

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

4 czerwca 2018

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

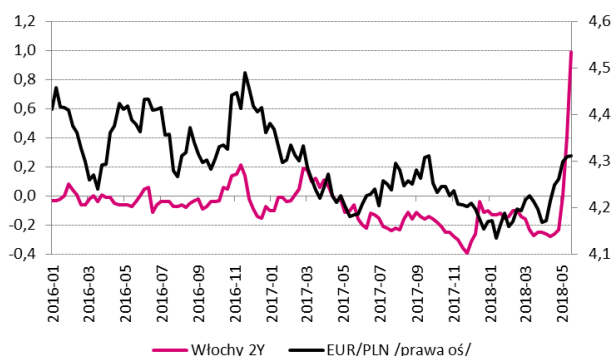
Polityka pozostanie motywem wiodącym na rynkach finansowych w tym tygodniu, choć jej wpływ powinien nieco osłabnąć z uwagi na zaprzysiężenie włoskiego rządu i jednak wciąż aktualny termin 12 czerwca jako data szczytu pomiędzy USA, a Koreą Północną. Problem wciąż pozostaje natomiast sytuacja w Hiszpanii oraz kolejna odsłona wojen handlowych prowadzona przez administrację D.Trumpa. W przypadku publikacji danych makroekonomicznych kluczowe dla rynków będą informacje z USA (zamówienia w przemyśle, indeksy PMI i ISM dla usług). Pod koniec tygodnia uwaga rynku powoli kierować się zacznie ku przyszłotygodniowym posiedzeniom Fed (13 czerwca) i Europejskiego Banku Centralnego (14 czerwca).

Najważniejsze dane tego tygodnia

Notowania rynkowe w tym tygodniu pod wpływem nastrojów globalnych

W środę wczesnym popołudniem poznamy decyzję po czerwcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą poziomu stóp procentowych NBP. Powszechnie oczekiwania, zgodnie z komunikatami Rady, a także wypowiedziami prezesa NBP A.Głapińskiego wskazują na stabilizację kosztu pieniądza w Polsce przez dłuższy czas. Nie spodziewamy się więc znaczącego wpływu tej decyzji na notowania rynkowe. W tym tygodniu będą one znajdowały się pod wpływem czynników geopolitycznych, również z powodu dość ubogiego kalendarza publikacji istotnych danych makroekonomicznych. W piątek wieczorem poznamy natomiast decyzję agencji Fitch dotyczącą aktualizacji ratingu Polski. W grudniu ub.r. agencja utrzymała rating na poziomie A- z perspektywą stabilną. Sądzymy, że w piątek Fitch, wobec zrównoważonego bilansu ryzyk, utrzyma dotychczasową ocenę.

Wykres tygodnia



Przecena złotego w ubiegłym tygodniu motywowana była w dużej mierze czynnikami politycznymi - przede wszystkim zawirowaniami we Włoszech - stąd po uspokojeniu sytuacji w Rzymie i poprawie apetytu na ryzyko na świecie uważamy, iż złoty ma szansę zyskiwać na wartości w kolejnych dniach.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2830	-0,5%
USD/PLN	3,6520	-1,1%
CHF/PLN	3,7108	-0,1%
EUR/USD	1,1729	0,7%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,70	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,58	0
5Y	2,40	-3
10Y	3,19	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,95	4
5Y	2,41	-4
10Y	2,92	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,41	1
US 10Y	2,91	-2

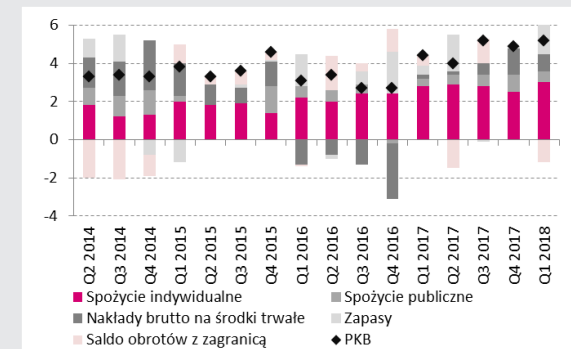
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	58202,8	-0,1
S&P 500	2734,6	0,3
Nikkei 225	22475,9	0,0

