

KOMENTARZ TYGODNIOWY

2 czerwca 2025

Wybory prezydenckie rozstrzygnięte. Oczekiwane stabilne stopy NBP w czerwcu, ale niższa ścieżka CPI zwiększy skalę obniżek w II poł. roku. Rollercoaster w polityce handlowej USA trwa.

- W minionym tygodniu nastroje rynkowe związane z globalną polityką handlową poprawiły się. Z początkiem tygodnia tę poprawę wspierało wycofanie się prezydenta Trumpa z trwającej kilkadziesiąt godzin groźby wprowadzenia 50-procentowych ceł na import z UE. Z kolei w trakcie tygodnia nastroje rynkowe wsparł wyrok amerykańskiego sądu ds. handlu międzynarodowego, który zanegował możliwość wprowadzenia dekretem prezydenckim ceł odwetowych na kraje (z 2 kwietnia) i cofający te decyzje. Dzień później w postępowaniu apelacyjnym sąd federalny utrzymał w mocy cła. Sąd apelacyjny nie wypowiedział się co do meritum sprawy, nakazując obu stronom – powodowi i administracji prezydenckiej – przedstawienie pisemnej argumentacji w tej sprawie do pierwszych dni czerwca. Jednocześnie w miniony weekend prezydent Trump zapowiedział kolejną podwyżkę ceł na stal i aluminium od 4 czerwca do 50% (tzw. cła sektorowe nie zostały zanegowane przez sąd).
- Choć postępowania sądowe w USA nie będą w stanie całkowicie zablokować podwyżek ceł importowych do USA, gdyż administracja może stosować inne narzędzia podwyższenia stawek celnych, to mogą one opóźnić cały proces i utrudniać stronie amerykańskiej prowadzenie negocjacji. Nie można wykluczyć, że okres niepewności dot. kształtu polityki handlowej USA będzie wydłużać się, nie zakładamy natomiast, aby w średnim okresie oznaczało to samo w sobie istotny wzrost prawdopodobieństwa scenariusza mniejszej skali wzrostu protekcjonizmu w globalnym handlu.
- Te informacje były jednak wystarczające dla poprawy nastrojów, w tym wzrostów cen akcji. Globalny indeks MSCI wzrósł w minionym tygodniu o 1,7%, w tym w USA o 1,9% i w strefie euro o 0,8%. Szanse na uniknięcie wyższych stawek ceł pomogły także obligacjom skarbowym na rynkach bazowych (przez kanał obniżenia ryzyka wzrostu inflacji), pomimo publikacji relatywnie „jastrzębiego” wydzwisku stenogramów z kwietniowego posiedzenia FOMC. 10-letnie obligacje USA obniżyły się o 10 pkt. baz. z kolei papierów niemieckich o 7 pkt. baz. Te zmiany w niewielkim stopniu wpłynęły natomiast na rynek walutowy. Przy aprecjacji zarówno dolara jak i euro (po 0,3% w relacji do koszyka walut), kurs euro wobec dolara utrzymywał się w minionym tygodniu w przedziale 1,13 – 1,14 USD/EUR.
- Poprawa nastrojów globalnych sprzyjała także aktywom krajowym. Indeks WIG wzrósł w skali tygodnia o 2,5%, pomimo spadków notowanych pod koniec tygodnia. Kurs złotego wzmacnił się o 0,3% w relacji do koszyka walut, utrzymując się w okolicach 4,25 w relacji do euro.
- Z drugiej strony niedzielne zwycięstwo w wyborach prezydenckich Karola Nawrockiego i obawy rynkowe dot. stabilności sytuacji politycznej (potencjalny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

konflikt rządzącej koalicji i nowego prezydenta) z początkiem bieżącego tygodnia osłabił ceny krajowych aktywów i może w krótkim okresie dodatkowo podwyższać zmienność na krajowym rynku finansowym.

