

**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

## Bieżący tydzień na rynkach finansowych

Wbrew tradycji w rozpoczynającym się tygodniu to poniedziałkowa sesja - zazwyczaj uznawana za najmniej ciekawą ze względu na niewielką liczbę publikacji danych makro - zawiera największą liczbę interesujących odczytów. Kalendarium publikacji w kolejnych dniach będzie niemal puste. Nastroje na początku tygodnia psują internetowe wpisy D.Trumpa, który nieoczekiwanie zagroził podniesieniem karnych cel oraz uruchomieniem od piątku dodatkowych taryf na chińskie produkty, by zmusić Pekin do przyspieszenia prac nad amerykańsko-chińską umową handlową. Niepewny jest zatem los - zaplanowanych na środę - wzajemnych rozmów handlowych, jakie miały się odbyć w Waszyngtonie. Przypomnijmy, iż według ubiegłotygodniowych spekulacji w najbliższy piątek miało dojść do podpisania wstępnego porozumienia pomiędzy krajami w kwestiach handlowych. Wobec powyższego w naszej ocenie kurs EUR/PLN kierować się może w stronę bariery 4,2950.

## Najważniejsze dane tego tygodnia

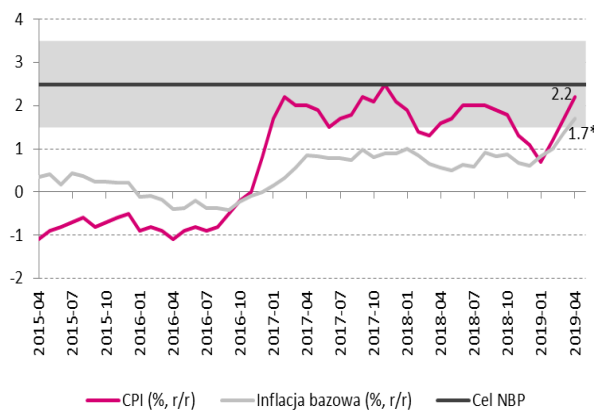
### Kontynuacja spadków niemieckiej produkcji przemysłowej w marcu?

Ten tydzień nie będzie obfitował w istotne publikacje danych makroekonomicznych. Jedną z nich będzie szacunek produkcji przemysłowej w Niemczech w marcu. Jej dynamika w ujęciu rocznym najpewniej pozostanie ujemna, podobnie jak w czterech ostatnich miesiącach. Nie widać zatem odbicia aktywności w niemieckim sektorze wytwórczym, do czego przyczynia się osłabienie wolumenu wymiany handlowej na świecie. Dane te zostaną opublikowane w środę, o godz. 8:00.

### Oczekiwania stabilnej dynamiki cen konsumenta w USA

W piątek o godz. 14:30 opublikowane zostaną dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych za kwiecień. Konsensus rynkowy wskazuje na jej niewielki wzrost do 2,0% r/r z 1,9% r/r przed miesiącem, a więc na osiągnięcie celu inflacyjnego Fed. Realizacja tej prognozy wesprze scenariusz stabilizacji kosztu pieniądza w Stanach Zjednoczonych w nadchodzących miesiącach.

## Wykres tygodnia



Inflacja CPI wzrosła w kwietniu do 2,2% r/r z 1,7% r/r przed miesiącem wyraźnie przewyższając oczekiwania. Źródłem niespodzianki okazał się szybszy wzrost cen żywności, ale także inflacji bazowej. Według naszych szacunków wzrosła ona do 1,7% r/r z 1,4% r/r w marcu, tj. do najwyższego poziomu od października 2012 r. W rezultacie rentowność krajowego długu wyraźnie wzrosła wzdłuż całej krzywej dochodowości.

\*Szacunek Banku Millennium

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2818	-0,3%
USD/PLN	3,8247	-0,7%
CHF/PLN	3,7573	-0,4%
EUR/USD	1,1193	0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,72	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	1,70	7
5Y	2,36	10
10Y	3,03	10

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	1,93	5
5Y	2,26	13
10Y	2,62	14

