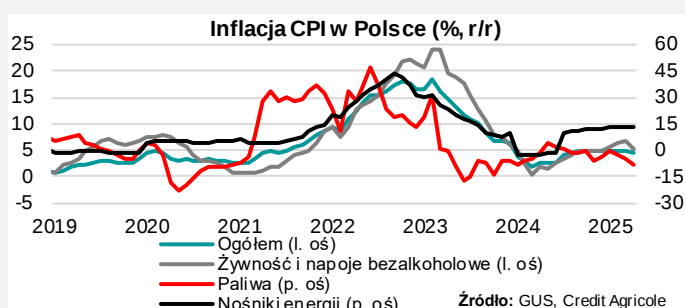


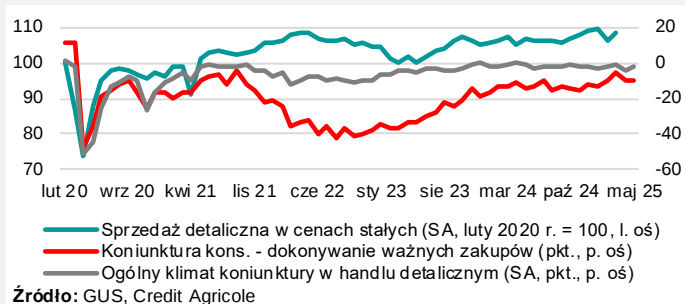
W tym tygodniu

W tym tygodniu odbędzie się druga tura wyborów prezydenckich w Polsce. Zmierzą się w niej R. Trzaskowski (KO) oraz K. Nawrocki (popierany przez PiS). Według dostępnych sondaży obaj kandydaci cieszą się zbliżonym poziomem poparcia, a wynik pozostaje trudny do przewidzenia. W naszej ocenie rynki w dużym stopniu zdyskontowały scenariusz zwycięstwa Rafała Trzaskowskiego, uznawanego za gwaranta względnej stabilności politycznej i kontynuacji współpracy z rządem Donalda Tuska. Potencjalna wygrana Karola Nawrockiego mogłaby natomiast skutkować wzrostem napięć na linii rząd-prezydent, co zwiększałoby ryzyko impasu instytucjonalnego, opóźnień w realizacji reform wymaganych przez Komisję Europejską oraz presji na poluzowanie polityki fiskalnej – co w konsekwencji mogłoby wywołać negatywną reakcję rynkową, w tym osłabienie złotego i wzrost rentowności polskich obligacji (por. poniżej).

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o majowej inflacji w Polsce. Oczekujemy, że roczna dynamika cen obniżyła się w maju do 4,2% r/r wobec 4,3% w kwietniu. Spadek inflacji wynikał ze zmniejszenia dynamiki cen paliw, podczas gdy pozostałe składowe nie uległy znaczącym zmianom. Nasza prognoza jest niższa od konsensusu rynkowego (4,3%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja danych o sprzedaży detalicznej w Polsce. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży w cenach stałych wzrosła z -0,3% r/r w marcu do 2,0% w kwietniu. Znaczący wzrost dynamiki sprzedaży w znacznej mierze wynikał z efektu przesunięcia terminu świąt Wielkiejnocy względem ub. r. Nasza prognoza realnej dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,4%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W środę opublikowane zostaną *Minutes* z majowego posiedzenia FOMC. Podczas konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu prezes Fed po raz kolejny zaznaczył, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może obecnie przyjąć strategię *wait and see*. Uważamy, że część kwestii zawartych w opisie dyskusji członków FOMC może nie być już aktualna z uwagi na częściowe złagodzenie polityki handlowej USA, jakie miało miejsce od ostatniego posiedzenia FOMC. W konsekwencji *Minutes* najprawdopodobniej nie dostarczą istotnych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA, a tym samym ich publikacja będzie neutralna dla nastrojów rynkowych.