- Perspektywy krajowej inflacji wzmocniły natomiast tendencje na rynku stopy procentowej w postaci spadku rentowności obligacji skarbowych. Według szacunku *flash* [majowa inflacja CPI](#) ukształtowała się na poziomie 4,1% r/r, poniżej oczekiwań z uwagi na niższą dynamikę cen paliw, nośników energii oraz inflacji bazowej. Co ważniejsze ubiegłotygodniowa decyzja URE o obniżce od lipca taryf za gaz o 15% implikuje obniżenie ścieżki inflacji CPI w II poł. roku o ok. 0,3 pkt. proc. Tym samym w III kw. inflacja CPI obniży się do 2,5% – 3,0% r/r, a w IV kw. ukształtuje się w okolicach 3,0% r/r przy założeniu ograniczonej (niespełna 5-proc. podwyżki cen energii elektrycznej od października).
- Nie sądzimy, aby te informacje wpłynęły na wyniki posiedzenia RPP w tygodniu bieżącym biorąc pod uwagę całokształt publikowanych danych za kwiecień (gł. wysoka dynamika płać) i utrzymanie bieżącej inflacji powyżej poziomu 4,0% r/r, oczywiście przy założeniu utrzymania konserwatywnego stanowiska RPP dot. łagodzenia polityki monetarnej zaprezentowanego podczas majowej konferencji prasowej prezesa Głapińskiego.
- Presji na szybkie obniżki stóp nie powinna zwiększyć dzisiejsza publikacja struktury wzrostu PKB w I kw. Choć dynamika spożycia gospodarstw domowych obniżyła się nieco silniej od oczekiwań do 2,5% r/r, to wraz z poprawą wyników realnych dochodów w II poł. roku prawdopodobnie wzrośnie bliżej 3,0%. Z początkiem roku silnie pozytywnie zaskoczył natomiast wzrost inwestycji (+6,3% r/r) pomimo spadku w I kw. br. nakładów inwestycyjnych firm oraz bardzo słabych wyników produkcji budowlano-montażowej.
- Niższa ścieżka inflacji w II połowie roku, w tym zbliżenie się inflacji do poziomu celu inflacyjnego NBP zwiększy natomiast w naszej skalę obniżek stóp w II poł. roku. Prognozujemy obecnie, że w II połowie roku Rada obniży stopy o 75 pkt. baz. do 4,50% dla stopy referencyjnej. W bazowym scenariuszu oczekujemy trzech obniżek stóp po 25 pkt. baz., choć wobec oczekiwanego skokowego spadku lipcowej inflacji poniżej 3,0% r/r nie można też wykluczyć silniejszego cięcia w lipcu o 50 pkt. baz. W naszej prognozie zakładamy utrzymanie bieżącego ostrożnego stanowiska Rady i sporej wstrzeźliwości co do tempa łagodzenia polityki monetarnej. W kontekście tego założenia istotne będą wypowiedzi prezesa NBP podczas czwartkowej konferencji i komentarze dot. perspektyw inflacji w II poł. roku.
- Na czwartek zaplanowane jest także posiedzenie rady EBC, na którym powszechnie oczekiwana jest kolejna redukcja stóp o 25 pkt. baz. w warunkach utrzymujących się obaw przed spowolnieniem aktywności gospodarczej i sygnałach silniejszego spadku dynamiki płać w nadchodzących kwartałach. Zakładamy także, że podczas konferencji prasowej prezes EBC będzie bardzo wstrzeźliwa co do zapowiedzi kolejnych ruchów rady.
- O ile nie pojawią się nowe informacje w temacie polityki handlowej, kluczowe dla inwestorów będą zapewne publikowane dane z amerykańskiego rynku pracy, przede wszystkim piątkowe dane dot. zatrudnienia w USA w maju.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (3-4 czerwca)**

Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym stopę referencyjną NBP na poziomie 5,25%. Biorąc pod uwagę całokształt publikowanych danych (utrzymanie bieżącej inflacji CPI powyżej 4,0% r/r, mocniejsze kwietniowe dane ze sfery realnej a przede wszystkim wyższa dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu oraz w gospodarce narodowej w całym I kw.), jak również zakładając utrzymanie generalnie ostrożnego stanowiska większości Rady co do procesu luzowania polityki pieniężnej oczekujemy utrzymania stabilnych stóp.

Wydaje się, że ważniejszym wydarzeniem będzie czwartkowa konferencja prasowa prezesa NBP w kontekście skali luzowania polityki pieniężnej w II poł. roku, szczególnie po ubiegłotygodniowej decyzji URE o obniżce stawek taryf za gaz i niższej ścieżki inflacji CPI w II poł. roku.