Źródło: Thomson Reuters

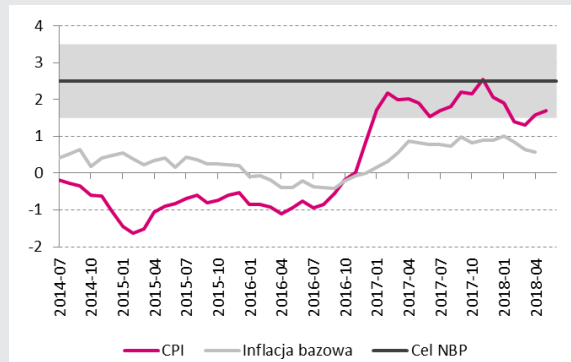
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

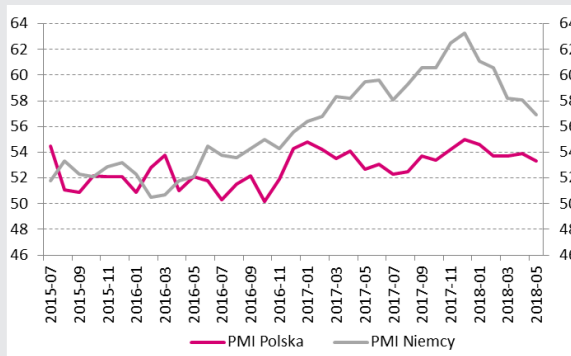
Wzrost PKB w Polsce i jego struktura [% , r/r]



Inflacja w Polsce [% , r/r]



Indeks PMI w przemyśle [pkt.]



Źródło: Macrobond, GUS

Wzrost popytu krajowego w 1Q 2018 najszybszy od 10 lat

Według wstępnych danych Głównego Urzędu Statystycznego wzrost gospodarczy w 1Q 2018 wyniósł 5,2% r/r, wobec szybkiego szacunku (flash) na poziomie 5,1% r/r i po wzroście o 4,9% r/r przed kwartałem. Dynamika w ujęciu kwartalnym, po odsezonowaniu, wzrosła natomiast do 1,6% kw/kw wobec wzrostu o 1,0% kw/kw w ostatnim kwartale ub. roku. Wyższą dynamikę kw/kw ostatni raz odnotowano w 4Q 2016, a jeszcze wcześniej dopiero w 2007 r. Struktura wzrostu PKB wskazuje na bardzo wysoką dynamikę popytu krajowego. Wyniosła ona o 6,8% r/r, po wzroście o 5,1% r/r przed kwartałem, co jest najwyższym odczytem od 10 lat. Podobnie jak przed kwartałem głównym motorem wzrostu gospodarczego było spożycie indywidualne związane z bardzo dobrą sytuacją na rynku pracy, wpływającą korzystnie na nastoje konsumpcyjne gospodarstw domowych. Wzrost PKB wspierany był też przez inwestycje, głównie przez nakłady infrastrukturalne współfinansowane przez środki Unii Europejskiej. Nadal brakuje natomiast inwestycji firm prywatnych w maszyny i urządzenia, na co wskazywały dane GUS o wynikach finansowych firm, a bez tych trudno będzie utrzymać aktualne tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. W dużym stopniu aktywność gospodarcza w Polsce na początku tego roku wspierana była także przez silną odbudowę zapasów, co jest zgodne z procyklicznym kształtowaniem się tej kategorii popytu. Pewnym zaskoczeniem jest natomiast skala negatywnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Wynika on ze spadku dynamiki eksportu, co wiąże się z obniżeniem aktywności gospodarczej u najważniejszych partnerów handlowych Polski. W kolejnych kwartałach wzrost PKB nadal utrzyma się na podwyższonym poziomie, choć jego tempo będzie nieco spowolniać.

