



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

22 maja 2025

Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś poznamy wstępne dane PMI za maj z gospodarek europejskich. Według konsensusu PMI dla przemysłu w strefie euro (godz. 10:00) wzrosnąć ma do 49,4 pkt z 49,0 pkt, a indeks dla usług do 50,4 pkt z 50,1 pkt. Zrealizowanie się poprawy indeksów nie stanowiłoby zaskoczenia, zważywszy, że ankiety PMI były zebrane już po deeskalacji wojny handlowej. Co więcej, formalnie powołano rząd Niemiec. Niemniej, dane PMI zapewne pokażą stagnację lub tylko niewielkie ożywienie w strefie euro w 2Q. Interesujący będzie także komponent cen. Gdyby niska aktywność gospodarcza w 2Q i brak znaczącego wzrostu presji kosztowej wynikającej z cel zrealizowały się, to rynek utrzymałby oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych przez EBC w czerwcu.
- **PL:** O godz. 10:00 GUS opublikuje dane o produkcji budowlano-montażowej w kwietniu. Spodziewamy się dynamiki -0,4% r/r wobec -1,1% r/r miesiąc wcześniej. Sektor budowlany nie może rozwinąć skrzydeł w środowisku wysokich stóp proc. i dopiero początkowej fazy projektów infrastrukturalnych współfinansowanych przez środki UE.
- **US:** O godz. 15:15 poznamy natomiast wstępne dane PMI za maj dla Stanów Zjednoczonych. Oczekuje się indeksu przemysłowego na poziomie 50,0 pkt wobec 50,2 pkt miesiąc wcześniej a usługowego na 50,7 pkt wobec 50,8 pkt. Realizacja tej prognozy oznaczałaby stabilne, aczkolwiek wolne ożywienie gospodarki w warunkach utrzymujących się wysokich cel. w szczególności interesująco zapowiada się komponent cen wskaźnika dla sektora wytwórczego w kontekście potencjalnie proinflacyjnego wpływu zmian w stawkach podatku importowego.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** W kwietniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 1,2% r/r wobec wzrostu o 2,4% r/r w marcu, bardziej od oczekiwań. Początek drugiego kwartału br. rozpoczyna się dla przemysłu nieco lepiej, choć utrzymuje się ryzyko dla wzrostu w kolejnych miesiącach ze względu na możliwy niekorzystny wpływ wojen handlowych na kondycję globalnej gospodarki. Opublikowane dane wspierają naszą prognozę nieznacznego przyspieszenia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Podtrzymujemy naszą prognozę dynamiki PKB w całym 2025 r. na poziomie 3,4%.
- **PL:** Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w kwietniu o -0,8% r/r po spadku o -0,9% r/r miesiąc wcześniej. Krajowy rynek pracy nie jest już tak rozgrzany jak w szczycie z lat 2021-2022. Biorąc jednak pod uwagę stabilne bezrobocie, spadki r/r zatrudnienia w firmach nie budzą obaw o popyt na pracę w gospodarce. Spodziewamy się, że niewielkie spadki r/r zatrudnienia będą się utrzymywać w najbliższej przyszłości, aczkolwiek stopa bezrobocia powinna pozostać niska.
- **PL:** Wzrost przeciętnego wynagrodzenia przyspieszył w kwietniu do 9,3% r/r z 7,7% r/r miesiąc wcześniej, silniej od oczekiwań. Przyspieszenie napędzane było zwłaszcza przez sektor Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo (38% r/r) i energetykę (19,0% r/r). Niemniej, wyższa roczna dynamika widoczna była też m.in. w przemyśle i handlu. Co więcej, w niektórych branżach usługowych wzrost r/r wynagrodzeń cały czas pozostaje dwucyfrowy. Pomimo wzrostu w kwietniu, dynamika płac w kolejnych kwartałach powinna stopniowo się obniżać. Stabilne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw przy nadal szybkim wzroście płac, wpisują się w scenariusz utrzymania przez Radę Polityki Pieniężnej stóp procentowych NBP w czerwcu, po obniżce w maju. Tym bardziej, że maj zapewne nie przyniesie niższej inflacji CPI.

Rynki na dziś

Po mocnych spadkach na amerykańskiej sesji giełdowej, do czego przyczyniły się wzrosty rentowności amerykańskich obligacji dziś nastroje na otwarciu europejskiej sesji mogą być słabsze. Rynki obawiają się o sytuację fiskalną w USA. Wsparciem dla apetytu na ryzyko mogą być publikacje danych o PMI ze strefy euro, dla których oczekiwana jest poprawa. To może sprzyjać złotemu. Mocniejszy złoty pomógłby nieco obniżyć stopy rynkowe, choć zasadniczo rynek wciąż uważamy, że rynek wycenia za dużo cięć stóp. Dziś na przetargu Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży obligacje o łącznej wartości 6-10 mld zł serii OK0128, DS1029, WZ0330, PS0730, DS1033 i DS1034.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2403	-0.1%
USD/PLN	3.7403	-0.7%
CHF/PLN	4.5332	0.0%
EUR/USD	1.1337	0.6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.44	8
WIBOR 3M	5.23	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.61	-1
5Y	5.03	1
10Y	5.49	0