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,02	3
US 10Y	2,52	2

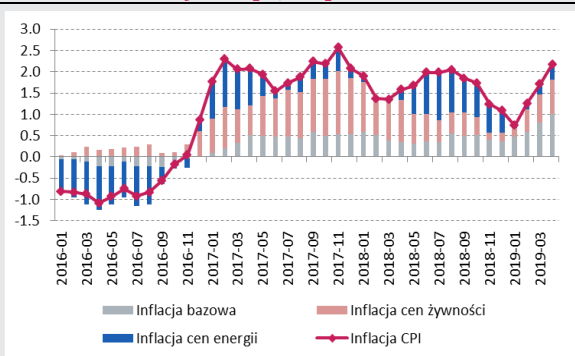
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	59744,3	-2,0
S&P 500	2945,6	0,2
Nikkei 225	22258,7	0,3

Źródło: Thomson Reuters

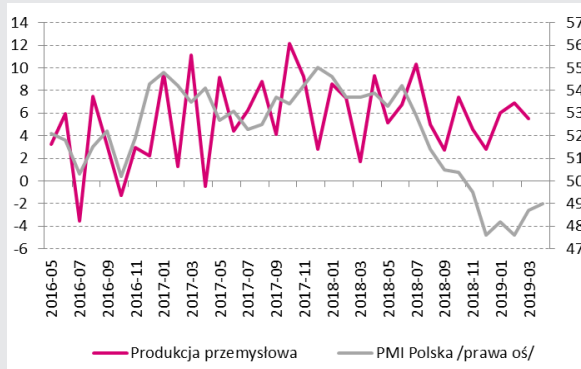
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

## Makro - kraj

### Struktura inflacji CPI [% r/r]



### Produkcja przemysłowa [% r/r] i indeks PMI [pkt.]



Źródło: Macrobond

### Wyraźne przyspieszenie inflacji CPI w kwietniu

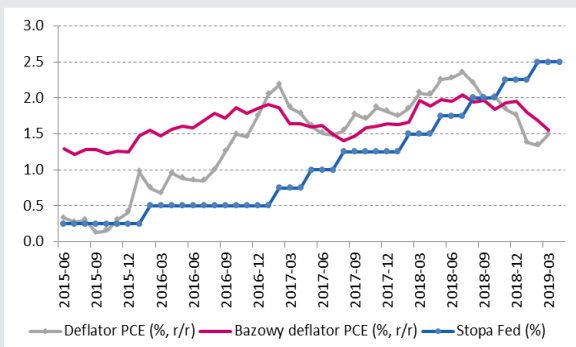
Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI wzrosła w kwietniu do 2,2% r/r z 1,7% r/r w marcu, co było wynikiem znacznie wyższym od oczekiwań. Jest to jej najwyższy odczyt od listopada 2017 roku. Źródłem niespodzianki były nie tylko rosnące ceny żywności, ale także wzrost komponentu bazowego. Według naszych szacunków inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii mogła wzrosnąć w kwietniu do 1,7% r/r, poziomu najwyższego od listopada 2012 roku. Kwiecień byłby zatem drugim z rzędu miesiącem wyraźnego przyspieszenia inflacji bazowej. Presja cenowa narasta coraz silniej, gdyż być może przedsiębiorcy rozpoczęli przenoszenie rosnących kosztów produkcji na ceny konsumpcyjne. Dotychczas przedsiębiorstwa wstrzymywały się z podwyżkami cen, dopuszczając do spadku marż i zyskowności. Po 4Q 2018 wskaźnik kosztów do przychodów osiągnął 4-letnie maksimum, a wskaźniki rentowności były natomiast najniższe od 4 lat. Być może zatem przedsiębiorstwa doszły do kresu możliwości redukcji marż i obecnie będą bardziej skłonne do podnoszenia cen szczególnie, że sprzyja temu mocny popyt konsumpcyjny, wsparty impulsem fiskalnym. Wyższa od oczekiwań inflacja stanowi argument dla zwolenników podwyżek stóp procentowych. Wydaje się, że w obecnych uwarunkowaniach trudno będzie jednak sformułować większość do przegłosowania takiej decyzji.