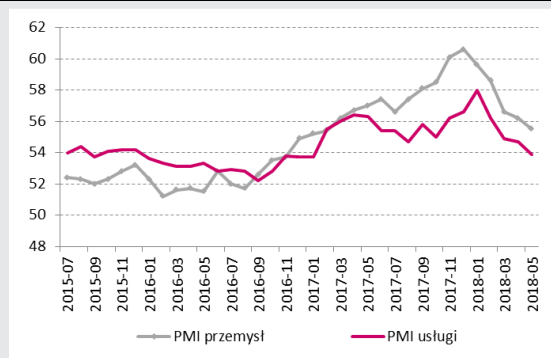
Słabsze od oczekiwań przyspieszenie inflacji CPI w maju

Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI wzrosła w maju do 1,7% r/r z 1,6% r/r w kwietniu, co było odczytem niższym od naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego. Źródłem pozytywnej niespodzianki inflacyjnej był niższy niż szacowaliśmy wzrost cen paliw (+5,4% m/m), a także spadek cen żywności (-0,3% m/m). Inflacja bazowa, liczona jako wskaźnik CPI z wyłączeniem cen żywności i energii wyniosła 0,6% r/r, co byłoby odczytem zgodnym z naszymi oczekiwaniami. Źródłem zmienności inflacji były więc czynniki podażowe, podczas gdy presja inflacyjna ze strony popytu pozostaje umiarkowana. W kolejnych miesiącach inflacja wciąż będzie się zwiększała, jednak tylko nieznacznie przekroczy poziom 2,0% w miesiącach letnich. Natomiast pod koniec roku, ze względu na efekt bazy statystycznej ponownie się obniży.

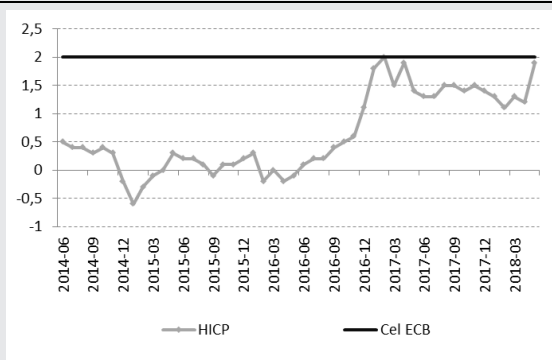
Spadek polskiego PMI w maju, podobnie jak w strefie euro

Wskaźnik PMI opisujący nastroje w polskim przemyśle spadł w maju do 53,3 pkt. z 53,9 pkt. w kwietniu. To wynik zgodny z konsensem rynkowym, choć nieco słabszy od naszych oczekiwań. Pogorszenie nastrojów w polskim przemyśle wiązać można z wytracaniem tempa wzrostu w strefie euro, naszego partnera handlowego, co widoczne było w odczytach koniunktury w Eurolandzie za ostatnie miesiące. Wskaźnik PMI dla niemieckiego przemysłu spadł w maju do 55,5 pkt. z 56,2 pkt. w kwietniu, natomiast analogiczny indeks dla Niemiec obniżył się do 56,9 pkt. z 58,1 pkt. Znalazło to odzwierciedlenie w nieznacznym spadku zamówień eksportowych. W stosunku do poprzedniego miesiąca słabiej oceniana była także sytuacja w zakresie produkcji i zatrudnienia. Pomimo spadku wskaźnik wciąż znajduje się powyżej 50 pkt. wskazując na utrzymujące się tendencje wzrostowe w gospodarce, choć dynamika wzrostu będzie wyhamowywać, w ślad za osłabieniem koniunktury w strefie euro. Dane te są spójne z oczekiwanym przez nas scenariuszem stopniowego wyhamowywania wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, szczególnie, że przedsiębiorcy coraz większą uwagę zwracają na ograniczenia podażowe.