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (5 czerwca)**

Oczekujemy, że rada EBC obniży stopy procentowe o 25 pkt. baz, w tym stopę depozytową do 2,00%.

Choć w trakcie kwietniowej konferencji prasowej kwestia kolejnej obniżki stóp była zdecydowanie mniej „pewna” niż we wcześniejszych miesiącach, a wypowiedzi I. Schnabel z EBC były dość „jastrzębie”, to całokształt publikowanych w ostatnich tygodniach danych oraz publikacja stenogramów z kwietniowego posiedzenia rady EBC przemawiają za kontynuowaniem luzowania polityki pieniężnej.

Sądzymy, że dużo słabsze majowe odczyty indeksów PMI, dalszy spadek wskaźnika wyprzedzającego wynagrodzeń (dane EBC), utrzymująca się niepewność dot. relacji handlowych USA-EU i jednocześnie odległa perspektywa wsparcia gospodarki wyższymi wydatkami publicznymi (m.in. na zbrojenia) będą argumentem za kolejną redukcją stóp procentowych. Te kwestie, przy równocześnie utrzymującym się mocniejszym kursie euro oraz niższymi cenami surowców energetycznych przeważą nad nieco wolniejszym od prognoz spadkiem bieżącej inflacji.

W kontekście przekazu EBC zakładamy, że tak jak w poprzednich miesiącach będzie wzmacniał się przekaz, że kolejne decyzje są coraz mniej pewne, szczególnie przy coraz bardziej neutralnej polityce pieniężnej banku centralnego.

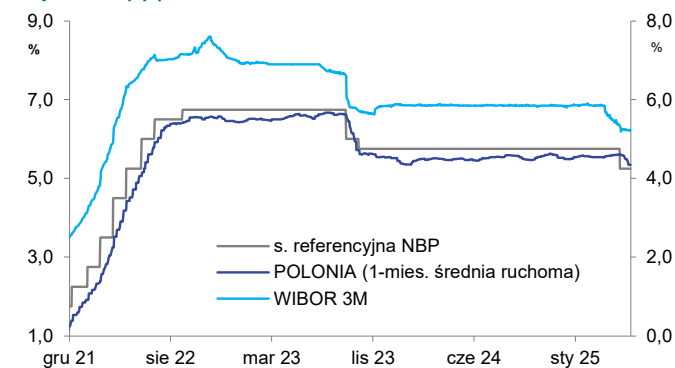
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 2 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		maj	48,7 pkt.	49,5 pkt.	-
wtorek 3 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		maj	50,4 pkt.	50,7 pkt.	-
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)		maj	2,2% r/r	2,0% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)		maj	2,7% r/r	2,4% r/r	-
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS		kwi	7 192 tys.	7 100 tys.	-
środa 4 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych		cze	5,25% (ref)	5,25% (ref)	5,25% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP		cze	-	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – usługi		maj	51,6 pkt.	52,1 pkt.	-
czwartek 5 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		maj	50,7 pkt.	51,0 pkt.	-
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		kwi	3,6% m/m	-1,5% m/m	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)		cze	2,25% / 2,40%	2,25% / 2,40%	2,25% / 2,40%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezesa EBC po posiedzeniu rady EBC		cze	-	-	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP		cze	-	-	-
piątek 6 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa		kwi	3,0% m/m	-1,0% m/m	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna		kwi	-0,1% m/m	0,2% m/m	-
11:00	EMU	Dynamika PKB (ost.)		I kw.	0,3% kw/kw (II szac.)	0,4% kw/kw	-
14:00	PL	Protokół z posiedzenia RPP		maj	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia		maj	177,0 tys.	125,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia		maj	4,2%	4,2%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia		maj	3,8% r/r	3,7% r/r	-
poniedziałek 9 czerwca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI		maj	-0,1% r/r	-0,1% r/r	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu, *prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI

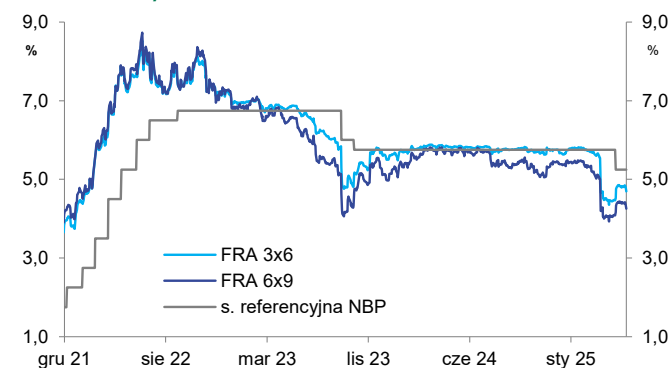
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



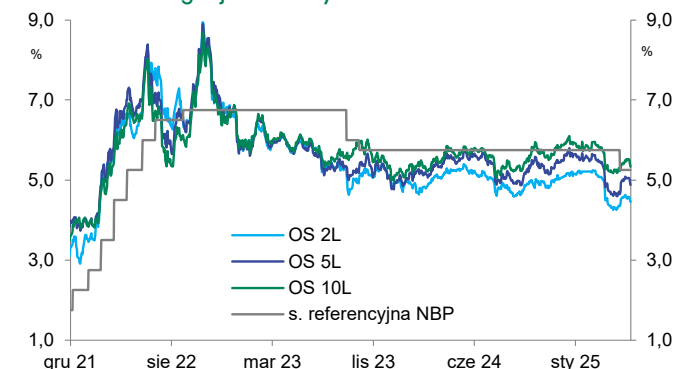
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



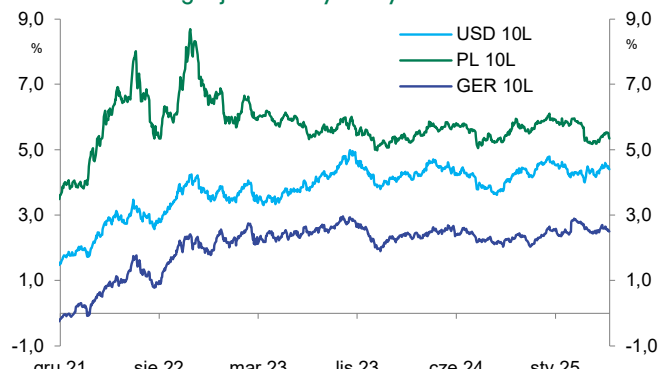
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



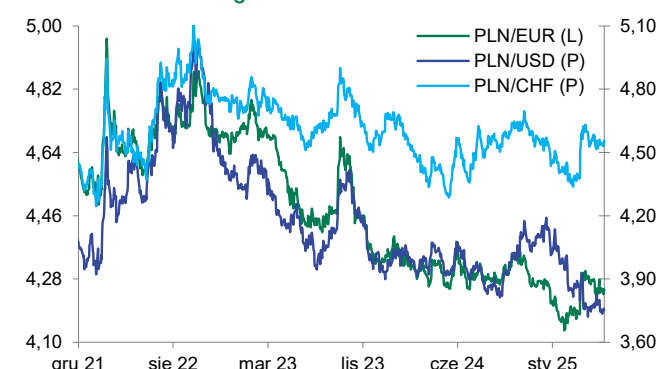
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



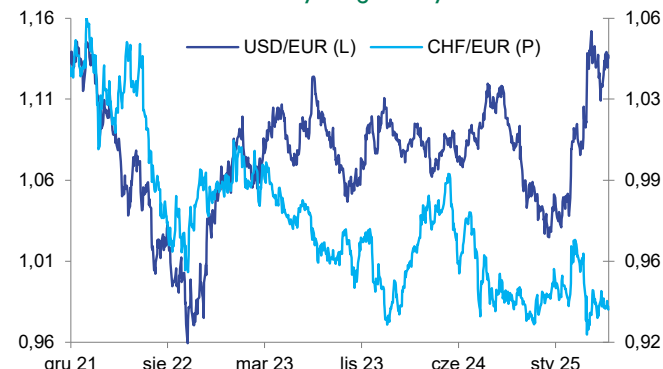
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



