

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



O ile do II tury wyborów prezydenckich awansowali, zgodnie z oczekiwaniami, R. Trzaskowski i K. Nawrocki, o tyle zaskoczyła niewielka różnica pomiędzy kandydatami. W rezultacie ostateczny wynik wyborów prezydenckich nie jest przesądzony. Jednak szanse na wybraną kandydata KO, co było dotychczas scenariuszem bazowym dla rynków, zmniejszyły się.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Po zaskakującej pierwszej turze wyborów prezydenckich wyniki drugiej są niepewne

Do drugiej tury wyborów prezydenckich awansowali R. Trzaskowski z poparciem 31,36% oraz K. Nawrocki z 29,54%. Różnica jest bardzo niewielka i nie przesądza o ostatecznym wyniku wyborów po drugiej turze, która odbędzie się 1 czerwca br. Przed weekendem faworytem w wyścigu do fotelu Prezydenta RP był kandydat Koalicji Obywatelskiej R. Trzaskowski, co było scenariuszem bazowym dla inwestorów. Wyniki pierwszej tury nie dają gwarancji zrealizowania się tego scenariusza. Co więcej, relatywnie wysokie wyniki S. Mentzena i G. Brauna potencjalnie tworzą więcej pola manewru dla K. Nawrockiego. Zaznaczyć jednak należy, że przepłyty głosów od wyborców, których kandydaci odpadli z wyścigu nie są oczywiste i trudno je szacować. Tym bardziej, że kandydaci Ci w trakcie kampanii opowiadali się przeciwko dominacji dwóch partii PO i PiS. Uprawnienia prezydenta w obszarze gospodarki są ograniczone, jednak korzystając z prawa weta ma możliwość oddziaływania na politykę gospodarczą, a także inne kwestie istotne dla inwestorów, w tym praworządność, sądownictwo, czy relacje z UE. Układ, w którym prezydent i rząd są z innych obozów politycznych potencjalnie mógłby wpływać na ocenę instytucjonalną kraju, i przez to podwyższać premię za ryzyko. Nie uważamy jednak, aby to miało silny wpływ, ponieważ ważny z punktu widzenia gospodarki napływ środków z UE powinien być kontynuowany. Nie uważamy też, aby następowały radykalne zmiany w polityce fiskalnej, ze względu na ograniczenia wynikające z procedury nadmiernego deficytu UE. Niemniej, wyniki I tury pokazują, że rządząca koalicja traci poparcie społeczne, co może powodować pojawienie wewnątrz koalicji. W skrajnym scenariuszu mogłyby to doprowadzić do przedterminowych wyborów parlamentarnych, jednak w naszej ocenie jest on mało prawdopodobny niezależnie od wyniku II tury.

Wzrost płac w kwietniu zatrzyma kolejną obniżkę stóp NBP?

W tym tygodniu poznamy szereg danych z krajowej gospodarki w kwietniu. W środę o godz. 10:00 Główny Urząd Statystyczny przedstawi dane z rynku pracy. Spodziewamy się, że przeciętne zatrudnienie obniżyło się o 0,9% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej. Ciekawsze dane będą, naszym zdaniem, dotyczyć przeciętnego wynagrodzenia. Według naszej prognozy wzrost płac przyspieszył w kwietniu do 8,2% r/r z 7,7% r/r w marcu. Sądzymy, że wobec wyższej dynamiki Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe NBP na posiedzeniu zaplanowanym na 3-4 czerwca br. W tym tygodniu poznamy też dane z przemysłu i budownictwa w kwietniu, czyli w sektorach najmocniej dotkniętych spowolnieniem. Dane za kwiecień zapewne będą sygnalizować, że w 2Q 2024 branża utrzymuje wzrost PKB poniżej średniej wieloletniej wynoszącej ok. 1,0% kw/kw (sa).

Europejskie dane PMI pod wpływem wydarzeń geopolitycznych?

W tym tygodniu opublikowane zostaną wstępne dane PMI za maj z gospodarek europejskich. Według konsensusu prognoz indeks PMI dla przemysłu w strefie euro wzrosnąć ma do 49,4 pkt z 49,0 pkt w kwietniu, 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 na linii USA-Chiny. 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 Europejski Bank Centralny na posiedzeniu w czerwcu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2821	1.1%
USD/PLN	3.8215	1.2%
CHF/PLN	4.5636	0.9%
EUR/USD	1.1210	-0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.40	-8
WIBOR 3M	5.25	6

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.63	9
5Y	5.02	17
10Y	5.44	8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.31	6
5Y	4.27	12
10Y	4.62	16

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.59	-1
US 10Y	4.52	9

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	102037.8	-1.4
DAX	23712.2	0.6
S&P 500	5958.4	5.3

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

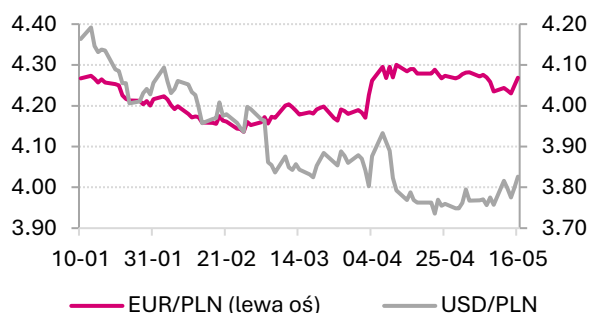
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Po stabilizacji w pierwszej części ub. tygodnia złoty osłabił się wobec euro do ok. 4,265 w trakcie piątkowej sesji. Wynik I tury wyborów prezydenckich wpłynął na wzrost zmienności notowań na początku nowego tygodnia, jednak zakres zmian nie był duży. W tym tygodniu publikowany będzie szereg danych z krajowej gospodarki, jednak wyznacznikiem notowań na krajowym rynku walutowym pozostaną zapewne krajowe czynniki polityczne. Po zwwyżce kursu EUR/USD, jaka została zanotowana w ostatnich dwóch dniach, nie widzimy przestrzeni do dalszego wyraźnego osłabienia złotego, szczególnie jeśli nie będą płynęły negatywne informacje z otoczenia zewnętrznego. Wskazania analizy technicznej sugerują możliwość ruchu kursu EUR/PLN w kierunku 4,3050. Niepewność co do wyniku drugiej tury wyborów prezydenckich może być jednak źródłem podwyższonej zmienności. Szczególnie, że do minionego weekendu dla inwestorów bazowym scenariuszem była wygrana kandydata Koalicji Obywatelskiej. Stąd inwestorzy mogą reagować na wyniki kolejnych sondaży prezydenckich na II turę wyborów. Biorąc pod uwagę rozkład poparcia dla poszczególnych kandydatów, różnice pomiędzy R. Trzaskowskim i K. Nawrockim w II turze będą zapewne niewielkie, a ostateczny wynik będzie ważyl się do dnia wyborów. Wynik wyborów prezydenckich będzie istotny dla średniookresowych perspektyw złotego, ponieważ może zweryfikować oczekiwania inwestorów co do rozstrzygnięcia wyborów parlamentarnych w 2027 r.
USD/PLN		Zakładane przez nas osłabienie euro do dolara przy spodziewanej stabilizacji złotego względem euro sugerują nieznaczną zniżkę kursu USD/PLN, który może oscylować nieco poniżej poziomu 3,80.
EUR/USD		Kurs EUR/USD pozostawał stabilny przez większość minionego tygodnia w pobliżu 1,12. Stabilizacja w obliczu stopniowej deeskalacji odzwierciedlała niezbyt przychylne nastawienie inwestorów do dolara, co potwierdza też negatywne spójczonowanie w dolarze w danych CFTC. Poprawa w danych PMI ze strefy euro widoczna w reakcji na deeskalację w amerykańskich cłach, a także obniżka ratingu przez agencję Moody's mogą sprzyjać utrzymaniu mocnego euro względem amerykańskiej waluty. Źródłem zmienności w notowaniach eurodolara mogą być doniesienia w zakresie polityki celnej w USA, niemniej po rozpoczęciu rozmów pomiędzy USA i Chinami, w tym tygodniu mogą nie pojawić się nowe przetomowe informacje w tym temacie.