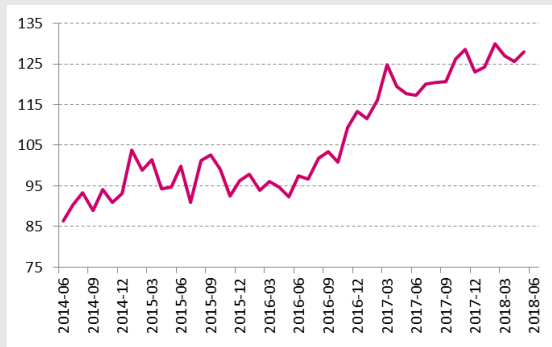
PMI w przemyśle i usługach eurolandu [pkt.]



Inflacja w strefie euro [% r/r] i cel EBC [%]



Indeks Conference Board [pkt.]



Źródło: Macrobond

Makro - zagranica

Nieco lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku pracy

Miesięczny raport z amerykańskiego rynku pracy okazał się nieco lepszy od oczekiwań. Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych wzrosła w maju o 223 tys. wobec oczekiwanejwyżki o 190 tys. Jednocześnie dane za wcześniejsze dwa miesiące zostały zrewidowane o łącznie 15 tys. w górę. Wzrost zatrudnienia w gospodarce USA ma szeroki zakres i obejmuje zarówno przemysł, jak też budownictwo i handel. W tym samym czasie stopa bezrobocia spadła do 3,8% z 3,9% w kwietniu. W podobnej skali (0,1 pkt. proc.) obniżyła się także stopa aktywności zawodowej i wyniosła w maju 62,7%. Nieco wyższa od oczekiwań była natomiast dynamika płacy godzinowej, która w maju wyniosła 2,7% r/r wobec 2,6% miesiąc wcześniej. Opublikowane dane potwierdzają dobrą sytuację na rynku pracy w USA, choć nie zmieniają one scenariusza stóp procentowych wycenianego przez rynki finansowe, który zakłada na ten rok jeszcze dwie podwyżki stóp przez Fed.

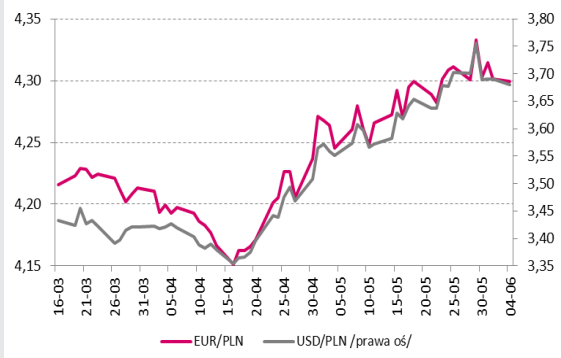
Wyraźne przyspieszenie inflacji w maju w strefie euro

Inflacja cen konsumenta wzrosła w maju do 1,9% r/r z 1,2% r/r w kwietniu, a więc do najwyższego poziomu od ponad roku. Majowy szacunek okazał się wyraźnie wyższy niż konsensus rynkowy kształtujący się na poziomie 1,6% r/r. Zaskoczył też odczyt indeksu bazowego, który wzrósł do 1,1% r/r z 0,7% miesiąc wcześniej. Inflacja cen konsumenta kształtuje się zatem w celu inflacyjnym Europejskiego Banku Centralnego (inflacja HICP poniżej, ale blisko 2,0% r/r). Nie sądzimy jednak, żeby dane te wpłynęły na zmianę retoryki Rady Prezesów dotyczącej perspektyw polityki pieniężnej EBC.