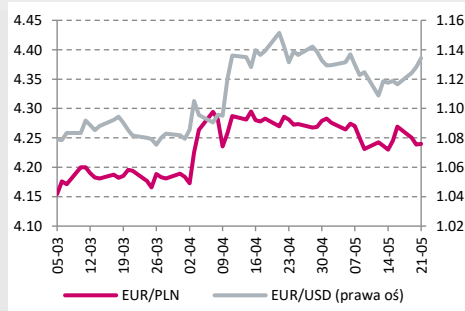
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.29	2
5Y	4.25	-2
10Y	4.61	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.64	3
US 10Y	4.53	4

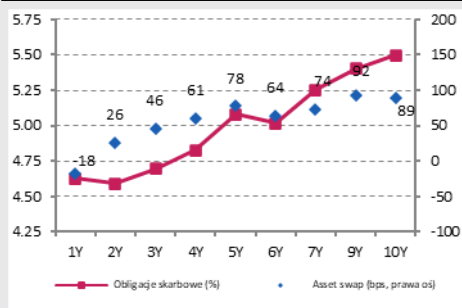
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	101569.0	-1.0
DAX	24122.4	0.4
S&P 500	5844.6	-1.6

Źródło: LSEG Datastream
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

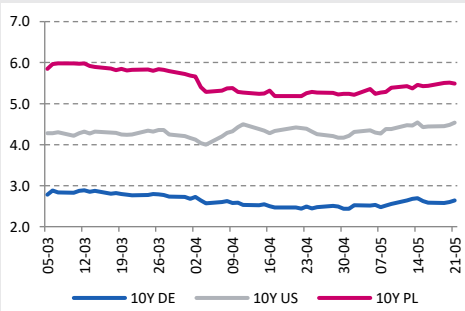
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



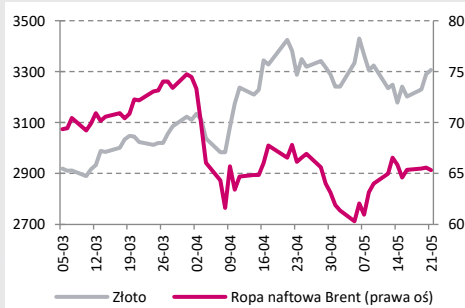
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Złoty pozostawał stosunkowo stabilny w trakcie śródowej sesji. Kurs EURPLN przejściowo rósł do 4,25, ale na koniec dnia powrócił w okolice otwarcia do ok. 4,24. W przypadku walut regionu mieliśmy do czynienia ze stabilizacją forinta i przejściowym umocnieniem czeskiej korony. Na krajowym rynku stopy procentowej stawki FRA i IRS rosły o kilka punktów bazowych, do czego mogły przyczynić się nieco lepsze dane z krajowego rynku pracy i produkcji przemysłowej. Jednocześnie w kierunku wyższych rentowności działało zachowanie rynków bazowych, czy wypowiedzi P. Litwiniuka. Członek RPP zasignalizował, że jeżeli pojawią się silne argumenty, to obniżka stóp procentowych w lipcu nie jest wykluczona, ale liczba ryzyk dla inflacji uprawdopodobnia kolejne cięcie dopiero jesienią. Rynek wycenia kolejną obniżkę już na kolejnym posiedzeniu i łącznie ok. 120 pb do końca roku. My wciąż spodziewamy się trzech redukcji stóp w tym roku i łącznie 75 pb.

Rynki zagraniczne

Na rynkach akcji przeważały spadki indeksów. Po osłabieniu dolara z wtorku na środę przez większość wczorajszej sesji kurs EURUSD pozostawał stosunkowo stabilny w pobliżu 1,132-1,135. Wycenie euro sprzyjał wzrost rentowności niemieckich obligacji o kilku punktów bazowych, przy stabilizacji w przypadku rentowności amerykańskich. Uczestnicy rynku śledzą losy nowej ustawy budżetowej USA, która może jeszcze bardziej nadwyżyć i tak już wysoki deficyt kraju. Po wzroście cen ropy na otwarciu w obawie o wpływ sytuacji na Bliskim Wschodzie stabilizowały się one w trakcie dnia w pobliżu otwarcia na poziomach ok. 69\$ za baryłkę, choć pod koniec dnia notowano już stopniowy spadek.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 16 maja						
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	3.6%	3.4%	3.4%	3.5%
Poniedziałek 19 maja						
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Kwiecień	7.7%	6.1%	5.5%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Kwiecień	5.9%	5.1%	5.5%	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Kwiecień	2.2%	2.2%	2.2%	
Wtorek 20 maja						
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Maj	3.10%	3.00%	3.00%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.	EZ	Maj	-16.7	-15.2	-16.0	
Środa 21 maja						
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Kwiecień	-0.9%	-0.8%	-0.9%	-0.8%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Kwiecień	7.7%	9.3%	8.1%	8.2%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Kwiecień	2.5%	1.2%	-0.4%	-0.5%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Kwiecień	-1.1%	-1.4%	-1.4%	-2.3%
Czwartek 22 maja						
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Maj	48.4		49.0	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Maj	49.0		49.5	
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Maj	86.9		87.7	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Maj	49.0		49.4	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Maj	50.1		50.4	
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Kwiecień	-1.1%		-0.9%	-0.4%
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Kwiecień				
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	17 maja	229 tys.		232 tys.	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Maj	50.2		50.0	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Maj	50.8		50.7	
Piątek 23 maja						
08:00 PKB r/r fin.	Niemcy	Q1	-0.4%		-0.4%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Kwiecień	10.3%		10.0%	9.8%
Poniedziałek 26 maja						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	-0.3%		3.4%	4.6%

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