### PMI w Polsce nadal poniżej 50 pkt.

Wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu wyniósł w kwietniu 49,0 pkt. wobec 48,7 pkt. w marcu, tj. nieco powyżej od oczekiwań. Oznacza to, że nastroje w polskim przemyśle wciąż pozostają negatywne (wskaźnik poniżej 50 pkt. odzwierciedla kurczenie się przemysłu), choć obecnie jest on najwyższy od listopada ub. roku. Według wskazań z badania w tempie najniższym od pięciu miesięcy spadała produkcja oraz liczba nowych zamówień. Przedsiębiorcy zwracają uwagę na znaczne spadki zamówień eksportowych, których tempo spadku w kwietniu było jednym z najszybszych od dziesięciu lat. Sytuację w zakresie zamówień wspiera mocny popyt krajowy, co znajduje odzwierciedlenie w zwiększających zamówieniach krajowych. Negatywne tendencje na rynkach zagranicznych niekorzystnie wpływają na oczekiwania. Prognozy przyszłej produkcji były bowiem jednymi z najgorszych od 2013 roku. Negatywne tendencje widoczne są także w zakresie zatrudnienia, gdzie odzwierciedlający je subindeks był najniższy od marca 2013 r. Dane te, pomimo pewnej poprawy, wskazują na negatywne nastroje w przemyśle, w ślad za niekorzystnymi nastrojami w przemyśle strefy euro. W skali całej gospodarki nastroje są korzystniejsze ponieważ mocny popyt krajowy i konsumpcja będą łagodziły ewentualny negatywny wpływ spowolnienia w przemyśle.

## Makro - zagranica

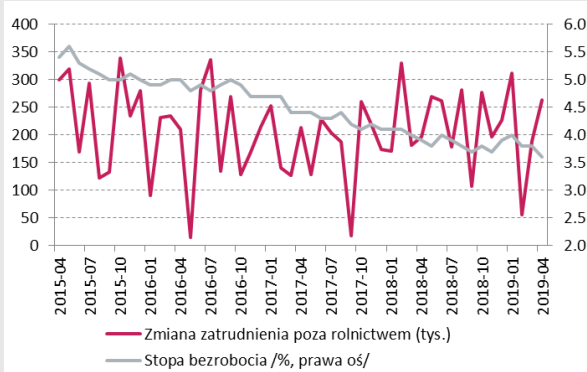
### Polityka pieniężna w USA



### Fed utrzymuje „cierpliwe” nastawienie

Rezerwa Federalna utrzymała na majowym posiedzeniu główną stopę procentową w przedziale 2,25-2,50%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynku i została podjęta jednomyślnie. W komunikacie podtrzymano, że Fed „będzie cierpliwy” w sprawie decyzji dotyczących zmian stóp procentowych, w zależności „jakie przyszłe zmiany zakresu docelowego dla stopy funduszy federalnych mogą być odpowiednie, aby wesprzeć gospodarkę”. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes Jerome Powell powiedział, że „nie widzi powodów dla zmiany stóp procentowych w żadną ze stron”. Dodał, że „podejście do polityki monetarnej Fedu jest właściwe na obecną chwilę”, czym nieco zaskoczył rynki finansowe oczekujące obniżki stóp procentowych w USA w tym roku.

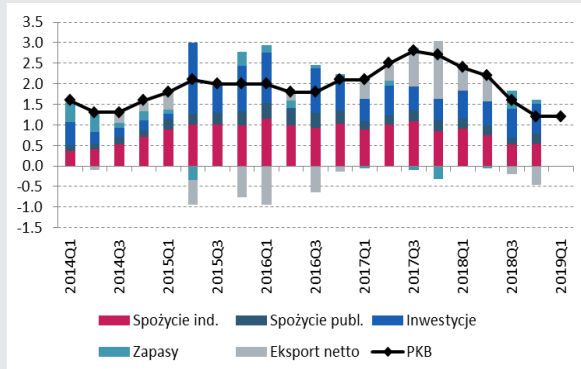
### Non-farm payrolls i stopa bezrobocia w USA



### Pozytywna niespodzianka w danych non-farm payrolls

Liczba zatrudnionych w sektorach pozarolniczych w USA (*non-farm payrolls*) przyrosła w kwietniu o 236 tys. po zrewidowanym nieco w dół wzroście o 179 tys. przed miesiącem. Szacunek ten znacznie przewyższył oczekiwania rynkowe, które wynosiły 181 tys. Pozytywną niespodzianką okazało się również szacunek stopy bezrobocia, która obniżyła się do 3,6% z 3,8% przed miesiącem, a więc do najniższego poziomu od kilkudziesięciu lat. Wzrost płacy godzinowej ustabilizował się natomiast na poziomie 3,2% r/r (oczekiwania rynkowe wynosiły 3,3% r/r). Dane wskazują, że ożywienie na amerykańskim rynku pracy nadal trwa, i nie traci na sile, co sugerowały dane z 1Q br. Kwietniowe dane z rynku pracy wspierają oczekiwania kontynuacji „cierpliwego” nastawienia Fed w zmianach parametrów polityki pieniężnej.