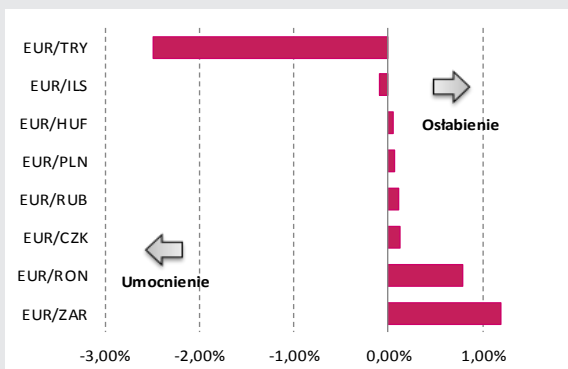
Nadal bardzo dobra koniunktura konsumencka w USA

Indeks zaufania amerykańskich konsumentów Conference Board wyniósł w maju 128,0 pkt. wobec 125,6 pkt. przed miesiącem. Odczyt za kwiecień został zrewidowany w dół ze wstępnego wyliczenia na poziomie 128,7 pkt. Majowy odczyt jest zgodny z konsensusem rynkowym i potwierdza trwającą bardzo dobrą koniunkturę konsumencką w Stanach Zjednoczonych. Dane te wspierają oczekiwania przyspieszenia wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych w 2Q 2018, po jego wyraźnym spowolnieniu w okresie styczeń-marzec.

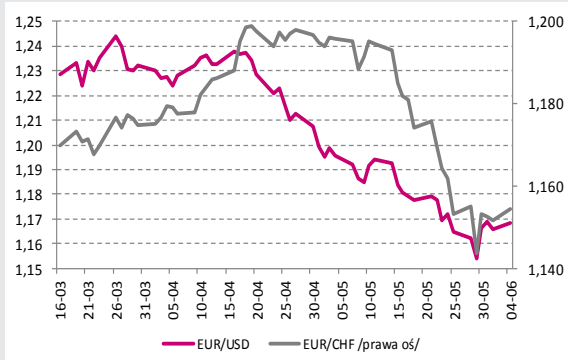
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



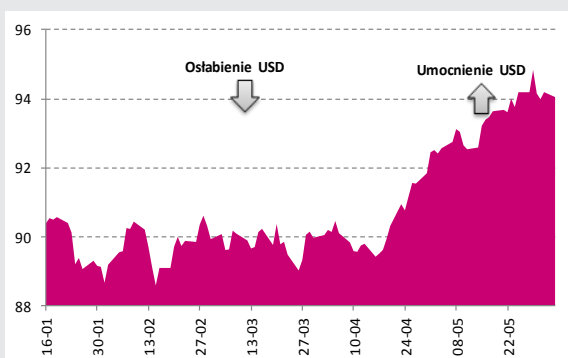
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

