

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

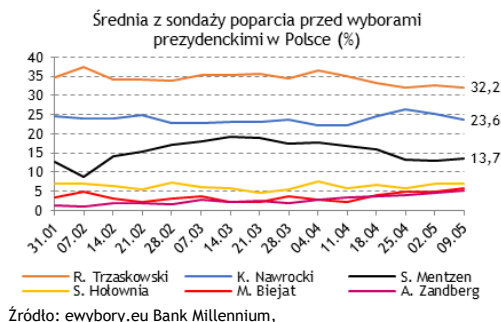
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Rozpoczynamy tydzień przed wyborami prezydenckimi. Nie wydaje nam się, aby najbliższe dni, w tym zaplanowana na poniedziałek wieczór debata, mogły wywrócić wyniki sondaży. Reakcja rynków na początku przyszłego tygodnia po publikacji wstępnych wyników pierwszej tury wyborów nie powinna być silna, choć kluczowe dla inwestorów będą różnice poparcia dla dwóch głównych kandydatów przed II turą.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W najbliższy weekend odbędą się wybory prezydenckie w Polsce

W niedzielę odbędzie się pierwsza tura wyborów prezydenckich w Polsce. Aby wytonić zwycięzcę prawdopodobnie będzie potrzebna druga tura, która odbędzie się 1 czerwca. W sondażach niezmiennie prowadzi kandydat Koalicji Obywatelskiej R.Trzaskowski, z poparciem utrzymującym się w okolicach 32% (średnia z sondaży platformy ewybory.eu). Poparcie jego głównego kontrkandydata, K.Nawrockiego (powiązanego z Prawem i Sprawiedliwością), w ostatnich tygodniach spadło do poziomu ok. 24%. Trzeci kandydat, Sławomir Mentzen z Konfederacji, w zasadzie stracił szansę na przejście do drugiej tury. Reakcja rynków na wyniki pierwszej tury wyborów nie powinna być silna, choć kluczowe dla inwestorów będą różnice poparcia dla dwóch głównych kandydatów. Małe różnice pomiędzy uczestnikami drugiej tury mogą osłabić wiarę części uczestników rynku finansowego na wygraną R. Trzaskowskiego, co byłoby źródłem wzrostu zmienności notowań. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że wygraną R. Trzaskowskiego w drugiej turze. Aktualne sondaże dają mu ok. 53,5% poparcia.

GUS poda wstępny szacunek dynamiki PKB w 1Q br.

W czwartek GUS opublikuje wstępne dane o dynamice PKB w Polsce w 1Q br. Według naszych szacunków wzrost gospodarczy wyhamował w pierwszych trzech miesiącach tego roku do 3,2% r/r z 3,4% r/r pod koniec minionego roku. Aktywność gospodarcza jest nieco słabsza od pierwotnych oczekiwań, na co wpływ ma wciąż podwyższona skłonność do oszczędzania, obniżona aktywność inwestycyjna firm oraz niski wzrost w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski. W tym tygodniu nie poznamy szczegółowej struktury danych, niemniej w naszej ocenie głównym motorem gospodarki pozostaje konsumpcja prywatna. W kolejnych kwartałach wzrost PKB nieco przyspieszy, w głównej mierze dzięki spodziewanemu odrodzeniu inwestycji w środki trwałe.

Szczegóły inflacji zgodne ze stabilizacją stóp proc. NBP w czerwcu.

W tym tygodniu poznamy finalne wyliczenie inflacji CPI w kwietniu, która według wstępnego szacunku spadła do 4,2% r/r wobec 4,9% r/r miesiąc. Najciekawsze informacje będą dotyczyć inflacji cen usług, która pozostaje uporczywa. Narodowy Bank Polski opublikuje też dane o inflacji bazowej. Szacujemy, że inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do ok. 3,5% r/r, osiągając górne ograniczenie dopuszczalnych odchyłań inflacji od celu.

W tym tygodniu pierwsze dane inflacyjne z USA po wprowadzeniu „ceł odwetowych”

