku 2 dni robocze więcej niż w roku ubiegłym, to w maju liczba dni roboczych jest o 1 mniejsza niż przed rokiem. Eliminując wpływ czynników sezonowych i kalendarzowych wzrost produkcji będzie wyższy i wyniesie, według naszych szacunków, nieco poniżej 4% r/r. znacznie słabszy od oczekiwań odczyt indeksu PMI dla polskiego przemysłu stanowi potencjalne ryzyko negatywnej niespodzianki także w wynikach produkcji przemysłowej. Niemniej jednak, wyniki badań koniunktury GUS nie potwierdzają istotnego pogorszenia nastrojów w polskim przemyśle. W czwartek też zostanie opublikowany indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu. Szacujemy, że indeks PPI wzrósł w maju do -6,5% r/r z -8,6% r/r w kwietniu. Realizacja naszej prognozy będzie spójna ze scenariuszem stopniowej odbudowy koniunktury w przemyśle, choć ze względu na niski wzrost w gospodarkach naszych głównych partnerów handlowych, będzie to następowało w umiarkowanym tempie. Dane te nie powinny wpłynąć na aktualne oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3614	0,8%
USD/PLN	4,0738	1,1%
CHF/PLN	4,5650	1,6%
EUR/USD	1,0703	-0,3%

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

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,23	0
5Y	5,61	1
10Y	5,77	2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,46	-5
5Y	5,11	-7
10Y	5,25	-6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,39	-27
US 10Y	4,24	-22




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83957,4	-1,0
S&P 500	5431,6	1,6
Nikkei 225	38102,4	-2,4

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

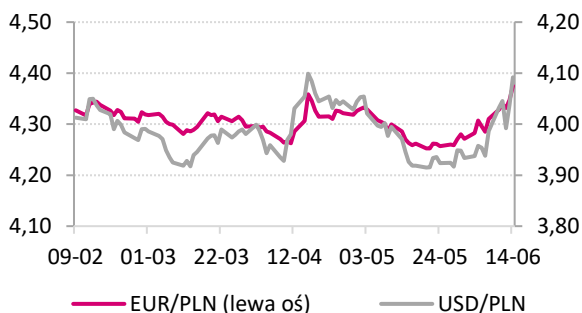
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty pozostaje pod presją podwyższonej awersji do ryzyka towarzyszącej decyzji o przedterminowych wyborach parlamentarnych we Francji. W efekcie przecena dotknęła wszystkich waluty tej części Europy (złoty polski, forint węgierski, korona czeska), ale i towarzyszy także euro na rynkach globalnych (eurodolar). Kurs EUR/PLN dość sprawnie przesunął się na coraz to wyższe poziomy. Zakres ruchu nie stanowi jednak dla nas zaskoczenia. W poprzednim raporcie wskazywaliśmy bowiem, iż celem jest poziom 4,3690 i taki też notowania osiągnęły na zakończenie ubiegłego tygodnia. Obecnie oczekujemy względnej stabilizacji kursu EUR/PLN w przedziale 4,34 - 4,37. Co prawda poniedziałek przyniósł pierwszą próbę utrzymania złotego do euro powyżej górnej granicy wskazywanego kanału, jednak nie była ona skuteczna. Należy bowiem zauważyć, iż o ile temat wyborów we Francji pozostaje dominujący dla sentymentu, o tyle kalendarium publikacji danych makroekonomicznych tego tygodnia jest dość jątowe (interesujące dane pojawiają się dopiero w piątek). Publikacje z Polski natomiast nie będą generować zmienności polskich aktywów, gdyż nie zmieniają percepcji Rady Polityki Pieniężnej. Co więcej Rada na początku lipca zapozna się z najnowszymi prognozami NBP, stąd bieżące dane oceniamy neutralnie dla złotego. Naszym zdaniem najbliższe dni przyniosą zatem próbę ustabilizowania wyceny złotego do euro na podwyższonym jednak w stosunku do ostatni tygodni poziomie.
USD/PLN 	Mieszanka osłabienia złotego i umocnienia dolara na rynkach światowych zadecydowała o wzrostowym, lecz zgodnym z naszymi oczekiwaniami charakterze zmian kursu USD/PLN. Co więcej notowania po tym jak wybiły się ponad poziom 4,0629, tj. dość zaciekle broniony opór na przełomie kwietnia i maja otworzyły sobie drogę do ruchu w okolice 4,1108. W naszej ocenie jednak kurs USD/PLN ma szansę na co najmniej czasowe odreagowanie ostatnich wzrostów. Do piątku, gdy poznamy dane PMI z największych gospodarek liczymy, iż kierunek zmian na rynkach finansowych w większym stopniu zależny będzie od wskazań technicznych. Te zaś sugerują niewielką przestrzeń do korekty bieżących trendów.
EUR/USD 	O ile rozumiemy nerwość inwestorów towarzyszącą przedterminowym wyborom parlamentarnym we Francji, o tyle nie uważamy, by ten temat mógł być paliwem do pogłębiania spadków eurodolara w najbliższych dniach. Źródłem dalszej presji mogłoby być np. rosnące poparcie dla partii M.Le Pen, o co zdaniem ekspertów będzie trudno. Liczymy zatem na uspokojenie nastrojów i próby korekcyjnego ruchu kursu EUR/USD w okolice 1,0780. Jednocześnie przypominamy, iż poziom 1,0683 na którym zatrzymały się spadki eurodolara jest silną barierą chroniącą przed zniżką. Czynniki fundamentalne naszym zdaniem „dojdą do głosu” dopiero w piątek wraz ze wstępnymi danymi o indeksach PMI z czołowych gospodarek strefy euro i z USA.