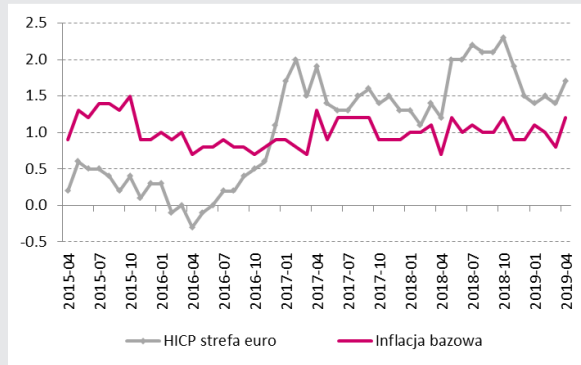
### Wzrost PKB w strefie euro [% r/r]



### Stabilizacja rocznej dynamiki PKB w 1Q w Eurolandzie

Według wstępnych danych wzrost gospodarczy w 1Q w strefie euro wyniósł 1,2% r/r podobnie jak w 4Q br. Natomiast w ujęciu kwartalnym dynamika PKB wzrosła do 0,4% kw/kw z 0,2% kw/kw w ostatnim kwartale ub. roku. Nie są dostępne jeszcze szacunki poszczególnych komponentów PKB, niemniej przypuszczamy, że struktura wzrostu była zbliżona do odnotowanej w 4Q 2018, kiedy wzrost PKB napędzany był przez popyt krajowy. Aktywność gospodarcza w poszczególnych krajach członkowskich pozostała zróżnicowana. W szczególności nadal nie widać istotnej poprawy koniunktury w największej gospodarce Eurolandu w Niemczech, która w drugiej połowie ub. roku znalazła się w stagnacji.

### Inflacja w strefie euro [% r/r]



### Kwietniowy wzrost inflacji HICP w strefie euro

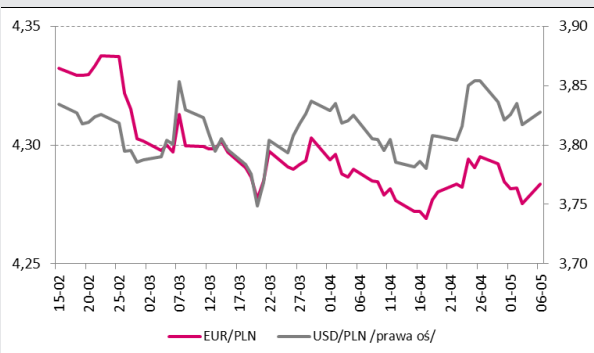
Według wstępnego wyliczenia inflacja HICP w strefie euro przewyższyła w kwietniu oczekiwania rynkowe odbijając do 1,7% r/r z 1,4% r/r przed miesiącem. Przyspieszenie to w największym stopniu wsparte było wzrostem cen usług, który wyniósł 1,9% r/r wobec 1,1% r/r przed miesiącem. Wzrost cen usług podniósł także inflację bazową (HICP bez cen żywności i energii charakteryzujących się dużą zmiennością) do 1,2% r/r z 0,8% r/r w marcu. Kwietniowe dane wspierają oczekiwania realizacji obecnego *forward guidance* EBC, zgodnie z którym stopy procentowe nie ulegną zmianie co najmniej do końca tego roku.

### Rewizja w górę usługowego PMI za kwiecień w Eurolandzie

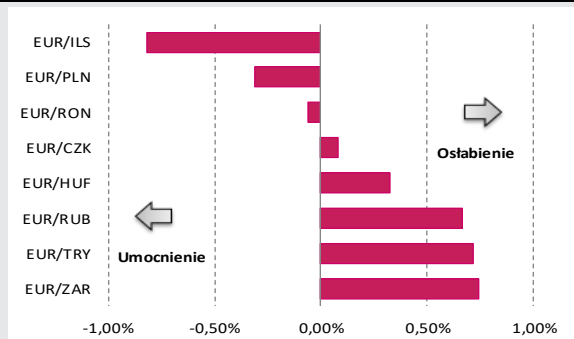
Kwietniowy indeks PMI dla usług w Niemczech został zrewidowany w górę do 55,7 pkt. z 55,6 pkt. szacowanych wcześniej. Podniesiono również wyliczenie dla całej strefy euro do 52,8 pkt. z 52,5 pkt. Dane finalne potwierdzają, że koniunktura w sektorze usług w strefie euro pozostaje dobra, co ogranicza negatywny wpływ na wzrost gospodarczy słabej aktywności w przemyśle.