Ten tydzień rozpoczynamy informacjami, które wskazują na przetom w rozmowach handlowych między USA a Chinami. Przed doniesieniami o złagodzeniu wzajemnej polityki celnej inwestorzy widzieli trzy obniżki stóp proc. Fed o 25 pkt baz. do końca tego roku, potem natomiast wycofali (choć nie w pełni) jedną obniżkę. Czekamy zatem na dalszy rozwój negocjacji, choć biorąc pod uwagę złożoność umów celnych ten tydzień zapewne już nie dostarczy nowych przetomowych informacji w tym temacie. W tym tygodniu w kalendarium danych z USA znajdziemy m.in. inflację CPI w kwietniu. Ma ona duże znaczenie w kontekście posiedzenia w ub. tygodniu Rezerwy Federalnej, która utrzymała stopy procentowe wskazując wzrost ryzyk m.in. dla inflacji wynikających z wojen handlowych zaognionych. Dane o CPI będą weryfikować, czy ryzyka te zmaterializowały się w kwietniu. Poznamy też raport Uniwersytetu Michigan, który pokaże jak kształtują się nastroje amerykańskich konsumentów i ich oczekiwania inflacyjne. Nie wydaje nam się, aby odczyty te specjalnie nasilały oczekiwania na obniżkę stóp procentowych Fed na posiedzeniu w czerwcu, tym bardziej, że deeskalacja wojny handlowej zmniejsza ryzyka na wzrostu gospodarki amerykańskiej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2342	-1.0%
USD/PLN	3.7749	0.0%
CHF/PLN	4.5246	-1.1%
EUR/USD	1.1218	-1.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.48	-11
WIBOR 3M	5.19	-17

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.54	21
5Y	4.85	23
10Y	5.36	12

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.25	24
5Y	4.15	22
10Y	4.46	18

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.60	8
US 10Y	4.42	11

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	104516.8	4.1
DAX	23664.0	1.4
S&P 500	5659.9	-0.5

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

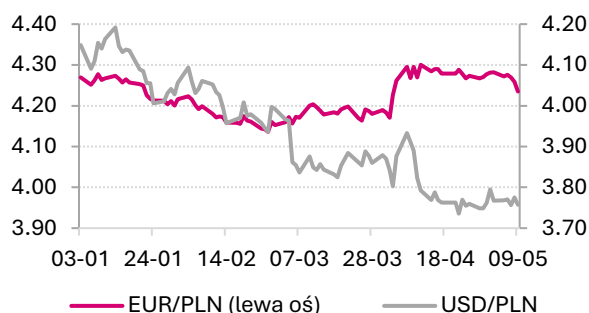
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Złoty umocnił się w poprzednim tygodniu w związku z tzw. „jastrzębią obniżką stóp procentowych” oraz na fali oczekiwań na deeskalację „wojny celnej” pomiędzy USA i Chinami. NBP obniżył stopy procentowe o 50 pb, ale wypowiedzi prezesa NBP były mało gołębkie, co doprowadziło do sporego wzrostu stawek FRA, który sprzyjał złotemu. Finalnie kurs EURPLN obniżył się z okolic 4,28 w kierunku 4,23. W tym tygodniu rynek będzie pod wpływem porozumienia USA-Chiny, a lokalnie pod wpływem oczekiwań na wynik I tury wyborów prezydenckich. Deeskalacja wojny handlowej oraz zgodna z oczekiwaniami wygrana w wyborach kandydata koalicji rządzącej dająca nadzieję na harmonijne działanie rządu z prezydentem i wprowadzenie w życie odpowiednich rekomendacji unijnych może sprzyjać umocnieniu złotemu. W takim scenariuszu kurs EURPLN mógłby obniżyć się w kierunku 4,20. Ewentualne zaskoczenie i dużo słabszy wynik lidera sondaży mógłby przyczynić się do osłabienia złotego.
USD/PLN		Zakładane przez nas umocnienie dolara, przy umocnieniu złotego do euro sugerują stabilizację kursu USDPLN w pobliżu obecnych poziomów ok. 3,82, ale z asymetrycznym ryzykiem w górę. Kurs USDPLN mógłby osłabić się w kierunku 3,85.
EUR/USD		Ostatnie dwa tygodnie to czas stopniowego odrabiania strat przez dolara po znacznym osłabieniu od początku marca wraz ze stopniową deeskalacją napięć w globalnym handlu zainicjowanych przez USA. Czasowe obniżenie cel przez USA i Chiny we wzajemnym handlu ogłoszone w poniedziałek rano przyniosły wzmocnienie tego ruchu, a kurs EURUSD spadł poniżej 1,11. Ten ruch może być kontynuowany w najbliższych dniach. To właśnie negocjacje handlowe pomiędzy USA i Chinami, a nie dane o amerykańskiej inflacji są głównym wydarzeniem tygodnia i mogą nadać kierunek zmianom na rynkach międzynarodowych w kolejnych dniach. Zakładamy dalszy stopniowy spadek kursu EURUSD, a możliwym wsparciem są okolice 1,095. Stopniowo obniża się nietypowa dodatnia korelacja kursu EURUSD z dysparytetem rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich, co jest też oznaką uspokojenia globalnych nastrojów.