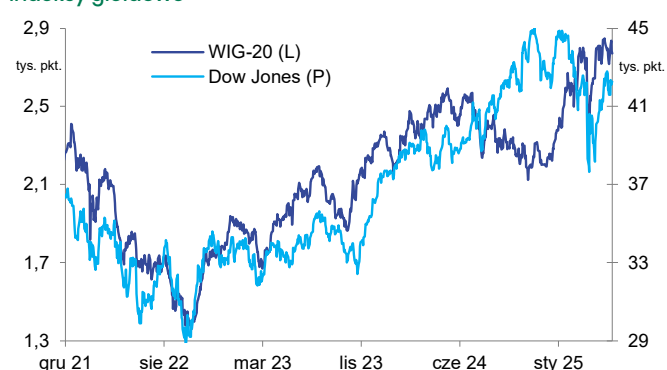
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



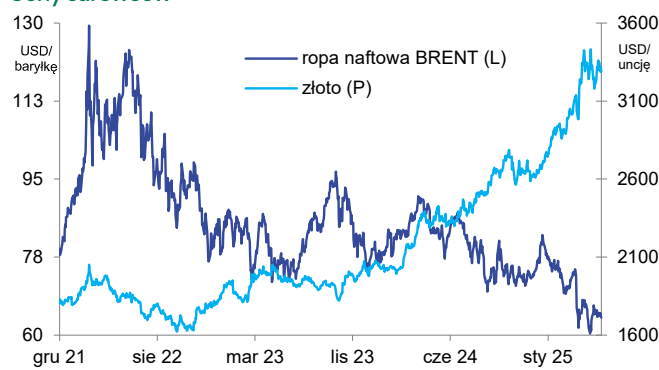
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