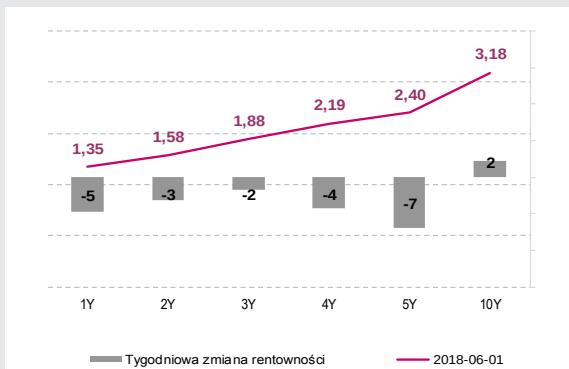
Rynek walutowy

Mimo dynamicznych zmian jakie zachodziły w wycenie złotego w ubiegłym tygodniu ostatecznie kurs EUR/PLN zakończył notowania na poziomie ich rozpoczęcia tj. barierze 4,30. Warto jednak odnotować, iż przejściowo na skutek pogorszenia się sentymentu inwestycyjnego z uwagi na zawirowania polityczne we Włoszech, złoty w relacji do euro na poziomie 4,34 był najniższy od 14-miesięcy. Polska waluta traciła ponadto względem dolara, w ślad za umocnieniem amerykańskiej waluty na rynkach globalnych, gdzie zyskiwała na podwyższonej awersji do ryzyka oraz perspektywie normalizacji polityki pieniężnej w USA. W ubiegłym tygodniu notowania eurodolara obniżyły się do poziomu niemal rocznego minimum tj. 1,15. Na wartości zyskiwały także pozostałe waluty uznawane powszechnie za najbezpieczniejsze tj. jen japoński i frank szwajcarski. Szczególnie silny był spadek notowań EUR/CHF, który sięgał momentami 1,5%, a notowania obniżyły się do 1,1367 tj. poziomu z sierpnia ubiegłego roku choć jeszcze miesiąc temu wynosiły 1,20.

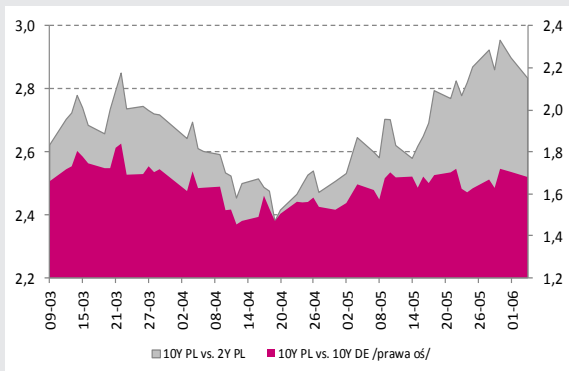
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↓	W naszej ocenie ubiegłotygodniowawyżka EUR/PLN do poziomu 4,34 była równoznaczna ze zdyskontowaniem wielu negatywnych informacji dla polskiej waluty, a w tym tygodniu wraz z poprawiającymi się nastrojami i powracającym apetytem na ryzyko na rynkach, złoty powinien stopniowo się umacniać. Wsparcie zapewniać będzie większa koncentracja inwestorów na fundamentach, aniżeli typowe dla okresów awersji do ryzyka „koszykowe” wycofywanie się z aktywów emerging markets. O tym natomiast, iż fundamenty polskiej gospodarki pozostają umiarkowanie optymistyczne być może usłyszymy w piątek, gdy agencja Fitch dokona przeglądu ratingu Polski oraz w środę, gdy Rada Polityki Pieniężnej zakończy czerwcowe posiedzenie.
USD/PLN	↓	Z uwagi na spodziewane przez nas umocnienie złotego oraz co najmniej krótkotrwałą przecenę dolara liczymy się ze znaczącym spadkiem notowań USD/PLN w tym tygodniu. W naszej ocenie korektę wzmacni ponadto odreagowanie po ubiegłotygodniowej dynamicznejwyżce USD/PLN do poziomu rocznego maksimum oraz zdecydowana dywergencja notowań ze wskaźnikami technicznymi.
EUR/USD	↑	W naszej ocenie bieżąca wycena EUR/USD wiąże się ze zdyskontowaniem znaczącej ilości pozytywnych dla dolara informacji, jak i negatywnych dla wspólnej waluty. Z tego powodu - o ile nie dojdzie do ponownej eskalacji kryzysu politycznego w państwach południa Europy - liczymy się z możliwością wzrostu kursu EUR/USD w tym tygodniu. Na gruncie analizy technicznej wszystkie wskaźniki sugerują znaczące wyprzedanie rynku, które powinno rozpocząć korektę w dotychczasowym spadkowym trendzie eurodolara.

