

Analizy makroekonomiczne

KOMENTARZ TYGODNIOWY

30 czerwca 2025

Spadek ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie poprawił nastroje rynkowe.

- Zawieszenie broni pomiędzy Izraelem i Iranem na początku minionego tygodnia poskutkowało poprawą globalnych nastrojów rynkowych. Choć w kolejnych dniach pojawiały się informacje o naruszeniach rozejmu, to jednak sytuacja pozostała stabilna i nie pojawił się już temat ponownego zaangażowania USA w działania wojskowe wobec Iranu.
- W efekcie już z początkiem tygodnia ceny akcji zaczęły rosnąć, cena ropy naftowej obniżyła się (do 67 USD za baryłkę ropy Brent) a dolar ponownie zaczął się osłabiać. W skali tygodnia globalny indeks MSCI wzrósł o 2,9 pkt., w tym w USA o 3,5%, w strefie euro o 1,9%, a w grupie rynków wschodzących o 2,4%. Dolar w relacji do koszyka walut osłabił się o 1,0%, a euro wzmocniło o 0,9%, co przesunęło kurs euro wobec dolara do 1,17 USD/EUR z 1,15 USD/EUR na koniec tygodnia wcześniejszego.
- W trakcie tygodnia dodatkowo osłabienie dolara i jednocześnie spadek rentowności amerykańskich obligacji wspierał wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych Fed (obecnie oczekiwania rynkowe wskazują na redukcję stóp o 65 pkt. baz. do końca roku oraz nieco ponad 25 pkt. baz. we wrześniu). Na te oczekiwania wpłynęła kolejna wypowiedź (M. Bowman z FOMC) dopuszczająca opcję obniżki stóp w lipcu. Ponadto poza poprawą perspektyw inflacyjnych dzięki niższym cenom ropy naftowej te oczekiwania wspierały także publikacje słabszych danych dot. wydatków konsumentów (lekka korekta w dół danych za I kw. przy okazji publikacji ostatecznych danych dot. PKB oraz spadek wydatków w samym maju). Na stabilnym poziomie utrzymały się w czerwcu indeksy PMI dla USA tym samym wskazując na utrzymanie wyraźnie niższej dynamiki wzrostu PKB niż w II poł. ub.r.
- Nasilenie oczekiwań na redukcję stóp w USA nastąpiły pomimo raczej ostrożnego przekazu prezesa Powella podczas wystąpienia w Kongresie, w którym podtrzymał on ocenę, że komitet FOMC nie musi spieszyć się z decyzjami dot. polityki pieniężnej i będzie analizował jak wzrost cen wpływa na sytuację gospodarczą (w sferze realnej oraz inflację).
- Rentowności obligacji USA obniżyły się o 10 pkt. baz. w tenorze 10 lat oraz o 16 pkt. baz. na krótkim końcu krzywej. Rentowności 2-letnich obligacji niemieckich nie zmieniły się, z kolei na dłuższym końcu krzywej wzrosły o 7 pkt. baz. Ten wzrost wynikał zapewne z faktu publikacji średnioterminowych planów

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

fiskalnych Niemiec wskazujących na prognozy znaczącego zwiększenia skali wydatków publicznych i tym samym podaży długu, przy jednocześnie już ograniczonej przestrzeni do dalszych obniżek stóp EBC. Opublikowane wstępne wskaźniki koniunktury PMI w czerwcu wskazały na stabilizację indeksu dla całej strefy euro, ale jednocześnie wyraźny wzrost wskaźnika (do ponad 50 pkt.) dla gospodarki niemieckiej.