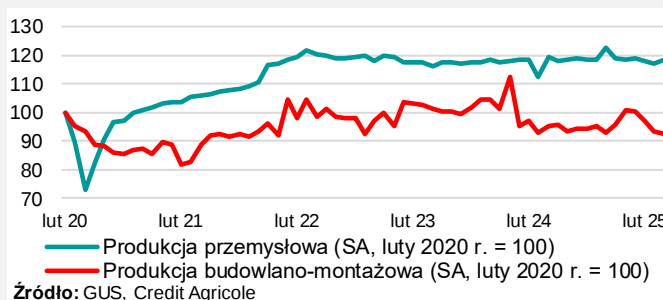
W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Prognozujemy, że inflacja bazowa PCE nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do marca i wyniosła 2,6% r/r. Na czwartek zaplanowana jest publikacja drugiego szacunku PKB w IV kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB nie zostanie zrewidowane w porównaniu do wstępnego szacunku i wyniosło -0,3%. Zgodnie z konsensem zamówienia na dobra trwałe o użytku

zmniejszyły się w kwietniu o 8,2% m/m wobec wzrostu o 9,2% w marcu (efekt niższych zamówień w firmie Boeing). W tym tygodniu poznamy również wskaźniki koniunktury konsumenckiej. Rynek oczekuje, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (50,8 pkt. w maju wobec 52,0 pkt. w kwietniu) zasygnalizuje pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Z kolei indeks zaufania konsumentów Conference Board (86,5 pkt. w kwietniu wobec 86,0 pkt. w marcu) wskaże na ich lekką poprawę. Naszym zdaniem publikacje danych z USA będą miały ograniczony wpływ na rynki finansowe.

W piątek poznamy wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że roczna dynamika cen w Niemczech zmniejszyła się w maju do 2,0% r/r wobec 2,2% w kwietniu, co wynikało przede wszystkim ze spadku inflacji bazowej. W kierunku obniżenia się inflacji bazowej oddziaływał spadek dynamiki płac negocjowanych w ostatnich miesiącach, zmniejszający presję inflacyjną w usługach. Dane z Niemiec będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w kwietniu o 1,2% r/r wobec wzrostu o 2,4% w marcu (rewizja z 2,5%), kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego (-0,1%) i naszej prognozy (-1,8%). Do zmniejszenia rocznej dynamiki produkcji w kwietniu przyczyniła się wysoka



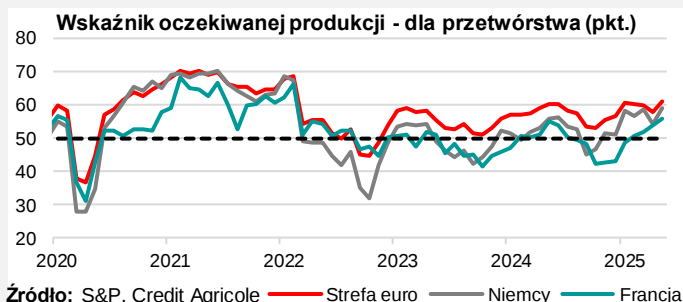
ubiegłoroczna baza. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w kwietniu o 1,0% m/m. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w dwóch z trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (1,9% r/r w kwietniu wobec 4,2% w marcu) oraz w branżach powiązanych z budownictwem (1,8% wobec 10,6%). Z kolei w pozostałych kategoriach przemysłu odnotowano lekki wzrost (0,7% wobec 0,1%). W świetle odnotowanego w kwietniu pogorszenia wyników badań koniunktury (wg GUS i PMI) w przetwórstwie przemysłowym, lepsze od oczekiwań kwietniowe dane o produkcji nie sygnalizują naszym zdaniem trwałej poprawy sytuacji w polskim przemyśle (por. MAKROpuls z 21.05.2025). Uważamy, że krótkookresowe perspektywy w branżach eksportowych pozostają niekorzystne głównie ze względu na obniżoną aktywność w przetwórstwie w strefie euro, w tym w Niemczech i zgłaszane z tego powodu niższe zapotrzebowanie na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej zmniejszyła się w kwietniu do -4,2% r/r wobec -1,1% w marcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-0,9%) oraz naszej prognozy (-2,5%). Do zmniejszenia rocznej dynamiki produkcji w kwietniu przyczyniła się wysoka ubiegłoroczna baza. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa w kwietniu br. zmniejszyła się o 0,8% m/m. Był to już czwarty z rzędu spadek produkcji. W konsekwencji, kwietniowa aktywność w budownictwie była najniższa od września 2022 r. Spadek produkcji w ujęciu miesięcznym w kwietniu, a także jej struktura, sygnalizują, że ożywienie aktywności w budownictwie i inwestycjach przebiega wolniej niż oczekiwaliśmy (por. MAKROpuls z 22.05.2022). Gorsze od oczekiwań, kwietniowe dane o produkcji budowlano-montażowej stoją w kontraście do lepszych danych o produkcji przemysłowej. Nie zmieniają one zatem naszej prognozy wzrostu gospodarczego w II kw. (2,9% r/r).