Źródło: Macrobond

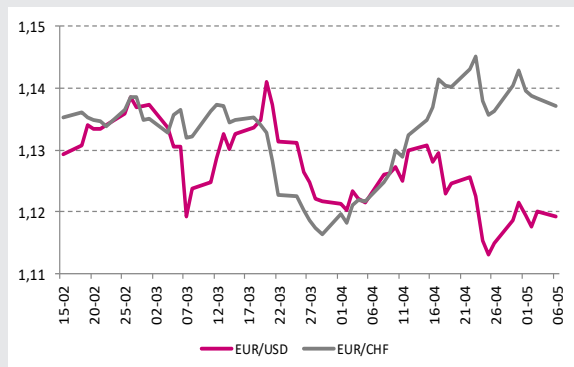
## Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



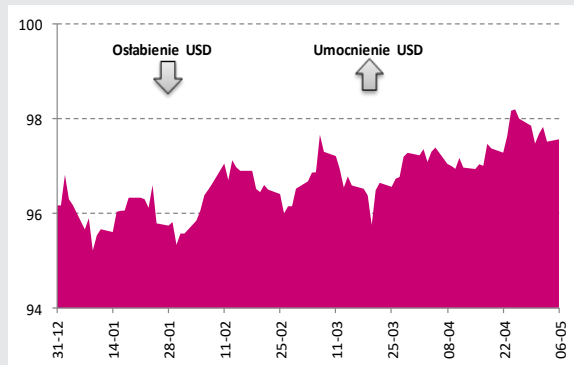
## Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



## Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



## Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

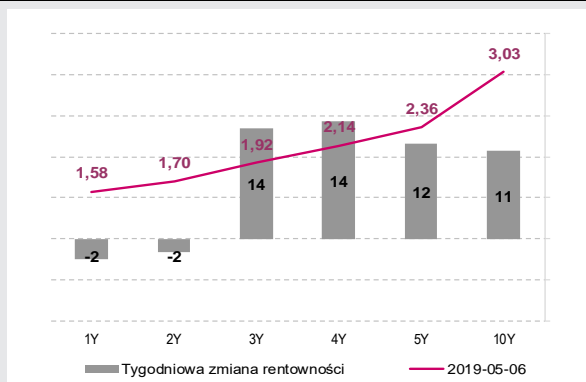
## Rynek walutowy

Miniony tydzień był czasem umocnienia złotego w relacji do euro. Każda z ubiegłotygodniowych sesji kończyła się niewielkim spadkiem pary EUR/PLN. W rezultacie notowania zawróciły z poziomu 4,2970 by w piątek obniżyć się do 4,2730. Przeszkodą w aprecjacji złotego nie był krótszy tydzień pracy dla inwestorów krajowych, a tym samym nieco mniejsza płynność rynku. Na międzynarodowym rynku walutowym przełom kwietnia i maja był początkowo okresem wzrostu wartości euro - wspieranego wskazaniami technicznymi - który pod koniec ubiegłego tygodnia przekształcił się - za sprawą chociażby retoryki majowego posiedzenia Fed i danych z rynku pracy USA - w trend nieco silniejszego dolara. W rytm zmian eurodolara poruszały się także notowania kursu EUR/CHF, który początkowo zwyżkował do poziomu 1,1445 by w ostatnich dwóch dniach zawrócić do 1,1370.