- Sytuacja zewnętrzna była głównym czynnikiem wpływającym na krajowy rynek finansowy. W skali tygodnia WIG zyskał aż 3,3%. Kurs złotego wzmocnił się o 1,1% w relacji do koszyka walut, obniżając się poniżej 4,25 w relacji do euro i do 3,62 w relacji do dolara. Spadki kontraktów FRA i IRS oraz spadek globalnej premii za ryzyko sprzyjały niższym rentownościom obligacji skarbowych, które spadły o 13 pkt. baz. w przypadku 2-latek i 17 pkt. baz. na dłuższym końcu krzywej.
- Bez większego wpływu na rynek pozostały publikacje danych makroekonomicznych, które po okresie większej zmienności w marcu i kwietniu, w maju okazały się bardziej stabilne. W ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości w maju [produkcja przemysłowa](#) wzrosła jedynie minimalnie, ale co ważne po solidnym kwietniowym wzroście. Dopiero kolejne dane zweryfikują natomiast, na ile poprawa danych na przełomie I i II kw. jest efektem okresowego silniejszego odbicia w przemyśle jako kumulacja popytu w globalnym handlu w obawie przed wzrostem ceł w USA. Na stabilnym poziomie, wyraźnie mocniejszym niż w I kw., ukształtowały się wyniki [sprzedaży detalicznej](#), potwierdzając, że w II kw. dynamika konsumpcji prywatnej powinna powrócić w kierunku 3,0% r/r, przy generalnie [stabilnej sytuacji na rynku pracy](#), co potwierdziła także majowa stabilizacja dynamiki zatrudnienia, [stopy bezrobocia](#) oraz niewielki spadek dynamiki wynagrodzeń. Wśród negatywnych informacji, kolejny miesiąc z rzędu można natomiast wskazywać na [spadki produkcji budowlano-montażowej](#), gdzie wciąż nie widać sygnałów ożywienia z tytułu zwiększającej się skali projektów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków UE.
- Zgodnie z opublikowanym dziś szacunkiem *flash* inflacja CPI w czerwcu zmieniła się tylko minimalnie rosnąc do 4,1% r/r z 4,0% w maju. Od lipca oczekujemy skokowego spadku inflacji w okolice 3% w efekcie wysokiej bazy odniesienia głównie dla cen energii i spadku taryfy za gaz od lipca. Jeśli ustawowe „zamrożenie” cen energii zostanie przedłużone w IV kw. (premier Donald Tusk poinformował w ubiegłym tygodniu, że taki zapis znajdzie się w tzw. ustawie wiatrakowej), istotnie wzrośnie prawdopodobieństwo okresowego spadku inflacji do celu inflacyjnego RPP 2,5% w II poł. roku.
- Nie sądzimy jednak, by perspektywa skokowego spadku inflacji w II poł. roku skłoniła RPP do obniżenia stóp procentowych podczas posiedzenia w tym tygodniu, po tym jak prezes NBP zdystansował się od takiej możliwości podczas czerwcowej konferencji prasowej. Oczekujemy, że RPP nie zmieni stóp na lipcowym posiedzeniu, jest to scenariusz powszechnie oczekiwany. Większą niewiadomą jest przekaz prezesa po posiedzeniu co do perspektyw polityki monetarnej. Z jednej strony prezes NBP (i cała RPP) będzie dysponował oficjalną projekcją NBP, w której w bazowym scenariuszu zapewne utrzymany zostanie wzrost cen energii od października (wg bieżącego stanu prawnego), który wskaże na wzrost inflacji od IV kw., po skokowym spadku w III kw. Z drugiej strony prezes NBP będzie świadom, że we wrześniu RPP będzie podejmowała decyzje

przy inflacji sierpniowej, która najprawdopodobniej ukształtuje się poniżej 3% r/r a nawet może zbliżyć się do 2,5%. W tych warunkach najbardziej prawdopodobnym wydaje się przekaz prezesa NBP o otwartych opcjach RPP i reagowaniu na napływające dane, bez „zapowiedzi” obniżki we wrześniu, ale też bez jednoznacznego zdystansowania się wobec wrześniowego poluzowania polityki monetarnej (nb. w sierpniu tradycyjnie nie jest planowane decyzyjne posiedzenie RPP).

- Bieżący tydzień będzie obfitował w publikacje ważnych danych i informacji ekonomicznych. We wtorek rozpocznie się forum EBC w Sincrze na którym prezes Lagarde może zaprezentować aktualizację strategii polityki pieniężnej EBC. Na wtorek zaplanowana jest także publikacja czerwcowego szacunku HICP. Bardzo istotne będą także publikacje danych z amerykańskiego rynku pracy, przede wszystkim piątkowe dane dot. zatrudnienia i bezrobocia. Ponadto opublikowane zostaną wskaźniki koniunktury ISM w USA oraz kolejne wskaźniki PMI dla Chin.
- Nie można także wykluczyć, że wraz ze zbliżającym się terminem 9 lipca do którego powinny zostać wynegocjowane umowy handlowe USA z poszczególnymi krajami (poza Wielką Brytanią i Chinami) nie można także wykluczyć ponownie większej kumulacji informacji dot. polityki handlowej USA.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (1-2 lipca)**

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, solidne majowe dane ze sfery realnej i podwyższona dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw w maju), jak również zakładając utrzymanie generalnie ostrożnego stanowiska większości Rady co do procesu luzowania polityki pieniężnej oczekujemy utrzymania stabilnych stóp.