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się do -0,8% r/r w kwietniu wobec -0,9% w marcu r/r, kształtując się powyżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (-0,9%). Wzrost liczby etatów był skoncentrowany w budownictwie (+1,1 tys. osób). Uważamy,

że w kolejnych miesiącach utrzyma się obserwowana w ostatnich kwartałach tendencja do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw będąca efektem oddziaływania niekorzystnych czynników podażowych (zmniejszającego się zasobu siły roboczej ze względu na osiągnięcie wieku emerytalnego przez roczniki z wyżu demograficznego) oraz popytowych (słabego popytu zewnętrznego, niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie i związanego z tym niskiego popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw), będących główną przyczyną redukcji zatrudnienia w przetwórstwie, handlu i usługach (por. MAKROpuls z 21.05.2025). Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób zwiększyła się w kwietniu do 9,3% r/r wobec 7,7% w marcu, kształtując się znacząco powyżej konsensusu rynkowego spójnego z naszą prognozą (8,1%). Zwiększenie rocznej dynamiki płac było powiązane z oddziaływaniem efektu niskiej bazy sprzed roku. W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zwiększyło się do 4,8% r/r w kwietniu (najwyżej od grudnia 2024 r.) wobec 2,7% w marcu, a dynamika realnego funduszu płac wzrosła do 4,0% r/r wobec 1,8% w marcu i 2,3% r/r w I kw. Stanowi to lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji obniżyła się w II kw. do 2,1% r/r wobec 2,5% w I kw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA. Dane o sprzedaży nowych domów (743 tys. w kwietniu wobec 670 tys. w marcu – rewizja w dół z 724 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,10 mln wobec 4,02 mln) sygnalizowały utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Uwzględniając silny wzrost niepewności oraz napięć w światowym handlu związanych z polityką administracji D. Trumpa, dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5% wobec 0,8% w I kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zmniejszył się w maju do 49,5 pkt. wobec 50,4 pkt. w kwietniu, kształtując się istotnie poniżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.). Tym samym indeks po raz pierwszy od grudnia 2024 r. spadł poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od zmniejszenia aktywności. Obniżenie indeksu wynikało z niższej wartości jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy wartość składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia. W ujęciu geograficznym nieznaczną poprawę indeksu PMI odnotowano we Francji, podczas gdy spadek zagregowanego indeksu PMI odnotowano w Niemczech i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w maju do 48,8 pkt. wobec 48,4 pkt. w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.). Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład składowej bieżącej produkcji. Wartość składowej dla nowych zamówień nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia. W danych warto zwrócić uwagę na dalszy wzrost składowej dla nowych zamówień eksportowych, która od dwóch miesięcy znajduje się powyżej granicy 50 pkt. Sugeruje to, że silniejszy popyt zagraniczny skompensował osłabienie popytu wewnętrznego. Ankietowane firmy zwracały uwagę na silniejszy popyt zarówno z USA jak i z Europy. Wyższy popyt ze strony USA można w naszej ocenie łączyć z chęcią zrobienia zapasów w obawie przed dalszą eskalacją napięć w handlu na linii USA-UE. Wskazuje to, że niemieckie przetwórstwo jak na razie pozostaje odporne na wzrost napięć w światowym handlu. Wsparcie dla takiej oceny