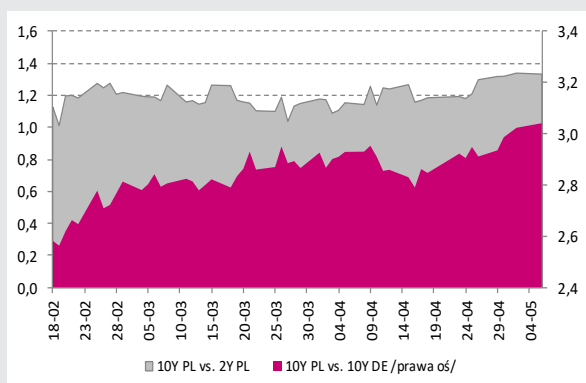
### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN ↑	Na gruncie analizy technicznej notowania EUR/PLN poruszają się niezmiennie od marca w ramach kanału spadkowego. W ramach bieżącego krótkoterminowego ruchu kurs kierować się powinny w stronę bariery 4,2650. W naszej ocenie na przeszkodzie może jednak stanąć pogorszenie sentymentu zewnętrznego związane z negatywnymi dla apetytu na ryzyko informacjami ze Stanów Zjednoczonych w sprawie umowy handlowej z Chinami. Kalendarium publikacji danych makro będzie w tym tygodniu ubogie i nie dostarczy zmienności. Spodziewamy się zatem, iż w przypadku utrzymującej się groźby wprowadzenia przez USA nowych karnych cel na chińskie produkty kurs EUR/PLN przesunąć się będzie w stronę poziomu 4,30.
USD/PLN ↑	Spodziewana lekka przecena złotego, w połączeniu z szacowanym pogorszeniem sentymentu zewnętrznego, który tradycyjnie premiuje tzw. bezpieczne waluty sprzyjać będzie zwyżce notowań USD/PLN w tym tygodniu. Niewykluczone, iż istotnym z punktu widzenia rynkowych notowań momentem tego tygodnia będzie środa, gdy do Waszyngtonu ma polecieć chińska delegacja, by kontynuować rozmowy handlowe.
EUR/USD ↓	Na gruncie analizy technicznej kurs EUR/USD porusza się dokładnie w połowie obowiązującego kanału spadkowego. W naszej ocenie presję na spadek eurodolara - w kolejnych dniach - powinna zwiększać groźba nałożenia dodatkowych karnych cel na chińskie produkty importowane do USA. Dziś nieoczekiwany zwrot w narracji dotyczącej amerykańsko-chińskich rozmów handlowych jest neutralizowany lepszą od oczekiwań wymową europejskich danych (PMI i Sentix). W kolejnych dniach kalendarium danych jest jednak puste i o sentymencie decydować mogą informacje natury geopolitycznej.

## Rentowność obligacji krajowych [%]



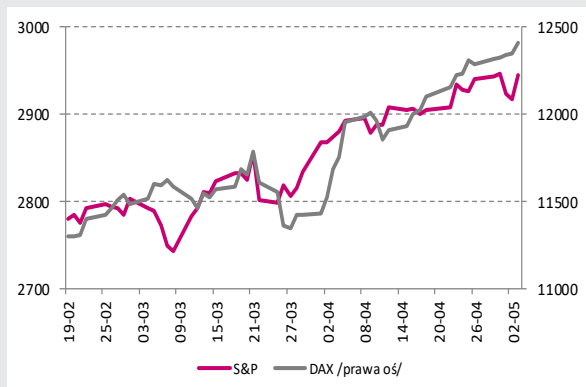
## Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



## Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



## Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

## Rynek obligacji

Na krajowym rynku długu doszło w minionym tygodniu do wyraźnego wzrostu rentowności wzdłuż całej krzywej, w szczególności w segmencie 5- i 10-letnim. Źródłem wzrostu dochodowości było silniejsze od oczekiwań przyspieszenie inflacji CPI oraz informacja o braku zysku Narodowego Banku Polskiego w 2018 roku, a co za tym idzie braku wpłaty do budżetu centralnego z tego tytułu. Spadek cen Skarbowych Papierów Wartościowych częściowo neutralizował przedstawiony przez Ministerstwo Finansów plan podaży obligacji na maj, który zakłada brak przetargów sprzedaży i dwa przetargi zamiany (9 i 23 maja). Na bazowych rynkach długu ostatnie dni minęły pod znakiem podwyższonej zmienności. Za najważniejsze wydarzenie omawianego okresu uznać należy posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Zgodnie z oczekiwaniami zmianie nie uległy parametry polityki pieniężnej, jednak nieznacznie zaostreniu uległa retoryka wypowiedzi prezesa Fed, co wywołało wzrost dochodowości amerykańskiej 10-latki. Finalnie jednak został on zneutralizowany pogorszeniem nastrojów na giełdzie USA, które sprzyjało angażowaniu w bezpieczne aktywa. W rezultacie - mimo osiągniętej zmienności - dochodowość 10-latki USA wzrosła o zaledwie 2 bps do 2,52%.

### Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↓	W naszej ocenie ubiegłotygodniowa zwyżka dochodowości krajowego długu motywowana czynnikami krajowymi czasowo wyczerpała potencjał wzrostu rentowności. Potwierdzają to także wskazania analizy technicznej. Potencjalny wzrost cen nie powinien być jednak głęboki, gdyż hamować go będą informacje z otoczenia w tym prawdopodobne pogorszenie sentymentu w przypadku eskalacji wojen handlowych na świecie.
10Y DE (%)	↔	Dochodowość Bunda konsekwentnie od kilku tygodni oscyluje wokół poziomu 0,0% i w naszej opinii ten tydzień nie powinien przynieść istotnych korekt w krótkoterminowych trendach. Sprzyjać temu będzie ubogie kalendarium danych makroekonomicznych. Za spadkiem rentowności przemawiać będzie możliwa eskalacja wojen handlowych na świecie. W kierunku wyższej dochodowości natomiast rozważane przez brytyjską premier drugie referendum w sprawie brexitu.
10Y US (%)	↓	Podobnie jak wycena niemieckiego długu tak i amerykańskiej 10-latki od połowy marca porusza się w trendzie bocznym. Sytuacji nie zmienia zarówno nieco jastrzębia retoryka wypowiedzi prezesa Fed, jak i dobre dane z rynku pracy USA. Niewykluczone jednak - w przypadku potwierdzenia - iż źródłem spadku dochodowości może być zaostrenie wojny handlowej pomiędzy USA i Chinami. Prezydent D.Trumpa stwierdził, iż w piątek może nałożyć kolejne karne cła na chińskie produkty ze względu na przeciągające się negocjacje handlowe pomiędzy tymi państwami.

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 06 maja</b>					
09:55 PMI w usługach	Niemcy	Kwiecień	55.6		
10:00 PMI w usługach	EZ	Kwiecień	52.5		
10:30 Indeks Sentix	EZ	Maj	-0.3		
<b>Wtorek 07 maja</b>					
08:00 Zamówienia fabryczne WDA r/r	Niemcy	Marzec	-8.4%		
<b>Środa 08 maja</b>					
08:00 Produkcja przemysłowa WDA r/r	Niemcy	Marzec	-0.4%		
<b>Czwartek 09 maja</b>					
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Kwiecień	2.2%	2.3%	
14:30 Bilans handlowy	USA	Marzec	-49.4b	-52.0b	
<b>Piątek 10 maja</b>					
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Kwiecień	1.9%	2.0%	
<b>Poniedziałek 13 maja</b>					

Brak istotnych publikacji

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

## Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
PKB	4,8	5,1	4,1	5,2	5,1	5,1	4,9	4,0	4,0	4,1	4,4
Stopa bezrobocia	6,6	5,8	5,4	6,6	5,9	5,7	5,8	5,9	5,3	5,2	5,4
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,6	1,7	1,5	1,8	2,0	1,4	1,2	1,7	1,8	1,9
Ropa naftowa Brent **	54,2	71,7	67,0	66,9	74,0	79,0	72,2	63,3	64,0	67,0	70,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 1M (%)	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,65	1,66
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,90	1,70	1,70	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
WIBOR 6M (%)	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,79	1,79	1,79	1,78	1,79	1,79
Obligacja 2-letnia (%)	1,71	1,33	1,65	1,50	1,63	1,58	1,33	1,67	1,65	1,65	1,65
Obligacja 10-letnia (%)	3,30	2,82	3,00	3,17	3,21	3,24	2,82	2,83	2,90	3,00	3,10
EUR/PLN	4,17	4,30	4,29	4,21	4,36	4,27	4,30	4,30	4,29	4,29	4,31
USD/PLN	3,48	3,76	3,70	3,41	3,74	3,68	3,76	3,84	3,82	3,80	3,75
GBP/PLN	4,70	4,79	4,90	4,80	4,93	4,81	4,79	5,00	4,80	4,85	4,90
EUR/USD	1,13	1,14	1,16	1,23	1,17	1,16	1,14	1,12	1,12	1,13	1,15
EURIBOR 3M	-0,33	-0,31	-0,25	-0,33	-0,32	-0,35	-0,31	-0,35	-0,35	-0,33	-0,30
LIBOR 3M USD	1,69	2,81	3,28	2,31	2,34	2,40	2,81	2,60	2,60	2,60	2,65

\* 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 dążył 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.