Rynek obligacji

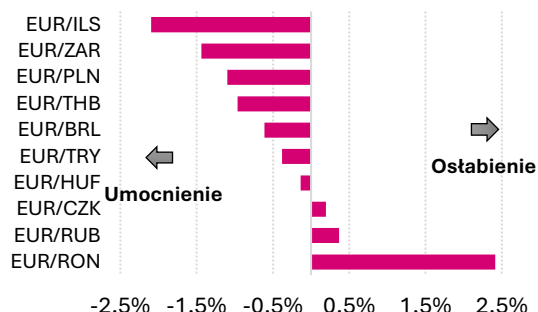
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Obniżka stóp proc. NBP o 50 pb, ale z mało gołębim przekazem wskazującym, że nie był to bynajmniej początek cyklu a jedynie dostosowanie doprowadziła do odszacowania przez rynek liczby wycenianych cięć kosztu pieniądza w tym roku. Stawki FRA rosły o 20-30 pb, a rentowności obligacji o 6-32 pb z wypłaszczeniem krzywej. Przy niewielkiej zmianie 10-letnich stawek swap doszło do zawężenia spreadów kredytowych asset swap. W tym tygodniu widzimy przestrzeń do kontynuacji wzrostu stóp rynkowych. Rynek wycenia obecnie ok. 150 pb obniżek stóp do końca roku. My zakładamy jedynie 75 pb, a niektórzy członkowie RPP wspominają o 50 pb, w tym część z nich widzi potencjał do redukcji stóp dopiero na jesieni. Wyższym rentownościom w kraju mogą pomóc wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Większy wzrost stawek IRS niż rentowności mógłby sprzyjać zawężeniu spreadów kredytowych. Wyrażna wygrana kandydata koalicji rządzącej w wyborach mogłaby poprawiać perspektywę lepszych relacji z UE i sprzyjać napływowi bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Z drugiej strony istnieć będzie tylko niewielka przestrzeń do konsolidacji fiskalnej przed kolejnymi wyborami parlamentarnymi w 2027 r.
10Y DE (%)		Korelacja polskich 10-latek z rynkiem niemieckim nieco spadła w ostatnich tygodniach ale wciąż jest mocno dodatnia. Wzrost w ub. tygodniu rentowności niemieckich był nieco mniejszy niż na rynku krajowym, o ok. 11-14 pb. Dochodowość długu Niemiec rosła w związku z tym, że w II połowie kwietnia dotknęły wielomiesięcznej linii wsparcia, a sprzyjała temu deeskalacja napięć związanych z wojną celną, lepsze usługowe PMI czy lepsze dane z przemysłu. Porozumienie USA-Chiny będzie zapewne działało w kierunku wydłużenia tej tendencji. Niemiej rynek wycenia obecnie 2 obniżki stóp przez EBC w perspektywie roku, a przestrzeń do korekty rentowności w górę też jest ograniczona.
10Y US (%)		W ubiegłym tygodniu na amerykańskim rynku długu także doszło do wzrostu stóp rynkowych podobnie jak na rynku niemieckim o ok. 11-18 pb. Poza czynnikami które działały na krzywą niemiecką doszły lepsze dane z rynku pracy w USA (liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych). Początek tego tygodnia przyniósł kontynuację tendencji wzrostowej w reakcji na porozumienie USA-Chiny i zmniejszeniu oczekiwań co do łącznej skali obniżek stóp proc. przed Fed. Możliwa jest kontynuacja tej tendencji. Rynek wycenia obecnie ok. 3-4 obniżki w ciągu dwunastu miesięcy USA, w tym pierwszą dopiero we wrześniu.

Wykresy rynkowe

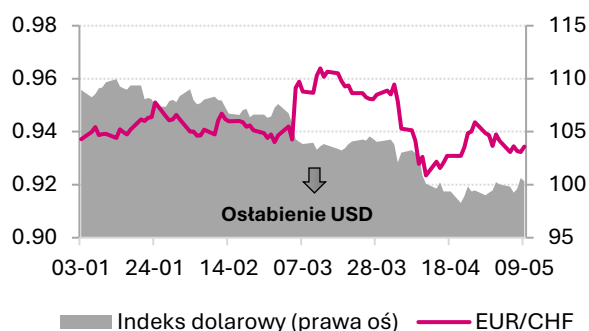
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



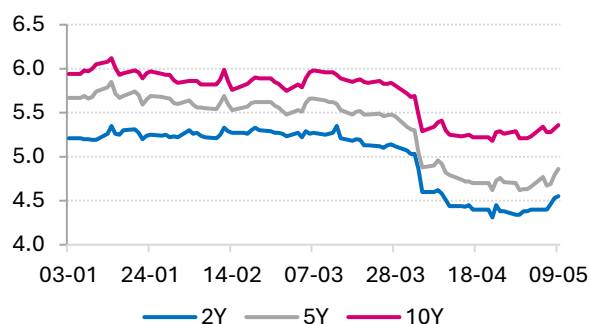
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