Rynek obligacji

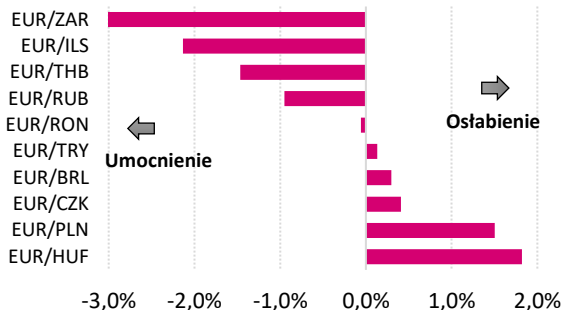
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Wyprzedaż nie omija także polskiego długu, który reaguje na wzrost awersji do ryzyka i podaża w przeciwną do ruchów rynków bazowych stronę. Efektem jest powiększenie się spreadu do np. niemieckiej krzywej. Fundamentalnie pozostajemy jednak ostrożnymi optymistami jeśli chodzi o możliwość spadku dochodowości skarbowych papierów wartościowych w średnim terminie. Obecnie jednak notowania krajowego długu będą pozostawać pod presją co najmniej do czasu wyborów parlamentarnych we Francji (pierwsza połowa lipca). Czynnikiem utrzymującym zaś „ryzyko krajowe” są przedstawione w ub. tygodniu założenia do budżetu. Przypominają one inwestorom o „wymagającej” sytuacji budżetowej. O ile tegoroczne potrzeby pożyczkowe są sprawnie finansowane tak pod koniec 3Q poznamy więcej szczegółów dotyczących m.in. potrzeb pożyczkowych na 2025 rok. Póki co jednak uważamy, iż dochodowość 10-latki spędzi najbliższe dni w okolicy 5,75%. Lokalnym wydarzeniem tygodnia będzie przetarg sprzedaży długu, który odbędzie się w środę. Pierwotnie podaż planowano w przedziale 5-10 mld PLN. Dziś poznamy jej ostateczną wysokość. Nie uważamy, by resort miał trudności w uplasowaniu nawet dwucyfrowej puli.
10Y DE (%) 	Dochodowość Bunda dynamicznie zniżkuje, reagując na nerwość związaną z decyzją prezydenta Francji o ogłoszeniu przedterminowych wyborów parlamentarnych. Zakres potencjalnej zniżki 10-latki niemieckiej uznajemy jednak w dużej mierze za wyczerpany w obecnych okolicznościach. Za trend nadrzędny stawiamy obecnie ruchy horyzontalne w oczekiwaniu na sondaże wyborcze z Francji oraz istotne dane makro ze strefy euro (te poznamy dopiero w piątek).
10Y US (%) 	Wydarzenia w Europie (wybory we Francji) nie oddziałują tak silnie na amerykański dług, jak np. na rynek niemieckich obligacji. W przypadku Treasuries wciąż kluczowe pozostają perspektywy polityki pieniężnej. Obecnie rynek przejdzie w tryb uzależnienia od danych makro, by ewentualnie weryfikować scenariusz Fed odnośnie do cięć stóp procentowych w tym roku. Trudno jednak oczekiwać, by ubogie kalendarium publikacji tego tygodnia miało przynieść istotne ruchy w tym zakresie.

Wykresy rynkowe

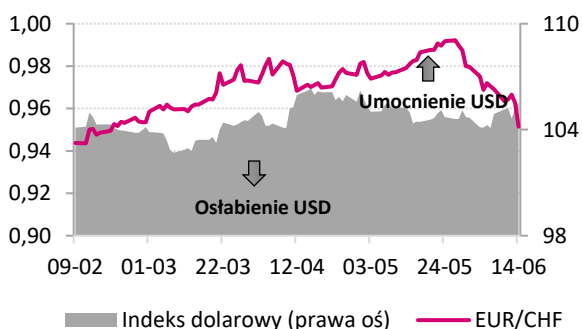
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