stanowi wskaźnik dla oczekiwanej produkcji w przetwórstwie w horyzoncie 12 miesięcy, który po przejściowym spadku w kwietniu, powrócił do trendu wzrostowego. Ze względu na wysoką niepewność dotyczącą m.in. dalszej polityki gospodarczej administracji D. Trumpa dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie 0,1% w II kw. wobec 0,2% w I kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 1,0% r/r wobec 0,8% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z Niemiec. Zgodnie z kolejnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w Niemczech zwiększyła się w I kw. do 0,4% wobec -0,2% w IV kw., kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (0,2%). W ujęciu rocznym PKB obniżyło się o 0,2% w I kw. wobec spadku o 0,4% w IV kw. Do zwiększenia kwartalnej dynamiki PKB pomiędzy IV a I kw. przyczyniły się wyższe wkłady eksportu netto, konsumpcji prywatnej oraz inwestycji, które z nawiązką skompensowały niższe wkłady zapasów oraz wydatków rządowych. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który zwiększył się w maju do 87,5 pkt. wobec 86,9 pkt. w kwietniu, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (87,4 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych sektorach: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. W świetle napięć w światowym handlu dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2025 r. wzrośnie o 0,1% wobec spadku o 0,2% w 2024. Wsparciem dla tego ryzyka jest zasygnalizowana w ubiegłym tygodniu przez D. Trumpa gotowość do wprowadzenia 50-procentowych ceł na import z krajów UE.

Zrewidowaliśmy naszą średnioterminową prognozę kursu EURUSD. Zakładamy, że w 2025 r. dolar będzie słabszy od naszych wcześniejszych oczekiwań z uwagi na pogorszenie percepcji USA jako „bezpiecznej przystani”, co jest konsekwencją działań administracji D. Trumpa w ostatnich miesiącach. Czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia dolara będzie też ryzyko związane z pogorszeniem sytuacji fiskalnej w USA, które skutkowało obniżeniem dwa tygodnie temu przez agencję Moody’s ratingu USA do poziomu Aa1. Warto zaznaczyć, że jest to pierwsza taka obniżka, od kiedy agencja zaczęła publikować oceny ratingowe w 1949 r. Obniżenie wiarygodności kredytowej może oznaczać również ograniczenie możliwości ekspansji polityki fiskalnej skutkując tym samym przedłużonym spowolnieniem gospodarczym. W rezultacie uważamy, że kurs EURUSD wzrośnie do poziomu 1,14 na koniec 2025 r. W 2026 r. oczekujemy nieznacznego umocnienia dolara z zasięgiem 1,10 względem euro na koniec 2026 r. W kierunku aprecjacji dolara w 2026 r. będzie oddziaływać prognozowane przez nas przyspieszenie wzrostu gospodarczego w USA oraz znaczący dysparytet stóp procentowych pomiędzy Fed i EBC. Uwzględniając naszą prognozę EURPLN oczekujemy, że kurs USDPLN wyniesie 3,68 na koniec 2025 r. i 3,78 na koniec 2026 r.

Czy wynik wyborów prezydenckich w Polsce wpłynie na gospodarkę?

Pierwsza tura wyborów prezydenckich w Polsce w 2025 r. odbyła się 18 maja. Wyniki przedstawiają się następująco: Rafał Trzaskowski, reprezentujący Koalicję Obywatelską, zdobył 31,36% głosów. Karol Nawrocki, kandydat popierany przez Prawo i Sprawiedliwość, uzyskał 29,54%. Trzecie miejsce zajął Sławomir Mentzen z Konfederacji (14,82%), a na czwartym miejscu uplasował się Grzegorz Braun z Konfederacji Korony Polskiej (6,35%). Frekwencja wyborcza przekroczyła 67%, co stanowi najwyższy poziom udziału w pierwszej turze wyborów prezydenckich od 1989 r. Ponieważ żaden z kandydatów nie uzyskał ponad 50% głosów, 1 czerwca odbędzie się druga tura wyborów prezydenckich z udziałem Rafała Trzaskowskiego i Karola Nawrockiego.