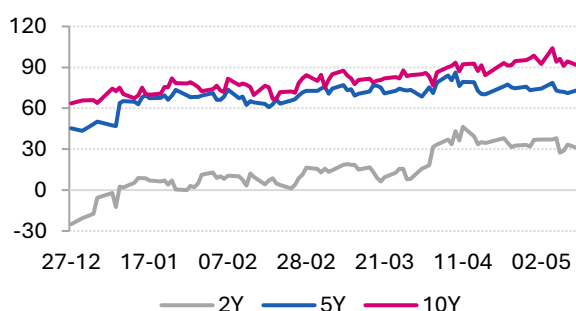
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



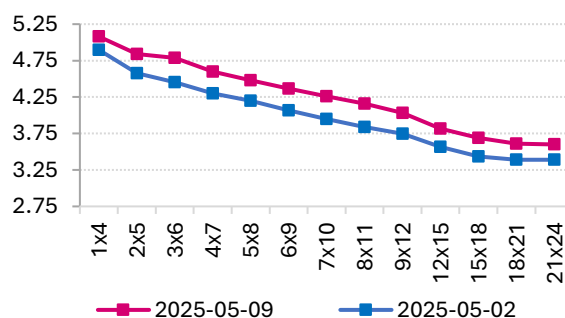
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



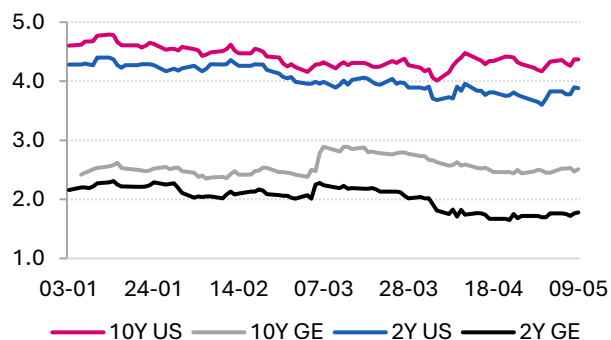
Krajowe stawki asset swap [%]



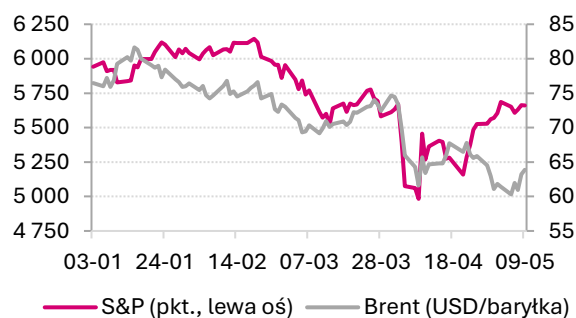
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 12 maja					
Brak ważnych publikacji					
Wtorek 13 maja					
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Kwiecień	4.9%		
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Maj	-14.0	6.9	
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Kwiecień	2.4%	2.4%	
Środa 14 maja					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Kwiecień	2.1%	2.1%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Maj			
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Marzec	-220 mln	123 mln	1140 mln
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%	6.50%	
Czwartek 15 maja					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Kwiecień	4.2%	4.2%	
10:00 PKB r/r wst.	Polska	Q1	3.2%	3.1%	3.2%
10:00 Produkcja usług r/r	Polska	Luty	7.7%		
11:00 PKB r/r s.a. rew.	EZ	Q1	1.2%	1.2%	
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Marzec	1.1%	1.5%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	10 maja	228 tys.	230 tys.	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Kwiecień	2.7%		
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Kwiecień	1.4%	0.1%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Kwiecień	-0.3%	0.1%	
Piątek 16 maja					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Kwiecień	3.6%	3.4%	3.5%
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Maj	52.2	53.0	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Maj	6.5%		
Poniedziałek 19 maja					
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Kwiecień	2.2%		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.4	2.1	3.2	2.7	3.2	3.2	3.4	3.8	3.8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	5.0	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.6	4.3	2.8	2.5	4.5	4.8	4.9	4.5	3.8	3.9
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	67.2	81.5	84.8	78.7	73.9	74.8	65.5	64.4	63.9
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.82	4.58	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.32	5.09	4.58
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.45	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.31	5.07	4.45
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.46	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	5.21	5.01	4.46
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.30	4.30	4.31	4.28	4.27	4.18	4.30	4.30	4.30
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	3.84	3.99	4.03	3.82	4.10	3.86	3.87	3.84	3.84
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.12	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.11	1.11	1.12
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.53	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	1.97	1.68	1.53
SOFR 3M	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.84	5.35	5.35	5.31	4.69	4.35	4.03	3.84	3.84

* 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.