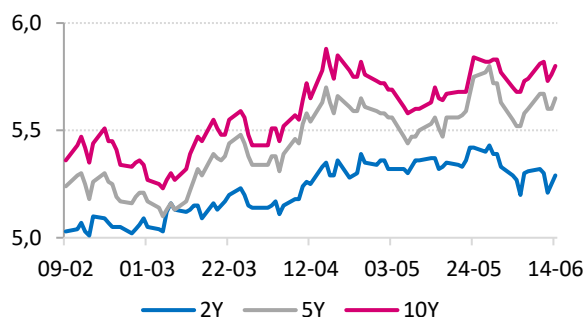
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



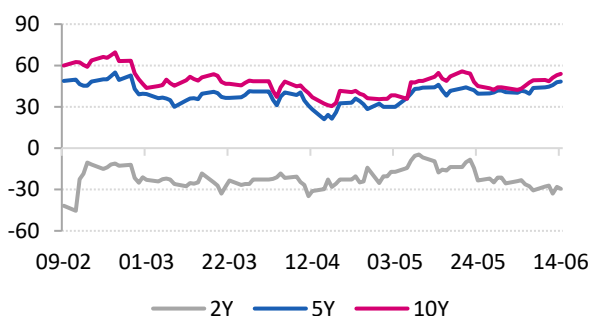
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



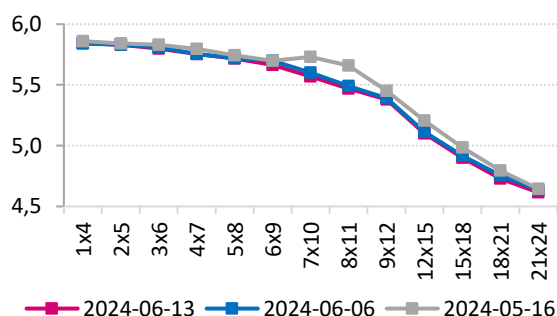
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



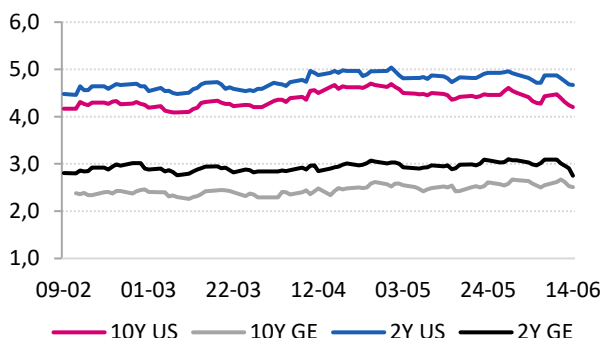
Krajowe stawki asset swap [%]



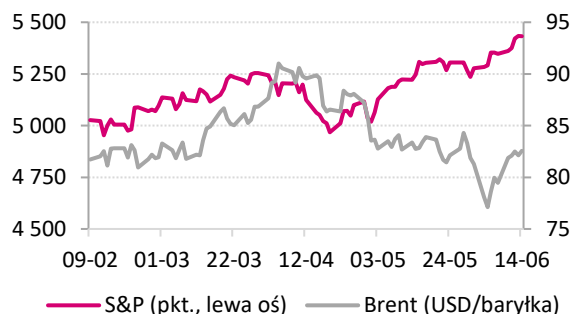
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 17 czerwca					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Maj	6.7%	6.5%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Maj	2.3%	3.0%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Maj	4.1%	3.8%	4.0%
Wtorek 18 czerwca					
11:00 Inflacja HICP	EZ	Maj	2.4%	2.6%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Czerwiec	47.1	49.9	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Czerwiec	7.25%	7.00%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Maj	0.0%	0.3%	
15:15 Produkcja przemysłowa	USA	Maj	0.0%	0.2%	
Środa 19 czerwca					
Przetarg obligacji	Polska	Czerwiec			
Czwartek 20 czerwca					
09:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Szwajcaria	2Q	1.50%		
10:00 Przeciętne zatrudnienie r/r	Polska	Maj	-0.4%	-0.4%	-0.4%
10:00 Przeciętne wynagrodzenie r/r	Polska	Maj	11.3%	11.6%	11.2%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Maj	7.9%	1.6%	1.5%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Maj	-8.6%	-7.0%	-6.5%
13:00 Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Czerwiec	5.25%	5.25%	
Piątek 21 czerwca					
09:30 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	Niemcy	Czerwiec	45.4	46.5	
09:30 Indeks PMI dla usług, wst.	Niemcy	Czerwiec	54.2	54.5	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Czerwiec	47.3	48.0	
10:00 Indeks PMI dla usług, wst.	EZ	Czerwiec	53.2	53.5	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	USA	Czerwiec	51.3	51.0	
15:45 Indeks PMI dla usług, wst.	USA	Czerwiec	54.8	53.5	
Poniedziałek 24 czerwca					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r, c.s.	Polska	Maj	4.1%	4.9%	4.2%
10:00 Produkcja budowlano-mont. r/r	Polska	Maj	-2.0%	-3.8%	-4.9%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Czerwiec	89.3		
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Maj	7.4%	7.5%	7.7%

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.