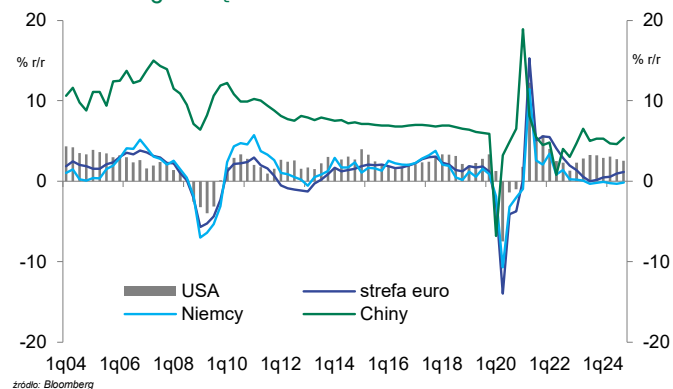
źródło: Bloomberg

2025-06-02

Klauzula poufności: BOŚ jawne

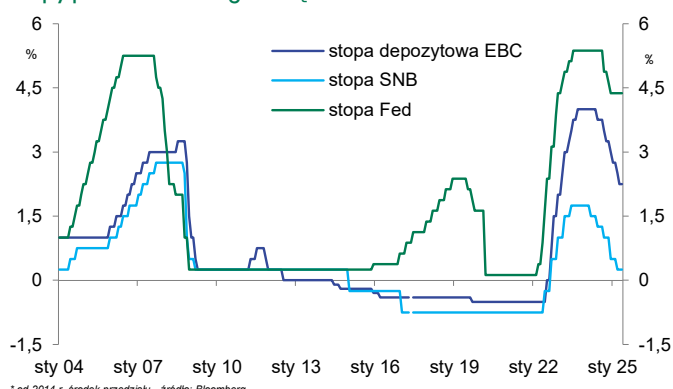
Sfera realna

Wzrost PKB za granicą



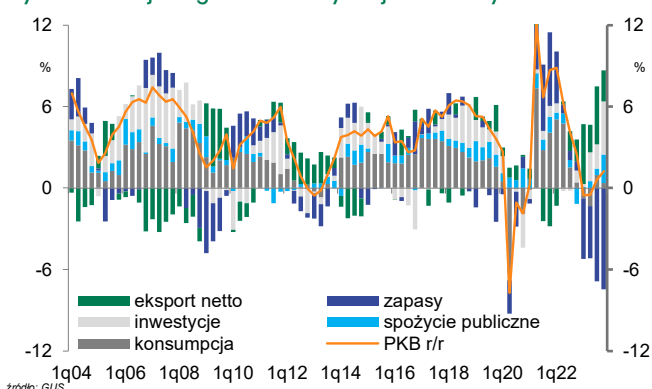
źródło: Bloomberg

Stopy procentowe za granicą



* od 2014 r. środek przedziału źródło: Bloomberg

Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



źródło: GUS

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



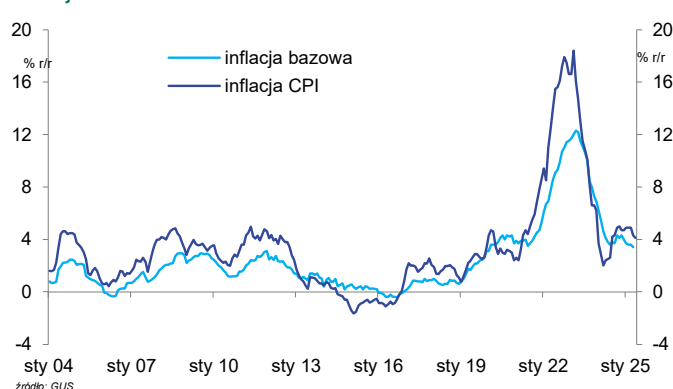
źródło: GUS

Rynek pracy



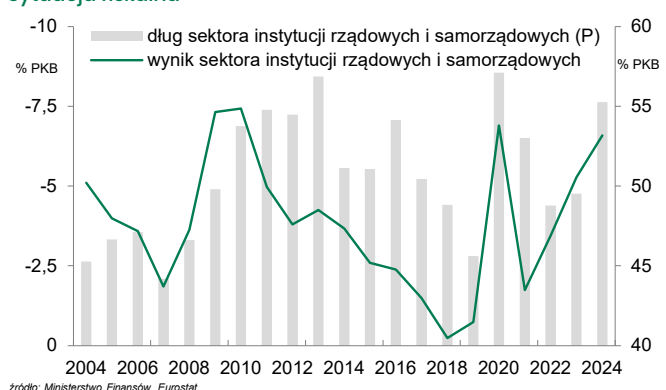
źródło: GUS

Inflacja



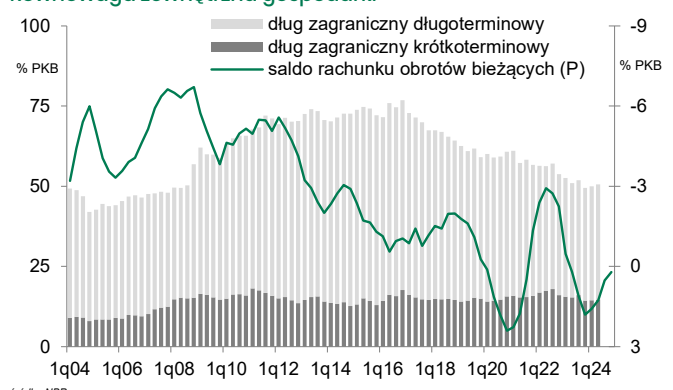
źródło: GUS

Sytuacja fiskalna



źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat

Równowaga zewnętrzna gospodarki



źródło: NBP

Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.04.2025	23.05.2025	30.05.2025	30.06.2025	31.07.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25
WIBOR 3M	%	5,41	5,22	5,22	5,25	5,05	4,85
FRA 3x6	%	4,45	4,81	4,69	-	-	-
FRA 6x9	%	4,06	4,40	4,25	-	-	-
FRA 9x12	%	3,73	4,08	3,92	-	-	-
IRS 2L	%	4,05	4,31	4,18	-	-	-
IRS 5L	%	3,97	4,27	4,11	-	-	-
IRS 10L	%	4,31	4,62	4,46	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,29	4,54	4,46	4,55	4,50	4,40
Obligacje skarbowe 5L	%	4,60	5,05	4,88	5,00	4,95	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,18	5,50	5,34	5,40	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,28	4,25	4,25	4,25	4,26	4,27
PLN/USD	PLN	3,76	3,75	3,75	3,79	3,82	3,86
PLN/CHF	PLN	4,56	4,54	4,56	4,52	4,52	4,53
USD/EUR	USD	1,13	1,14	1,14	1,12	1,12	1,11
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,16	4,51	4,40	4,35	4,30	4,20
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,44	2,57	2,50	2,50	2,50	2,40

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.