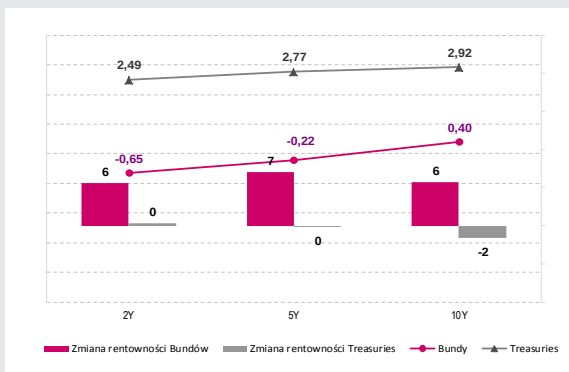
Rentowność obligacji krajowych [%]



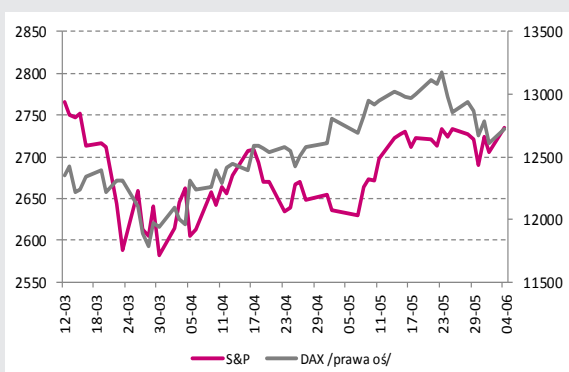
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

Wzrost rentowności krajowego długu w pierwszej połowie ubiegłego tygodnia był jedynie przejściowy. W kolejnych dniach polskie SPW zyskiwały na wartości spychając dochodowość 5-latkę do poziomu 2,39% tj. minimum z końca kwietnia, a 10-letniego benchmarku do 3,18%. Oznaczało to spadki rzędu odpowiednio 4 i 3 bps. Wydarzeniem tygodnia była informacja Ministerstwa Finansów, które poinformowało, iż w kwietniu zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie SPW spadło o 5,1 mld PLN do 197,6 mld PLN, a ich udział w długu z tytułu rynkowych obligacji skarbowych ogółem zmniejszył się nieco do 32,3% z 32,5% na koniec marca. W tym czasie banki zmniejszyły zaangażowanie do 250,4 mld PLN w kwietniu z 255,8 mld PLN w marcu. Na rynku obligacji bazowych zmiany rentowności były burzliwe, choć finalnie oznaczały one stabilizację Bundów i amerykańskiej 10-latkę. Przejściowo dochodowość Bundów wyznaczyła bowiem poziom 0,33%, choć w ciągu dnia wynosiła już 0,29% tj. najmniej od przeszło roku, a na koniec piątkowej sesji powróciła do poziomu 0,40%. Źródłem zmian niemieckiej krzywej była sytuacja na rynku włoskiego długu, gdzie doszło do skokowej wyżki rentowności, w szczególności widoczne na krótkim końcu krzywej. Dochodowość włoskiej 2-latkę w szybkim tempie wzrosła z 0,98% do 2,73%. Co więcej jeszcze trzy tygodnie temu rentowność tego papieru była ujemna.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Podtrzymujemy naszą ocenę z połowy maja, iż poziom 3,2% w notowaniach 10-latkę jest obecnie dobrym odzwierciedleniem krótkoterminowej równowagi. Z tego powodu uważamy, iż w tym tygodniu zmiany dochodowości nie powinny być duże. W szczególności, iż posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie powinno przynieść zmian w dotychczasowej retoryce. Źródłem podwyższonej zmienności okazać się może natomiast ewentualny powrót zawirowań geopolitycznych na świecie.
10Y DE (%) 	Uspokojenie sytuacji politycznej we Włoszech skutkowało powrotem rentowności Bundów w okolice poziomu 0,42% wokół którego w naszej ocenie 10-latkę niemiecką powinna pozostawać w tym tygodniu. Na horyzoncie brak jest bowiem istotnych wydarzeń makroekonomicznych, a rynek być może będzie chciał doczekać do posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, które zaplanowane jest na 14 czerwca.
10Y US (%) 	Dochodowość 10-latkę USA po krótkim epizodzie utrzymuje się obecnie poniżej poziomu 3,0%. W naszej ocenie napływające dane ze Stanów Zjednoczonych będą miały umiarkowany wpływ na wycenę UST, gdyż nie powinny w znaczący sposób wpływać na oczekiwania, co do tempa wzrostu stóp procentowych w USA w tym roku. Wiele w tej kwestii wyjaśni się w przyszłym tygodniu, gdy Rezerwa Federalna opublikuje najnowsze prognozy dotyczące oczekiwanej przez bankierów ścieżki kosztu pieniądza w 2018 roku i kolejnych latach. Będzie to potencjalnie niezwykle silny impuls do zmian notowań amerykańskiej krzywej, na który jednak musimy jeszcze poczekać nieco ponad tydzień.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 4 czerwca					
10:30 Indeks Sentix	EU	Czerwiec	19.2		
11:00 Inflacja PPI r/r	EU	Kwiecień	2.1%		
16:00 Zamówienia fabryczne	USA	Kwiecień	1.6%	-0.5%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałe	USA	Kwiecień	-1.7%		
Wtorek 5 czerwca					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Maj	52.1		
10:00 PMI w usługach	EU	Maj	53.9		
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EU	Kwiecień	0.8%		
15:45 PMI w usługach	USA	Maj	55.7		
Środa 6 czerwca					
13:00 Liczba podań o kredyt hipoteczny MBA	USA	Czerwiec	-2.9%		
14:30 Bilans handlowy	USA	Kwiecień	-\$49.0b	-\$51.3b	
Decyzja w sprawie stóp procentowych	Polska	Czerwiec	1.50%	1.50%	1.50%
Czwartek 7 czerwca					
11:00 PKB SA r/r	EU	1Q	2.5%		
Piątek 8 czerwca					
08:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r Niemcy		Kwiecień	3.2%		
Decyzja Fitch w sprawie ratingu	Polska				
Poniedziałek 11 czerwca					