Z punktu widzenia oceny potencjalnego wpływu wyników wyborów prezydenckich w Polsce na perspektywy gospodarcze, kluczowe jest określenie roli, jaką prezydent odgrywa w polskim systemie instytucjonalnym. Polska jest demokracją parlamentarną, stąd konstytucyjne uprawnienia prezydenta są ograniczone. Prezydent pełni funkcję głowy państwa i reprezentuje kraj na arenie międzynarodowej. Jest także Zwierzchnikiem Sił Zbrojnych. Prezydent podpisuje ustawy i może je zawetować – choć Sejm może odrzucić weto większością trzech piątych głosów. Może również inicjować proces legislacyjny oraz – za zgodą Senatu – zarządzać ogólnokrajowe referenda. Do jego kompetencji należy mianowanie kluczowych urzędników, w tym sędziów, ambasadorów i prezesa Rady Ministrów, przy czym wiele z tych decyzji wymaga kontrasygnaty premiera. W określonych przypadkach konstytucyjnych prezydent może rozwiązać parlament.

Istnieją trzy kluczowe obszary istotne dla średniookresowych perspektyw gospodarczych Polski, w których Rafał Trzaskowski i Karol Nawrocki znacząco się różnią. Pierwszy z nich to reforma sądownictwa, w szczególności sposób powoływania sędziów. Rafał Trzaskowski uważa, że wymiar sprawiedliwości wymaga pilnej reformy. Nie uznaje on legalności sędziów powołanych po 2017 r. za pośrednictwem upolitycznionej Krajowej Rady Sądownictwa (KRS) i zamierza podjąć działania zmierzające do weryfikacji lub unieważnienia tych nominacji w celu przywrócenia ładu konstytucyjnego. Jego celem jest odbudowa niezależnego sądownictwa bez podważania pewności prawa dla obywateli. Z kolei Karol Nawrocki nie przedstawił konkretnych propozycji reform. Opowiada się za wypracowaniem politycznego konsensusu, a w przypadku jego braku do lutego 2026 r., postuluje przeprowadzenie ogólnokrajowego referendum w sprawie kierunku dalszej reformy sądownictwa. Jest on skłonny utrzymać status quo w odniesieniu do nominacji sędziowskich dokonanych po 2017 r. Dotychczas reformy te były wstrzymywane z powodu wysokiego prawdopodobieństwa weta ze strony ustępującego prezydenta Andrzeja Dudy, popieranego przez główną partię opozycyjną – Prawo i Sprawiedliwość. Polska uzyskała jednak dostęp do funduszy unijnych pod warunkiem wprowadzenia reform wzmacniających praworządność. Stąd niewiadomą pozostaje, jak na ewentualną wygraną Karola Nawrockiego, skutkującą najprawdopodobniej impasem politycznym pomiędzy rządem Donalda Tuska a nowym prezydentem, zareaguje Komisja Europejska. Ewentualne opóźnienia w wypłacie środków unijnych miałyby negatywny wpływ na wzrost gospodarczy i kurs złotego – zwłaszcza w kontekście sytuacji gospodarczej za granicą i niskiego poziomu inwestycji prywatnych, co miałyby również negatywny wpływ na perspektywę polskiego ratingu.