Rynek obligacji

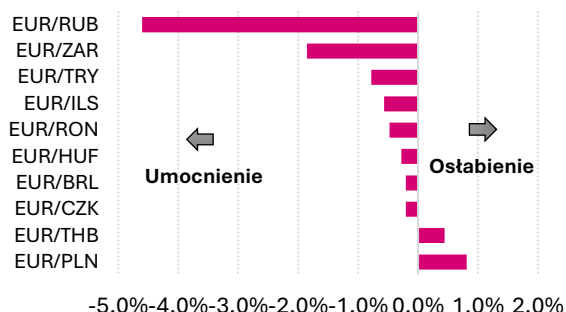
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		Miniony tydzień stał pod znakiem kontynuacji wzrostu stóp rynkowych. Stawki FRA wzrosły o nawet 15 pb dla dłuższych tenorów, kontrakty IRS o 8-20 pb, natomiast rentowności obligacji zwiększyły się o 2-10 pb. W rezultacie zawężyły się nieznacznie spready kredytowe asset swap. Wzrostom krajowych stóp sprzyjały wcześniejsze mało gołębnie wypowiedzi prezesa NBP oraz członków RPP, którzy zwracali uwagę, że potencjał do obniżek stóp w tym roku jest zbliżony do 100 pb, a kolejna obniżka mogłaby nastąpić nawet na jesieni. Do tego doszedł niewielki przyrost rentowności na rynkach bazowych przy wzroście cen ropy naftowej. Sądzymy, że ruch wzrostowy rentowności mógł osiągnąć już lokalne apogeum. Po zbliżeniu do 5,50% rentowność 10-latki rozpoczęła już ruch spadkowy. Czynniki makroekonomiczne, w tym dane z krajowej gospodarki, powinny wspierać dalszą zniżkę rentowności. Niemniej wyniki pierwszej tury wyborów prezydenckich i spadek szans na wygraną kandydata KO może przejściowo negatywnie wpłynąć na wycenę długu. Szczególnie, że wzrosły rentowności na rynkach bazowych, a spready kredytowe asset swap mogą się lekko rozszerzać przed aukcją obligacji wobec dodatknej emisji netto oczekiwanej tym miesiącem.
10Y DE (%)		Tak jak zakładaliśmy przed tygodniem przestrzeń do korekty rentowności w górę była ograniczona, a rentowności niemieckich obligacji wzrosły o kilka punktów bazowych w trakcie tygodnia, a pod jego koniec rozpoczęły ruch spadkowy. Publikowane w ostatnich dniach dane pokazały mniejszy niż się oczekuje wzrost indeksu ZEW, stabilizację niemieckiej inflacji, słabszy od oczekiwań odczyt produkcji przemysłowej dla strefy euro. Sądzymy, że ruch spadkowy rentowności niemieckich może być kontynuowany, ale ograniczać go będzie lekkie odrağowanie indeksów PMI i indeksu Ifo. Rynek wycenia obecnie 2 obniżki stóp przez EBC w perspektywie roku..
10Y US (%)		W ubiegłym tygodniu na amerykańskim rynku długu także doszło do wzrostu stóp rynkowych podobnie jak na rynku niemieckim o ok. 3-5 pb. Ten tydzień poza indeksami PMI jest dosyć ubogi w publikacje danych, więc ze strony czynników makro nie będzie impulsu do istotnych zmian w wycenie długu, a także oczekiwań rynku co do decyzji Fed. Obecnie rynek wycenia cięcie stopy Fed o 75-100 pb w perspektywie 12 miesięcy. Na wycenie amerykańskiego długu ciążyć będzie jednak decyzja agencji Moody's, która w ub. piątek obniżyła ocenę kredytową o jeden stopień z AAA do AA1.

Wykresy rynkowe

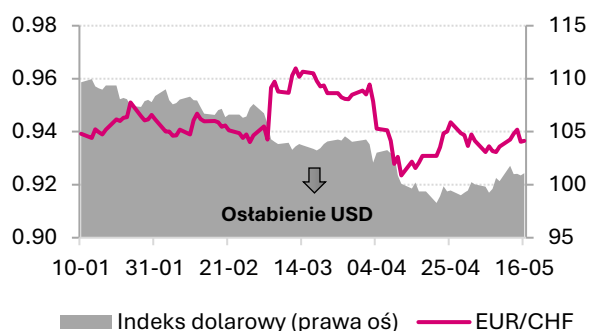
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