Większą niewiadomą jest przekaz prezesa po posiedzeniu co do perspektyw polityki monetarnej. Z jednej strony prezes NBP (i cała RPP) będzie dysponował oficjalną projekcją NBP, w której w bazowym scenariuszu zapewne utrzymany zostanie wzrost cen energii od października (wg bieżącego stanu prawnego), który wskaże na wzrost inflacji od IV kw., po skokowym spadku w III kw. Z drugiej strony prezes NBP będzie zapewne świadom, że we wrześniu RPP będzie podejmowała decyzje przy inflacji sierpniowej, która najprawdopodobniej ukształtuje się poniżej 3% r/r a nawet może zbliżyć się do 2,5%. W tych warunkach najbardziej prawdopodobnym wydaje się przekaz prezesa NBP o otwartych opcjach RPP i reagowaniu na napływające dane, bez „zapowiedzi” obniżki we wrześniu, ale też bez jednoznacznego zdystansowania się wobec wrześniowego poluzowania polityki monetarnej (nb. w sierpniu tradycyjnie nie jest planowane decyzyjne posiedzenie RPP).

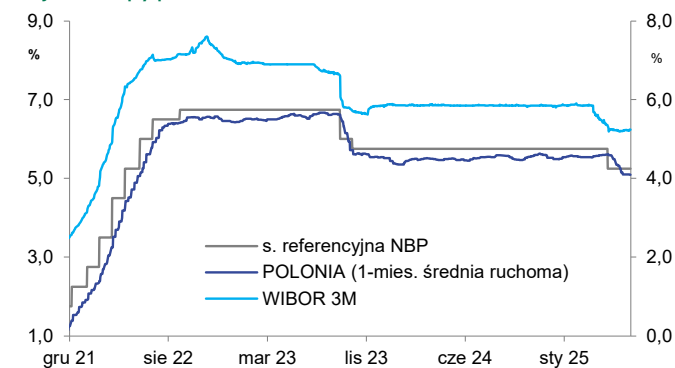
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

wtorek 1 lipca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł		cze	48,3 pkt.	49,0 pkt.	-
10:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł		cze	47,1 pkt.	-	48,2 pkt.
11:00	EMU	Inflacja HICP (wst.)		cze	1,9% r/r	1,9% r/r	-
11:00	EMU	Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)		cze	2,3% r/r	2,3% r/r	-
15:30	EMU	Wystąpienie prezes Christine Lagarde na forum EBC w Sincrze		lip	-	-	-
16:00	US	Liczba wakatów wg ankiety JOLTS		maj	7 931 tys.	7110 tys.	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł		cze	48,5 pkt.	49,3 pkt.	-
środa 2 lipca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	PL	Decyzja RPP w sprawie stóp procentowych		lip	5,25% (ref)	5,25% (ref)	5,25% (ref)
16:00	PL	Komunikat po posiedzeniu RPP		lip	-	-	-
16:15	EMU	Wystąpienie prezes Christine Lagarde na forum EBC w Sincrze		lip	-	-	-
czwartek 3 lipca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – usługi		cze	51,1 pkt.	51,0 pkt.	-
13:30	EMU	Publikacja protokołu z posiedzenia EBC		cze	-	-	-
14:30	US	Zmiana zatrudnienia		cze	139,0 tys.	129,0 tys.	-
14:30	US	Stopa bezrobocia		cze	4,2%	4,2%	-
14:30	US	Godzinowe wynagrodzenia		cze	3,9% r/r	3,7% r/r	-
-	PL	Konferencja prasowa prezesa NBP po posiedzeniu RPP		lip	-	-	-
piątek 4 lipca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle		maj	0,6% m/m	-1,5% m/m	-
14:00	PL	Publikacja protokołu z posiedzenia RPP		cze	-	-	-
poniedziałek 4 lipca				okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
08:00	DE	Produkcja przemysłowa		maj	-1,4% m/m	-	-
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna		maj	0,1% m/m	-	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu

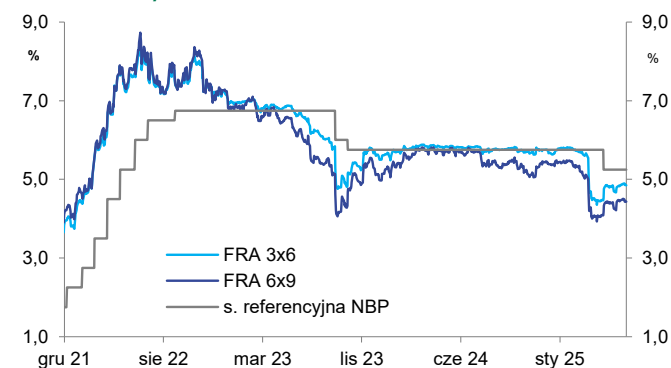
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



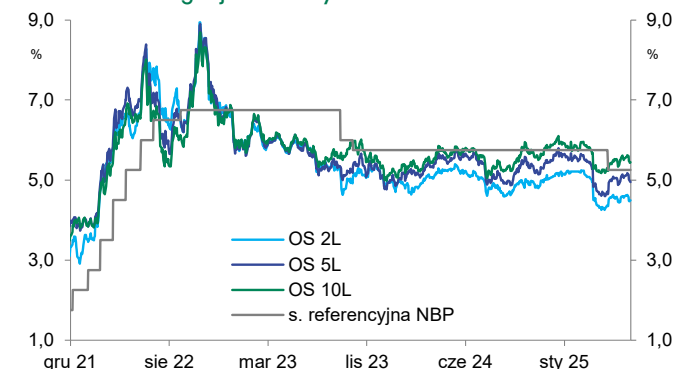
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



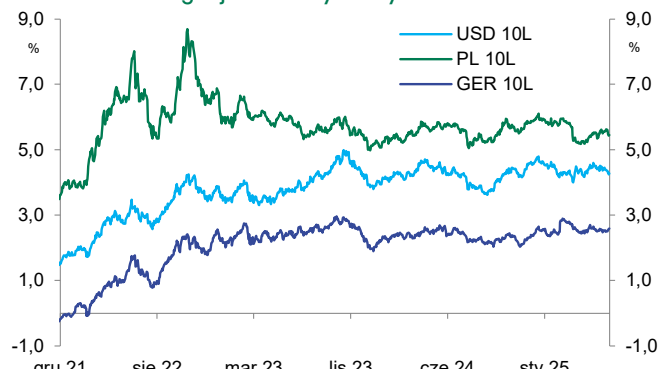
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



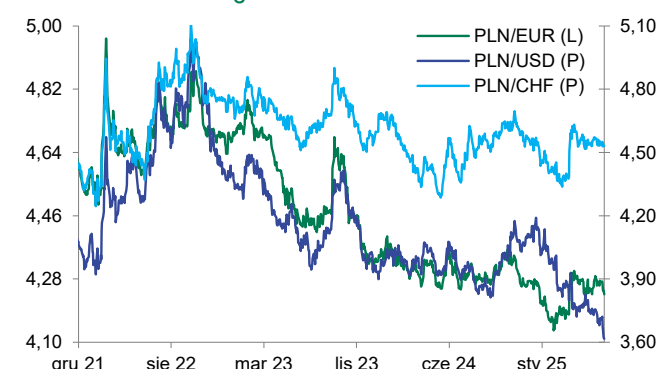
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



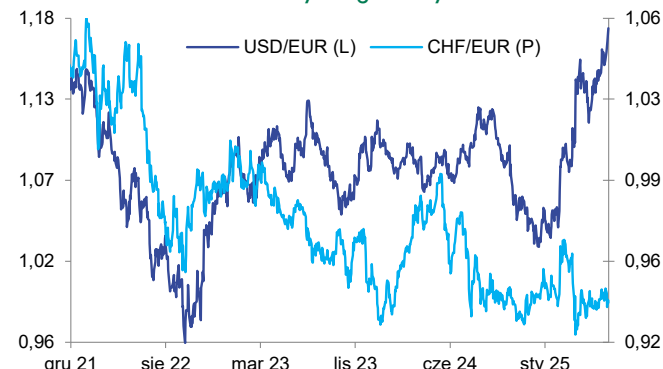
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



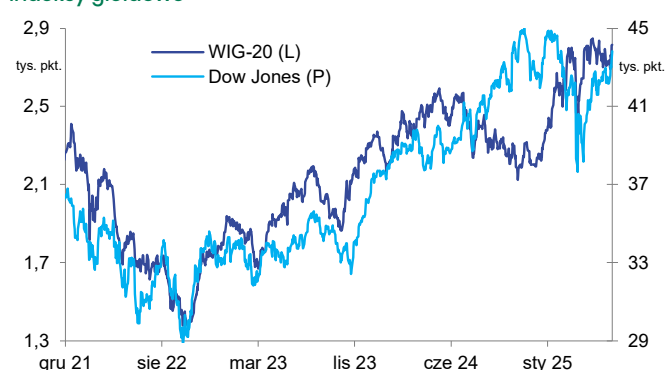
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



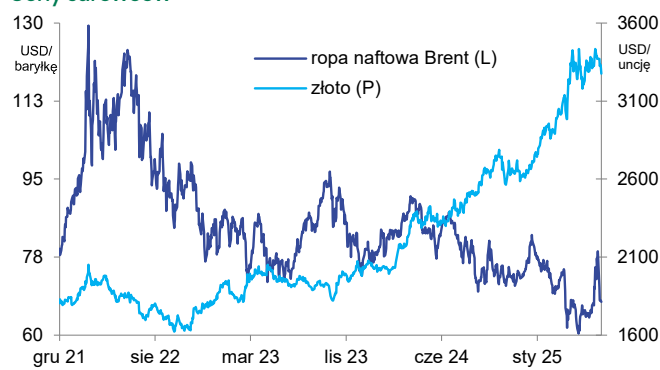
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



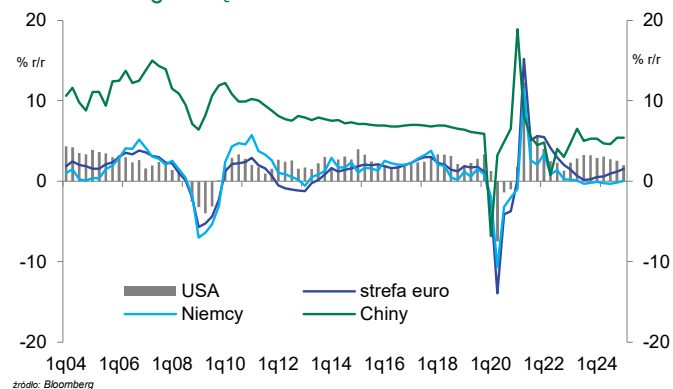
źródło: Bloomberg

2025-06-30

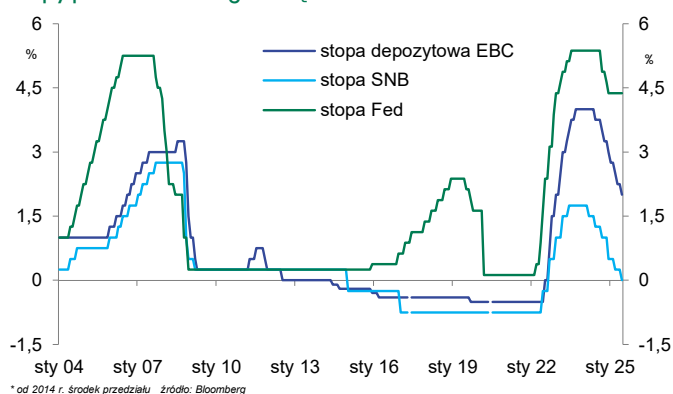
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

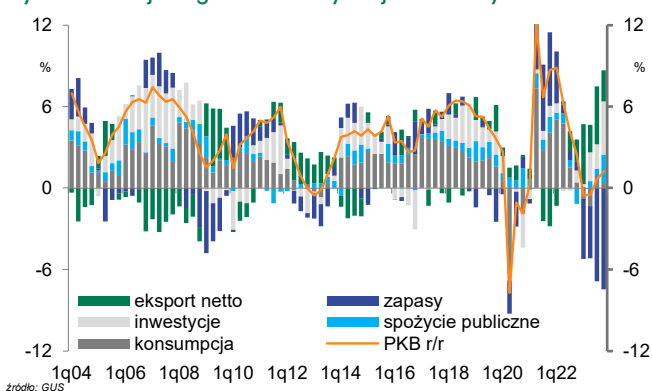
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



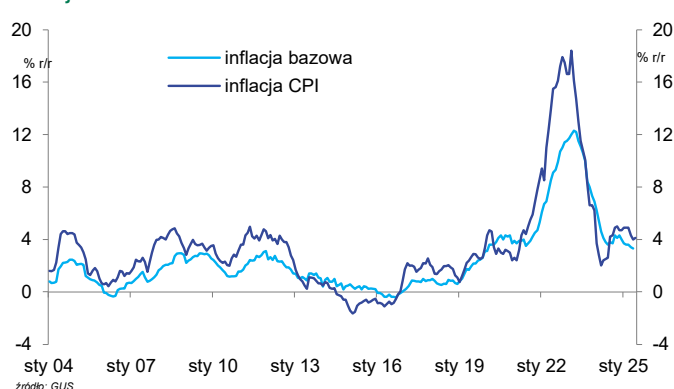
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



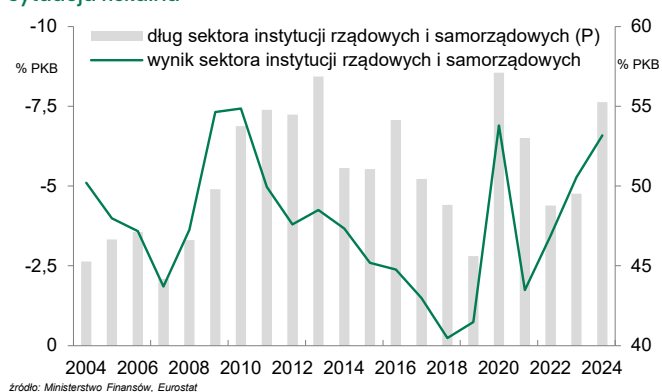
Rynek pracy



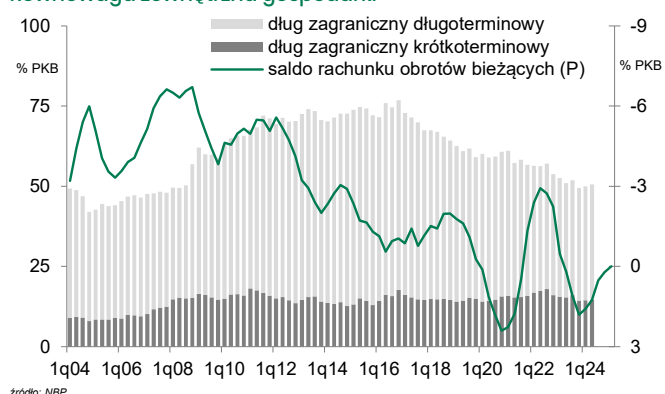
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2025	20.06.2025	27.06.2025	31.07.2025	31.08.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50
Stopa referencyjna NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00
Stopa depozytowa NBP	%	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50
WIBOR 3M	%	5,22	5,22	5,24	5,25	5,20	5,05
FRA 3x6	%	4,69	4,89	4,85	-	-	-
FRA 6x9	%	4,25	4,51	4,43	-	-	-
FRA 9x12	%	3,92	4,26	4,12	-	-	-
IRS 2L	%	4,18	4,48	4,36	-	-	-
IRS 5L	%	4,11	4,45	4,27	-	-	-
IRS 10L	%	4,46	4,76	4,60	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,46	4,63	4,50	4,50	4,50	4,45
Obligacje skarbowe 5L	%	4,88	5,17	4,95	4,95	4,90	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,34	5,62	5,45	5,40	5,35	5,30
PLN/EUR	PLN	4,25	4,27	4,24	4,27	4,27	4,28
PLN/USD	PLN	3,75	3,71	3,62	3,67	3,68	3,72
PLN/CHF	PLN	4,56	4,54	4,53	4,57	4,57	4,55
USD/EUR	USD	1,14	1,15	1,17	1,17	1,16	1,15
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,40	4,38	4,28	4,25	4,20	4,15
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,50	2,52	2,59	2,50	2,45	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.