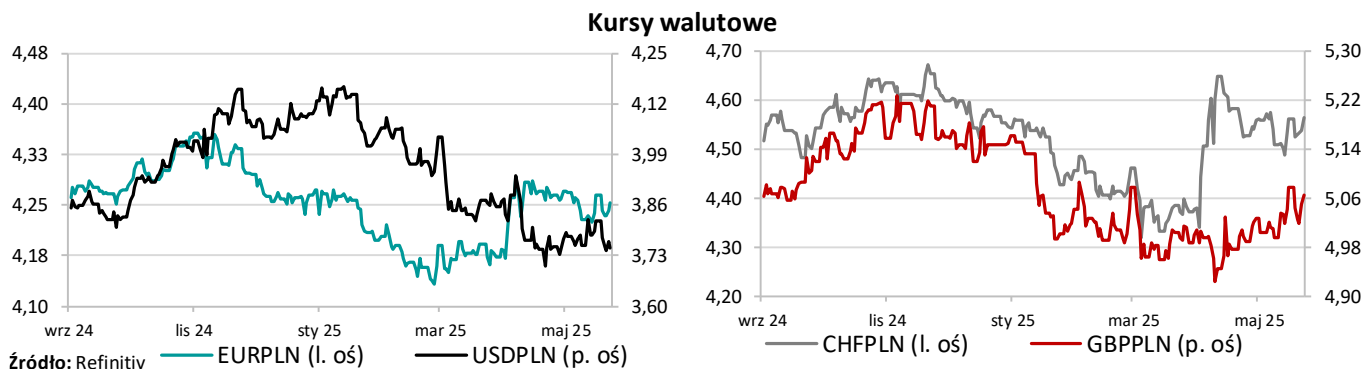
Drugim istotnym obszarem jest polityka podatkowa. Rafał Trzaskowski zapowiedział, że będzie pilnował dotrzymania obietnicy dotyczącej podniesienia kwoty wolnej od podatku, odnosząc się do zapowiadanego przez Donalda Tuska podwojenia progu dochodu wolnego od PIT, będącego elementem kampanii parlamentarnej w 2023 r. Nawrocki jest bardziej zdecydowanym zwolennikiem niższych podatków. Deklaruje obniżenie stawki VAT do 22%, wprowadzenie 0% PIT dla rodzin z co najmniej dwójką dzieci oraz zniesienie podatku od zysków kapitałowych. Postuluje również konstytucyjne zabezpieczenie przed wprowadzeniem nowych podatków majątkowych (w tym podatku katastralnego) i zobowiązuje się do sprzeciwiania się wszelkim podwyżkom podatków obciążających obywateli. W świetle tych deklaracji należy ocenić, że wynik wyborów prezydenckich raczej nie sprzyja konsolidacji fiskalnej w średnim horyzoncie. Co więcej, presja na poluzowanie polityki fiskalnej w latach 2026–2027 prawdopodobnie wzrośnie w kontekście zbliżających się wyborów parlamentarnych. Będzie ona szczególnie silna w przypadku zwycięstwa Karola Nawrockiego, co mogłoby sygnalizować spadek poparcia dla koalicji rządzącej. W konsekwencji, wybory prezydenckie zwiększają ryzyko rozluźnienia dyscypliny fiskalnej w latach 2026–2027, które w przypadku prezydentury Karola Nawrockiego byłoby najprawdopodobniej relatywnie wysokie, prowadząc do wzrostu rentowności obligacji długoterminowych.

Trzecim obszarem istotnych różnic między kandydatami są transformacja energetyczna i polityka klimatyczna. Rafał Trzaskowski opowiada się za reformą unijnego Zielonego Ładu oraz pozostaje zaangażowany w realizację celu neutralności klimatycznej do 2050 r. Postrzega politykę klimatyczną jako

szansę na modernizację gospodarki i pełne wykorzystanie środków unijnych. Popiera stopniowe odejście od węgla przy jednoczesnym zapewnieniu oston społecznych dla górników i regionów górniczych. Jest zwolennikiem odnawialnych źródeł energii (OZE) – w tym wiatru, słońca i biogazu – oraz podkreśla znaczenie magazynowania energii oraz modernizacji sieci przesyłowej. Uważa, że przeprowadzenie transformacji energetycznej pozwoli obniżyć ceny energii w Polsce, zwiększy jej bezpieczeństwo energetyczne oraz przyczyni się do poprawy zdrowia obywateli. Nawrocki natomiast stanowczo sprzeciwia się Zielonemu Ładowi i zapowiada ogólnokrajowe referendum w sprawie jego odrzucenia. Politykę klimatyczną UE określa jako szkodliwą, używając pojęć takich jak „ekoterroryzm” i „zielone szaleństwo”. Odmawia odejścia od węgla i dąży do utrzymania wydobycia tak długo, jak to możliwe, modernizując przy tym elektrownie węglowe w celu redukcji emisji. Nie przedstawia konkretnych celów dotyczących OZE, proponując zamiast tego natychmiastowe obniżenie rachunków za energię dla gospodarstw domowych o jedną trzecią, finansowane z dochodów z aukcji EU ETS. Można oczekiwać, że prezydentura Nawrockiego skutkowałaby wetowaniem kluczowych ustaw dotyczących transformacji energetycznej – takich jak ustawa o energetyce wiatrowej na łódzie. Miałoby to prawdopodobnie negatywne skutki dla wykorzystania środków unijnych, wzrostu gospodarczego oraz kursu złotego.