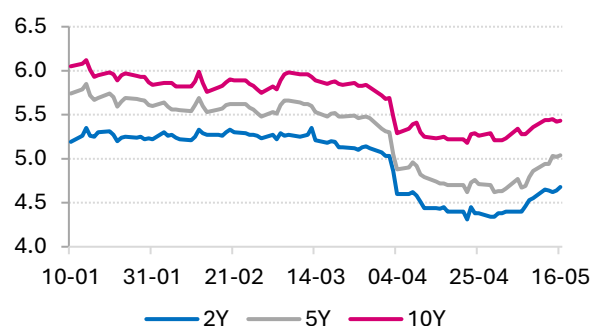
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



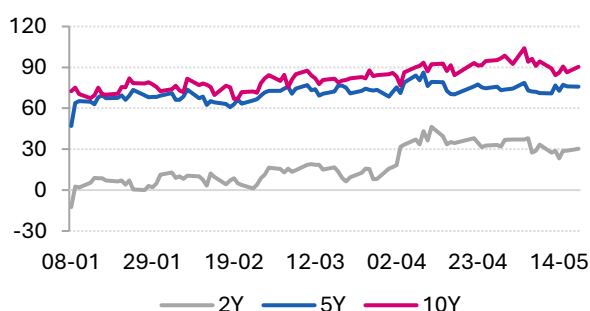
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



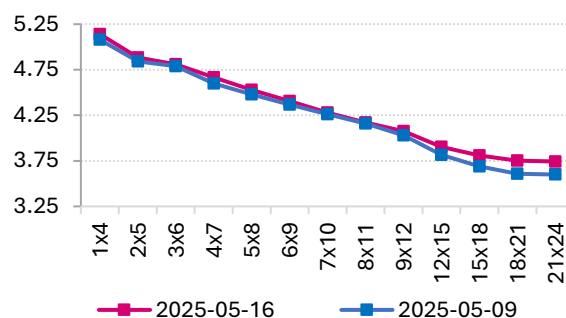
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



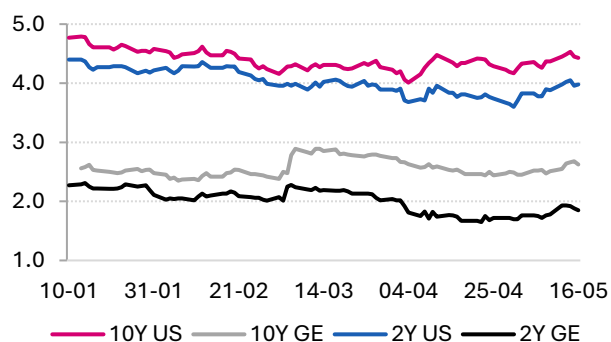
Krajowe stawki asset swap [%]



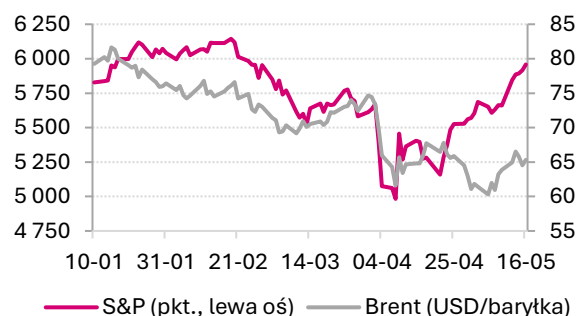
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 19 maja					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Kwiecień	7.7%	5.5%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Kwiecień	5.9%	5.5%	
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Kwiecień	2.2%	2.2%	
Wtorek 20 maja					
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna Chiny		Maj	3.10%		
16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.	EZ	Maj	-16.7	-16.0	
Środa 21 maja					
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Kwiecień	-0.9%	-0.9%	-0.8%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Kwiecień	7.7%	8.2%	8.1%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Kwiecień	2.5%	-0.4%	-0.5%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Kwiecień	-1.1%	-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%

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	4.2	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	60.8
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	4.59	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.29	5.06	4.59
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.54	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.17	4.86	4.54
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.36	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	4.98	4.64	4.36
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.28	4.30	4.31	4.28	4.27	4.18	4.25	4.25	4.28
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	3.75	3.99	4.03	3.82	4.10	3.86	3.80	3.76	3.75
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.14	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.12	1.13	1.14
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.56	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	2.05	1.81	1.56
SOFR 3M	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.82	5.35	5.35	5.31	4.69	4.35	4.32	4.26	3.82

* 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.