



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

27 maja 2025

Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś o godz. 11:00 Komisja Europejska opublikuje wskaźniki koniunktury za maj. Według konsensusu wskaźnik nastrojów w gospodarce wzrosnąć ma do 94,0 pkt z 93,6 pkt miesiąc wcześniej. Realizacja tych oczekiwań oznaczałaby, że koniunktura w Eurogrupie tylko nieznacznie się poprawia i nadal jest słaba.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast wyliczenie wskaźnika nastrojów konsumenckich wg Conference Board w maju, który ma odbić do 86,5 pkt z 86,0 pkt miesiąc wcześniej.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Sprzedaż detaliczna licząc w cenach stałych wzrosła w kwietniu o 7,6% r/r, po spadku o -0,3% r/r miesiąc wcześniej, najszybciej od prawie 3 lat. Lepsze dane niż przed miesiącem były spodziewane ze względu na układ świąt wielkanocnych, niemniej skala odbicia przewyższyła oczekiwania. Dane dopełniają obrazu kwietnia z gospodarki realnej i wspierają oczekiwanie na stopniowe przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. optymizm widoczny w danych z handlu wspiera oczekiwanie na stabilizację stóp procentowych na posiedzeniu RPP w przyszłym tygodniu.
- **PL:** Liczba osób pracujących według BAEL w 1Q 2025 wyniosła 17,06 mln i była o 0,8% r/r niższa niż przed rokiem. Liczba osób bezrobotnych wzrosła natomiast do 600 tys., tj. 7,3% r/r. Przyczyniło się to do wzrostu stopy bezrobocia BAEL do 3,4% wobec 3,1% przed rokiem. Dane z rynku pracy są tzw. opóźnionymi wskaźnikami koniunktury, a dane z 1Q wskazują, że słabszy wzrost gospodarki z lat 2023-2024 przełożył się na niewielkie zmniejszenie zapotrzebowania na pracę. Co więcej, potwierdza się, że dotyczyło to osób o relatywnie mniejszym doświadczeniu i kwalifikacjach. O ile stopa bezrobocia BAEL okazała się wyższa od oczekiwań, o tyle jest ona nadal niska i zbliżona do szacunków NBP co do stopy bezrobocia równowagi (3,2% w 1Q 2025). Nie nasilają się zatem obawy o stan rynku pracy, który stopniowo normalizuje się. Mniejszy popyt na pracę przekłada się na wolniejszy wzrost płac i na niższą inflację zbiegającą stopniowo do celu NBP. W powyższą ocenę wpisują się dane o stopie bezrobocia rejestrowanego w kwietniu, która wyniosła 5,2% i była tylko o 0,2 pkt proc. wyższa niż przed rokiem. Przyspieszenie wzrostu gospodarki, obok poprawiających się wyników firm, powinno przeciwdziałać istotnym wzrostom bezrobocia.
- **PL:** Przychody firm zatrudniających co najmniej 50 pracowników wyniosły w 1Q 2025 1,25 bln PLN i były takie same jak przed rokiem (0,0% r/r). Koszty uzyskania przychodów natomiast nieco spadły, co pozwoliło na poprawę wyniku finansowego brutto, który rosnąć o 13,9% r/r zakończył okres spadków. Pomogło to poprawie współczynnika rentowności obrotu brutto w 1Q 2025, choć nadal kształtuje się on poniżej średniej wieloletniej. W 1Q 2025 w kosztach firm widać wzrost udziału płac do 17%, tj. najwyższego poziomu od co najmniej 2019 r. Jest to spójne z niewielkim spadkiem popytu na pracę i wolniejszym wzrostem wynagrodzeń w 1Q. Pomimo poprawy wyników nakłady na inwestycje nadal pozostają słabe. Licząc w cenach stałych kontynuowały w 1Q 2025 spadki r/r (o -3,6% r/r). Dane wpisują się w obraz krajowej gospodarki operującej wolniej niż średnia wieloletnia. Aktywność ekonomiczna powinna jednak stopniowo przyspieszać wspierana m.in. lepszymi inwestycjami firm.

Rynki na dziś

Sytuacja techniczna dla kursu EURPLN sugeruje, że wkrótce możemy zobaczyć korektę w kierunku 4,27-4,30, czemu sprzyjać może niepewność związana z II turą wyborów prezydenckich. Wynik wyborów będzie istotny dla średniookresowych perspektyw złotego, ponieważ może zweryfikować oczekiwania inwestorów co do rozstrzygnięć wyborów parlamentarnych w 2027 r. W kierunku wyższych rentowności może oddziaływać wczorajsza mocna sprzedaż detaliczna. Dziś interesującym wydarzeniem dla regionalnego rynku stopy procentowej będzie decyzja węgierskiego banku centralnego z prawdopodobną stabilizacją stóp procentowych, w obliczu ryzyka w górę dla inflacji mimo słabszych perspektyw dla wzrostu. Jeśli chodzi o EURUSD to dzisiejsze dane ze strefy euro wskazujące na poprawę nastrojów w mogą być równoważone przez wyższy indeks zaufania konsumentów Conference Board, ale w perspektywie kolejnych sesji widzimy szanse na słabszego dolara.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2426	-0.3%
USD/PLN	3.7270	-0.7%
CHF/PLN	4.5440	-0.5%
EUR/USD	1.1383	0.4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.35	2
WIBOR 3M	5.22	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.62	3
5Y	5.09	6
10Y	5.55	2

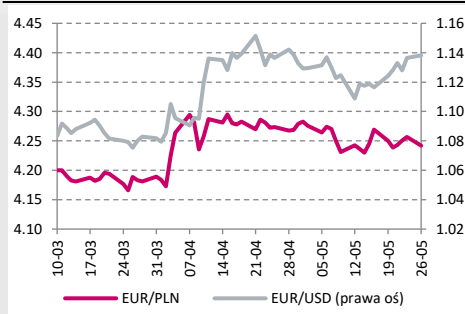
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.30	3
5Y	4.26	-1
10Y	4.62	3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.56	-2
US 10Y	4.51	-1

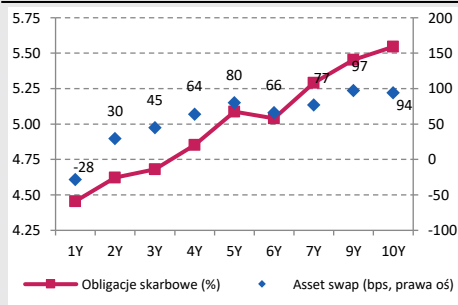
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	102261.4	2.3
DAX	24027.7	1.7
S&P 500	5802.8	-0.7

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

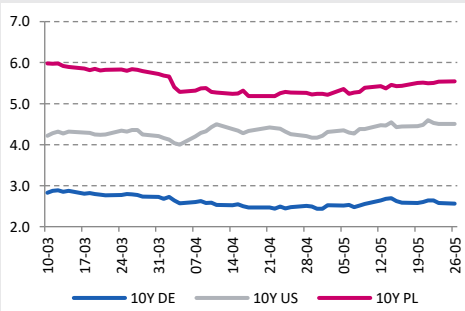
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



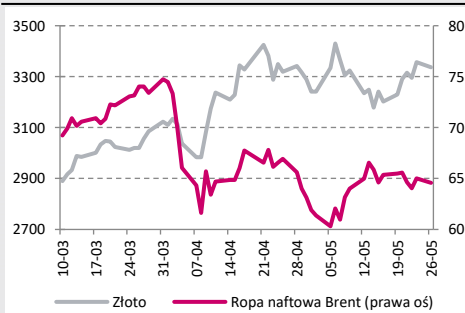
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Poniedziałkowa sesja była stosunkowo spokojna wobec braku inwestorów z USA. Złoty nieznacznie zyskiwał. Kurs EURPLN lekko obniżył się do 4,24 z 4,25. Na rynku stopy procentowej zmienności była ograniczona. Stawki rynkowe FRA, IRS, a także rentowności obligacji niemal się nie zmieniły wobec poprzedniej sesji pozostając w pobliżu istotnych wsparć. Ministerstwo Finansów poinformowało, że zaoferuje do sprzedaży 28 maja obligacje o łącznej wartości 6-9 mld zł serii OK0128, WS0429, WZ0330, PS0730, IZ0831, DS1033, DS1034 wobec pierwotnego planu na poziomie 5-10 mld zł. Ministerstwo Finansów poinformowało też, że obniżyło oprocentowanie w czerwcowej ofercie obligacji detalicznych dla papierów dłuższych niż 3 miesiące - o 50 pb. dla obligacji 1- i 2-letnich oraz o 10 pb. dla papierów 3-letnich i dłuższych. Zakładaliśmy ryzyko w dół dla rocznego planu emisji obligacji detalicznych, ale biorąc pod uwagę ostatnie wyniki sprzedaży w kwietniu blisko 7,3 mld zł być może uda się jednak go zrealizować.

Rynki zagraniczne

Nastroje na rynkach akcji poprawiły zapowiedzi D. Trumpa o odsunięciu w czasie wejścia w życie dodatkowych ceł na import z UE z czerwca do lipca. Ceny ropy pozostały stabilne blisko 66\$ za baryłkę. Euro notowało marginalny przyrost wobec dolara do 1,138 przy zamkniętych rynkach w USA. Na bazowych rynkach długu rentowności nieznacznie spadały o ok. 2-5 pb. Rentowności 10-letnich Bundów jest bliska 2,5%, a amerykańskich Treasuries nieco poniżej 4,5%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 23 maja						
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Kwiecień	10.3%	10.4%	10.0%	9.8%
Poniedziałek 26 maja						
Dzień wolny od pracy	USA					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	-0.3%	7.6%	3.4%	4.6%
10:00 Stopa bezrobocia rejestrowanego	Polska	Kwiecień	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
Wtorek 27 maja						
11:00 Indeks nastrojów w gospodarce	EZ	Maj	93.6		94.0	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Maj	6.50%		6.50%	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst.	USA	Kwiecień	9.2%		-8.2%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Maj	86.0		86.5	
Środa 28 maja						
09:55 Stopa bezrobocia s.a.	Niemcy	Maj	6.3%		6.3%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Maj				
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Maj				
Czwartek 29 maja						
14:30 PKB annualizowany kw/kw rew.	USA	Q1	-0.3%		-0.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	24 maja	227 tys.		230 tys.	
Piątek 30 maja						
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Maj	4.3%			4.3%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Maj	2.1%		2.1%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Kwiecień	0.5%		0.3%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Kwiecień	0.7%		0.2%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Kwiecień	2.3%		2.2%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Kwiecień	2.6%		2.5%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Maj	50.8		50.8	
Niedziela 01 czerwca						
II tura wyborów prezydenckich Polska						
Poniedziałek 02 czerwca						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Maj	50.2			
10:00 PKB r/r fin.	Polska	Q1	3.4%		3.2%	

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