Podsumowując, uważamy, że zwycięstwo Karola Nawrockiego doprowadziłoby do napięć między prezydentem a rządem, wynikających z rozbieżnych wizji reformy sądownictwa, polityki podatkowej oraz transformacji energetycznej. W naszej ocenie rynki w dużym stopniu zdyskontowały już scenariusz zwycięstwa Rafała Trzaskowskiego. Z kolei wygrana Nawrockiego mogłaby sygnalizować zwiększone ryzyko rozpadu koalicji rządzącej oraz wzrost niepewności fiskalnej – co w dłuższej perspektywie prawdopodobnie przełożyłoby się negatywnie na ceny obligacji i kurs złotego.

Krajowe dane o sprzedaży detalicznej i inflacji mogą osłabić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2546 (umocnienie złotego 0,3%). W poniedziałek rano kurs EURPLN był wyraźnie wyższy niż na piątkowym zamknięciu, co można łączyć z podwyższoną niepewnością ze względu na wybory prezydenckie w Polsce. Wsparcie dla takiej oceny stanowi brak podobnej zmienności w przypadku innych walut regionu. Niemniej w kolejnych godzinach złoty odrobił straty i powrócił do poziomów z poprzedniego tygodnia. W dalszej części tygodnia kursu EURPLN był relatywnie stabilny, a liczne publikacje z polskiej gospodarki nie miały na niego istotnego wpływu.

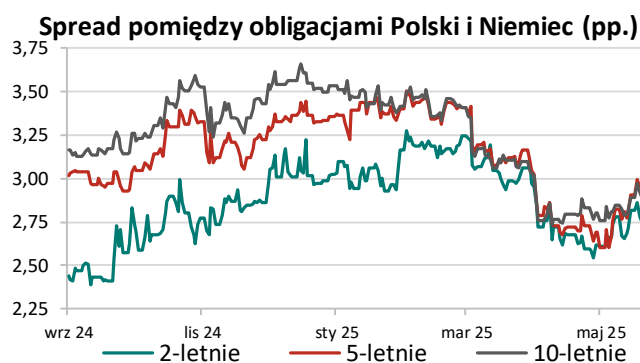
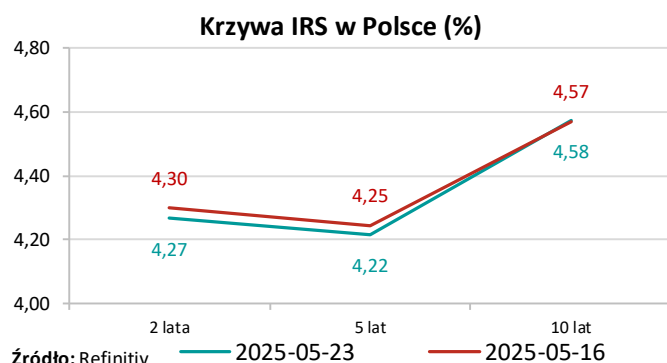
Przez cały ubiegły tydzień kurs EURUSD kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym, co było kontynuacją tendencji sprzed dwóch tygodni. Przejściowy negatywny wpływ na kurs euro miała natomiast publikacja słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w strefie euro.

W tym tygodniu kluczowe dla inwestorów pozostaną informacje dotyczące napięć w światowym handlu. W tym kontekście szczególnie istotne będą informacje dotyczące polityki celnej USA względem UE. D. Trump poinformował, że zdecydował się przełożyć termin wprowadzenia zapowiedzianych w zeszły piątek

50% ceł na towary z UE z 1 czerwca na 9 lipca, co jest pozytywne dla kursu złotego i euro. Niemniej utrzymująca się duża niepewność w zakresie polityki celnej USA będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym. Lekkiemu osłabieniu złotego mogą sprzyjać krajowe dane o sprzedaży detalicznej (poniedziałek) oraz majowej inflacji (piątek).