Brak istotnych danych makro

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

Dane i prognozy

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018
Millennium bank										

PKB (% r/r)	4,4	4,0	5,2	4,9	4,6	5,1	4,8	4,7	4,4	4,6
Stopa bezrobocia	8,0	7,0	6,8	6,6	6,6	6,6	5,6	5,5	5,7	5,7
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,8	1,9	2,2	2,0	1,5	1,7	1,9	1,6	1,7
Ropa naftowa Brent **	53,6	49,6	52,1	61,5	54,2	66,9	72,0	75,0	76,0	72,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,66	1,66	1,66	1,65	1,65	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
WIBOR 3M (%)	1,73	1,73	1,73	1,72	1,72	1,70	1,70	1,70	1,71	1,71
WIBOR 6M (%)	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,78	1,78	1,78	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	2,00 [□]	1,91 [□]	1,76	1,71	1,71	1,50	1,51	1,53	1,55	1,55
Obligacja 10-letnia (%)	3,51 [□]	3,33 [□]	3,38	3,30	3,30	3,17	3,20	3,30	3,35	3,35
EUR/PLN	4,22	4,23	4,31	4,17	4,17	4,21	4,21	4,20	4,19	4,20
USD/PLN	3,95	3,71	3,65	3,48	3,48	3,41	3,45	3,50	3,45	3,45
GBP/PLN	4,91	4,81	4,88	4,70	4,70	4,80	4,75	4,73	4,72	4,75
EUR/USD	1,07	1,10	1,18	1,18	1,13	1,23	1,22	1,20	1,21	1,22
EURIBOR 3M	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,33	-0,29	-0,25	-0,25
LIBOR 3M USD	1,15	1,30	1,33	1,69	1,69	2,31	2,35	2,50	2,80	2,80

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie

Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, 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.