

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

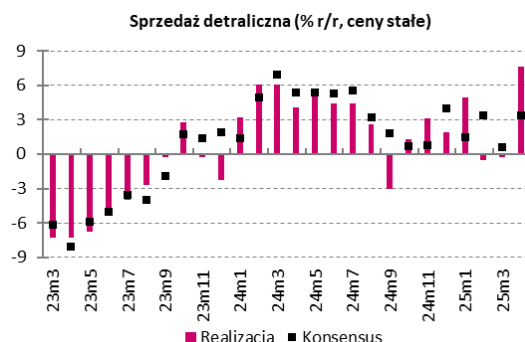
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Bloomberg

Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu o 7,6% r/r po spadku o -0,3% r/r miesiąc wcześniej, znacznie przewyższając oczekiwania. Kwiecień przyniósł zatem odreagowanie po 1Q 2025, gdy handel detaliczny okazał się rozczarowaniem. Perspektywy lepszego popytu oraz - jak szacujemy - stabilizacja inflacji CPI w maju na 4,3% r/r wspierają oczekiwania braku zmian stóp proc. NBP w czerwcu. Dane wspierają scenariusz stopniowego przyspieszenia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach tego roku.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W kolejny poniedziałek poznamy zwycięzcę wyborów prezydenckich w Polsce

W niedzielę odbędzie się II tura wyborów prezydenckich w Polsce, w której R. Trzaskowski (kandydat Koalicji Obywatelskiej) zmierzy się z K. Nawrockim (kandydatem powiązanym z PiS). Dobry wynik w I turze kandydatów skrajnie prawicowych, których elektorat stanowi naturalną rezerwę dla kandydata PiS, sugeruje, że wyniki obu kandydatów w II turze mogą być bardzo zbliżone. Najnowsze sondaże oraz analizy przepływu wyborców (np. portalu ewybory.eu) także na to wskazują, choć różnica w poparciu poszczególnych kandydatów jest w granicach błędu statystycznego. W ostatnich dniach odbyła się debata prezydencka, rozmowa K.Narowskiego i R. Trzaskowskiego z S. Mentzenem oraz marsze poparcia dla kandydatów, choć raczej nie przesądzą o ostatecznym wyniku. W naszej opinii duże znaczenie dla wyników II tury będzie miała frekwencja (wyższa działa zapewne na korzyść R. Trzaskowskiego). Pierwsze sondaże exit poll poznamy w niedzielę o 21:00, a wyniki oficjalne prawdopodobnie podane zostaną w poniedziałek rano.

Prawdopodobna stabilizacja inflacji CPI w maju

W piątek GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za maj. W naszej ocenie wskaźnik CPI ustabilizował się w maju na poziomie 4,3% r/r. W mijającym miesiącu spadające ceny paliw na stacjach benzynowych sprzyjały dezinflacji, jednak nieco przyspieszyła, według naszych szacunków inflacja cen żywności. Inflacja bazowa prawdopodobnie ustabilizowała się na poziomie z kwietnia, czyli 3,4% r/r. Stabilizacja inflacji w maju, w połączeniu z wyższym od oczekiwań odczytem dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw oraz pozytywnymi niespodziankami z gospodarki realnej, przede wszystkim silny wzrost sprzedaży detalicznej w kwietniu, wspierają oczekiwania na stabilizację stóp procentowych na czerwcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, które odbędzie się w przyszłym tygodniu.

Dane i informacja z USA zapewne utwierdzą scenariusz „wait-and-see” Fed

W tym tygodniu opublikowany zostanie protokół z posiedzenia Fed w dniach 6-7 maja, pierwszym po zaostrzeniu polityki celnej przed administracją D.Trumpa i silnym wzroście niepewności. Bankierzy centralni utrzymali wtedy stopy procentowe oraz komunikowali, że „ryzyko wyższego bezrobocia i wyższej inflacji wzrosło”. Protokół z dyskusji zapewne będzie utrzymany w duchu wait-and-see, może jednak rzucić więcej światła na to, jak członkowie Fed postrzegają ryzyka dla inflacji i rynku pracy wynikające z polityki gospodarczej D.Trumpa, celnej i fiskalnej. Szef Fed J.Powell na początku maja wskazywał, że właściwa jest postawa wyczekiwania na wyklarowanie się sytuacji w globalnym handlu, a „solidna” gospodarka pozwala na brak pośpiechu z kolejnymi decyzjami. Ocena ta zapewne pozostanie aktualna po serii danych makro z tego tygodnia. W szczególności w piątek poznamy raport o dochodach i wydatkach Amerykanów w kwietniu. Dane te najpewniej potwierdzą, że dochody gospodarstw domowych rosły w niezłym tempie, a więc fundament konsumpcji w USA nadal pozostaje solidny. Raport ten będzie też uwzględniał dane o inflacji PCE, która według konsensusu wynieść ma 2,2% r/r wobec 2,3% r/r w marcu, a wskaźnik bazowy 2,5% r/r wobec 2,6% r/r, a więc nadal powyżej celu inflacyjnego Fed (2,0% r/r). W takich warunkach Rezerwa Federalna na posiedzeniu 18 czerwca powinna utrzymać stopy procentowe, co jest zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Wtedy poznamy też nowe prognozy makroekonomiczne, w tym wykres dot-plot.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2525	-0.7%
USD/PLN	3.7274	-2.5%
CHF/PLN	4.5654	0.0%
EUR/USD	1.1410	1.8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.33	-7
WIBOR 3M	5.22	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.56	-7
5Y	5.06	4
10Y	5.52	8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.27	-4
5Y	4.23	-4
10Y	4.59	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.60	1
US 10Y	4.51	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	101761.6	-0.6
DAX	24019.1	0.4
S&P 500	5802.8	-2.6

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

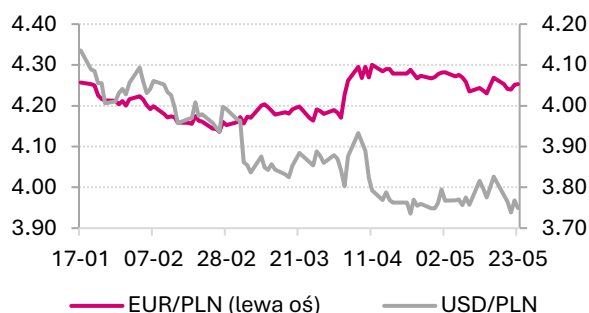
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		W ostatnim tygodniu kurs złotego pozostawał dość stabilny w przedziale 4,23-4,27. Po umocnieniu na początku tygodnia, złoty tracił w dalszej jego części do ok. 4,25. Sądzymy, że lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej i możliwy wzrost stóp FRA mogą sprzyjać umocnieniu złotego. Nastroje na rynku przynajmniej na początku tygodnia mogą poprawić zapowiedzi D. Trumpa o odsunięciu w czasie wejścia w życie dodatkowych ceł na import z UE do 9 lipca. Z drugiej strony 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 prezydenckich będzie istotny dla średniookresowych perspektyw złotego, ponieważ może zweryfikować oczekiwania inwestorów co do rozstrzygnięć wyborów parlamentarnych w 2027 r.
USD/PLN		Zakładane przez nas osłabienie złotego do euro oraz umocnienie euro do dolara sugerują nieznaczną zniżkę kursu USDPLN, który może obniżyć się w kierunku 3,72.
EUR/USD		Początek minionego tygodnia stał pod znakiem umocnienia dolara, ale później kurs EURUSD znów szedł górę. Słabsze odczyty usługowych indeksów z Europy były równoważone przez wyższe od prognoz PMI dla USA. Początek tego tygodnia może stać pod znakiem stabilizacji kursu EURUSD wobec dnia wolnego w USA. Pozytywne dla apetytu na ryzyko wypowiedzi D. Trumpa na temat odroczenia dodatkowych ceł dla Europy mogą pozytywnie wpłynąć na apetyt na ryzyko i euro, też sytuacja techniczna. Kolejnym poziom oporu dla kursu EURUSD są okolice 1,15-1,16. Publikowane w tym tygodniu dane będą miały równoważący wpływ na euro i dolara. Z jednej strony nieco lepsze dane mogą napłynąć ze strefy euro (indeks nastrojów gospodarczych za maj) i USA (indeks Conference Board). Wcześniejsza obniżka ratingu dla USA przez Moody's podobnie jak zmienność decyzji administracji amerykańskiej w zakresie istotnych polityki gospodarczej może oddziaływać na dolara negatywnie w długim terminie, podobnie jak większa skala obniżek stóp przez Fed niż ze strony EBC w kolejnych miesiącach. Doniesienia w zakresie polityki celnej w USA będą wciąż źródłem zmienności dla notowań eurodolara.

Rynek obligacji

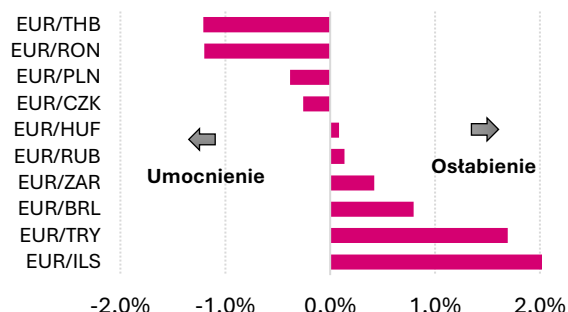
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		W ostatnich dniach stawki FRA zanotowały spadki o kilka punktów bazowych przy wzroście stawek IRS o kilka punktów bazowych, w tym w nieco większym stopniu na dłuższym końcu krzywej. Na rynku obligacji krótkoterminowe rentowności nieznacznie spadły, a długoterminowe zanotowały marginalny wzrost. Rynek FRA wciąż wycenia 5 obniżek stóp procentowych do końca roku (w tym kolejnej w czerwcu a potem we wrześniu), a naszym zdaniem to wciąż zbyt dużo. Spodziewamy się 3 cięć stóp w tym najbliższego najwcześniej w lipcu, a niektórzy członkowie RPP sygnalizują, że kolejny ruch może nastąpić dopiero na jesieni. Wobec tego stawki FRA i krótki koniec krzywej IRS powinien jeszcze wzrosnąć, a w tym tygodniu sprzyjać temu może znacznie lepszy od oczekiwań w danych o sprzedaży detalicznej. Co prawda większość stóp rynkowych jest obecnie na poziomach oporu to ich przebicie może wygenerować ruch w górę nawet do kilkunastu punktów bazowych, a najbardziej prawdopodobne jest to na krótkim końcu krzywej. Wraz ze zbliżaniem się końca tygodnia niepewność związana z wyborami prezydenckimi może podtrzymywać spready asset swap na podwyższonych poziomach szczególnie że ich wynik może mieć wpływ m.in. na politykę fiskalną. Podobnie na rynek długu może oddziaływać aukcja obligacji zaplanowana na środę z podażą 5-10 mld zł przy braku zapadalności.
10Y DE (%)		Zmiany na rynku niemieckich obligacji w ostatnim tygodniu były ograniczone do kilku punktów bazowych. W tym tygodniu w kalendarzu brakuje istotnych publikacji ze strefy euro. Rynek skupi uwagę na danych o inflacji z Niemiec i Francji, ale raczej nie powinny wygenerować istotnych sygnałów. Istotne mogą okazać się ponownie komentarze D. Trumpa w sprawie ceł. Rynek niezmiennie wycenia obecnie 2 obniżki stóp przez EBC w perspektywie roku, co jest mniej więcej zbliżone do naszych oczekiwań, więc bez istotnych niespodzianek w danych zakładamy stabilizację stóp rynkowych w najbliższych dniach.
10Y US (%)		Podobnie jak na rynku niemieckim zmiany na rynku amerykańskich obligacji na odcinku 2-10 lat w ostatnim tygodniu były ograniczone do kilku punktów bazowych. Spory wzrost notowały rentowności obligacji 30-letnich, które osiągnęły najwyższy poziom od 18 miesięcy w związku z obawami o rating kraju i sytuację fiskalną, m.in. po przyjęciu przez Kongres ustawy „big, beautiful” D. Trumpa z pakietem ulg podatkowych, która ma powiększyć dług publiczny o ok. 5 mld \$. Widzimy potencjał do lekkiego wzrostu rentowności amerykańskich w tym tygodniu czemu sprzyjać może lepszy indeks Conference Board czy mało gołębi przekaz z protokołu Fed z ostatniego posiedzenia. Obecnie rynek wycenia cięcie stopy Fed o 100 pb w perspektywie 12 miesięcy.

Wykresy rynkowe

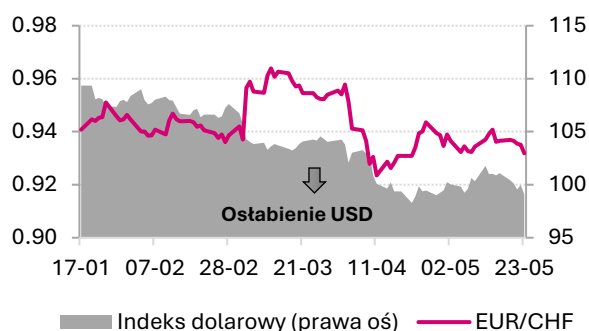
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



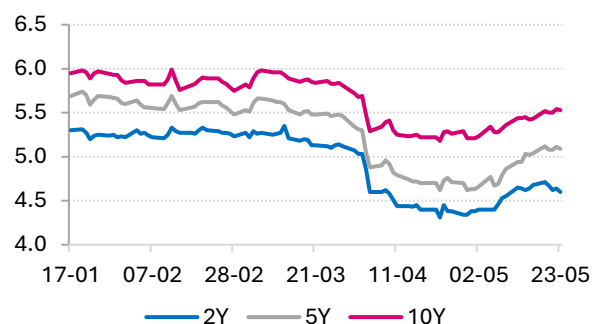
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



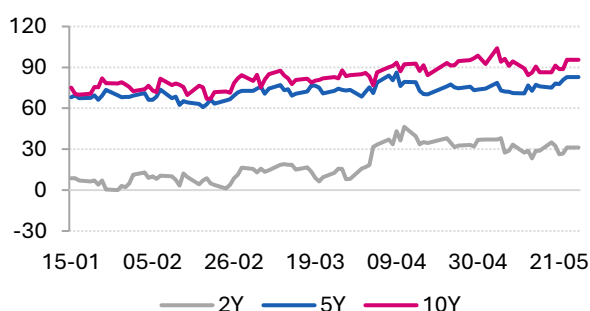
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



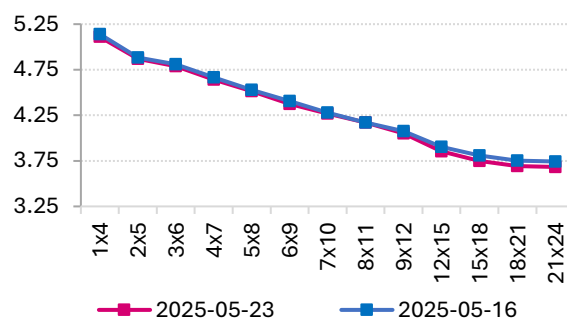
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



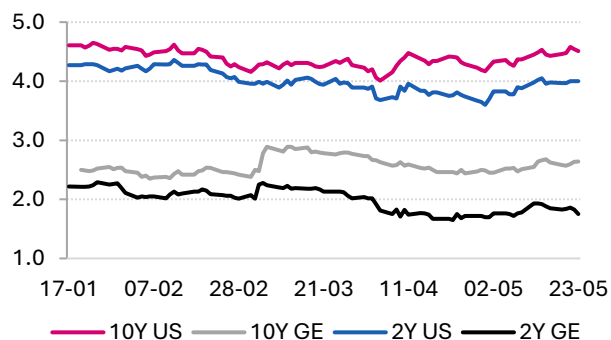
Krajowe stawki asset swap [%]



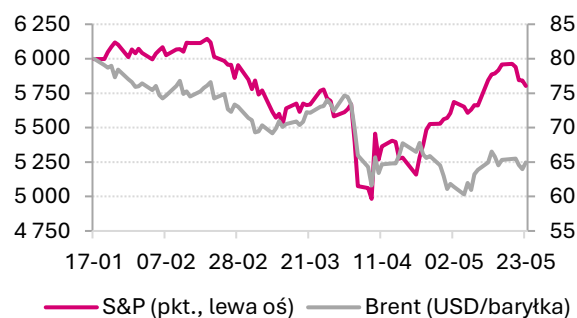
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 26 maja					
Dzień wolny od pracy	USA				
10:00 Biuletyn Statystyczny	Polska	Kwiecień			
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Kwiecień	-0.3%	3.4%	4.6%
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Kwiecień	5.3%	5.2%	5.2%
Wtorek 27 maja					
08:45 Inflacja CPI r/r wst.	Francja	Maj	0.8%	0.9%	
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%	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%	

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.