Stabilizacja stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,27 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,22 (spadek o 3pb), a 10-letnie zwiększyły się do 4,58 (wzrost o 1pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze stabilizacją stawek IRS. Sprzyjała temu obniżona aktywność inwestorów ze względu na podwyższoną niepewność przed II turą wyborów prezydenckich w Polsce. Publikacje krajowych danych nie miały istotnego wpływu na rynek.

Duża niepewność w zakresie globalnej polityki handlowej może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynku długu w tym tygodniu. Z tego powodu szczególnie istotne będą informacje dotyczące polityki celnej USA względem UE. D. Trump poinformował, że zdecydował się przełożyć termin wprowadzenia zapowiedzianych w zeszły piątek 50% ceł na towary z UE z 1 czerwca na 9 lipca, co jest pozytywne dla stawek IRS. Spadkowi stawek IRS może sprzyjać natomiast dzisiejsza publikacja krajowych danych o sprzedaży detalicznej, a także zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o majowej inflacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25
Kurs EURPLN*	4,33	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,25
Kurs USDPLN*	4,06	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,75
Kurs CHFPLN*	4,41	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,55
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,8	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,6	1,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,1	-1,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,3	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	2,4	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	922	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419		
Eksport (r/r, %, EUR)	8,3	-5,3	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4	1,4		
Import (r/r, %, EUR)	6,0	1,4	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,5	9,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik		2025				2026				2024	2025	2026
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% , r/r)		2,8	2,9	3,1	3,2	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,1	3,3
Konsumpcja (% , r/r)		2,5	2,1	2,0	1,8	2,4	2,8	3,1	3,3	3,1	2,1	2,9
Inwestycje (% , r/r)		3,0	5,8	8,0	7,3	8,3	8,0	7,2	6,5	-2,2	6,4	7,3
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		1,5	3,3	3,8	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,3	5,5
Import (ceny stałe, %, r/r)		2,8	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	3,9	4,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,5	1,2	1,2	0,9	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,2	1,6
	Inwestycje (pp.)	0,4	0,9	1,2	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,1	1,3
	Eksport netto (pp.)	-0,6	-0,4	-0,1	0,4	0,8	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,2	0,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***		-0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Stopa bezrobocia (%)**		5,3	4,9	4,9	4,9	5,2	4,8	4,8	4,8	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% , r/r)		10,0	8,3	7,1	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,0	6,0
Inflacja CPI (%)*		4,9	4,2	3,1	3,2	2,8	3,1	2,8	2,5	3,6	3,9	2,8
Wibor 3-miesięczny (%)**		5,84	4,85	4,85	4,85	4,35	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**		5,75	5,25	4,75	4,75	4,25	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**		4,19	4,20	4,20	4,20	4,19	4,18	4,17	4,16	4,27	4,20	4,16
USDPLN**		3,87	3,75	3,72	3,68	3,71	3,73	3,76	3,78	4,13	3,68	3,78

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 26.05.2025 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Kwiecień	0,6	2,4	3,9
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Kwiecień	-0,3	2,0	3,4
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Kwiecień	5,3	5,2	5,2
Wtorek 27.05.2025 r.						
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Kwiecień	9,2		-8,2
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Marzec	0,4		0,3
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Maj	86,0		86,5
Środa 28.05.2025 r.						
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Maj	-13,0		
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Maj			
Czwartek 29.05.2025 r.						
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	I kw.	-0,3	-0,3	-0,3
Piątek 30.05.2025 r.						
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Maj	4,3	4,2	4,3
11:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Kwiecień	3,6		3,7
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Maj	2,2	2,0	2,0
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Kwiecień	2,3		2,2
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Kwiecień	2,6	2,6	2,5
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Kwiecień	0,7		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Maj	44,6		44,7
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Maj	50,8		50,8

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv