

KOMENTARZ TYGODNIOWY

9 czerwca 2025

Zaostrzenie przekazu RPP. EBC sygnalizuje możliwość zakończenia obniżek stóp.

- Na krajowym rynku finansowym kluczowym wydarzeniem minionego tygodnia była konferencja prasowa prezesa NBP Adama Glapińskiego po tym, jak zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami na ubiegłotygodniowym [posiedzeniu RPP](#) utrzymała niezmienny poziom stóp procentowych. Choć braliśmy pod uwagę ryzyko pewnego zaostrzenia przekazu, to jednocześnie biorąc pod uwagę prawdopodobną skalę spadku lipcowej inflacji CPI poniżej 3,0% r/r zakładaliśmy bardziej wyważoną komunikację i pozostawienie furtki dla lipcowej redukcji stóp. Tymczasem wydźwięk przekazu był bardzo wyraźnie „jastrzębi”, którego głównym uzasadnieniem była perspektywa luźnej polityki fiskalnej oraz niepewność co do skali wzrostu cen energii elektrycznej w IV kw.
- W trakcie konferencji prasowej prezes NBP podkreślił, że Rada nie zapowiada przyszłych decyzji ws. poziomu stóp procentowych, z drugiej strony w odpowiedzi na pytanie dot. opcji lipcowej obniżki zasugerował, że podczas lipcowego posiedzenia nie wykluczają się wątpliwości dot. przyszłej polityki fiskalnej i cen energii. „Jastrzębi” wydźwięk wypowiedzi prezesa NBP wzmocniła także późniejsza wypowiedź L. Koteckiego z RPP, który powiedział, że widoczny jest w Radzie spadek poparcia dla obniżek stóp w kolejnych miesiącach.
- Interpretujemy te wypowiedzi jako sygnał, że obecnie większość Rady zamierza na kolejnym lipcowym posiedzeniu utrzymać stopy procentowe i uważamy obecnie, że taki scenariusz jest obecnie jest najbardziej prawdopodobny (bazowy). Jednocześnie uważamy, że prawdopodobieństwo obniżki stóp w lipcu nie jest zerowe (ok, 25%). Sądzymy, że RPP mogłaby zdecydować się na „wyprzedzającą” obniżkę stóp w oparciu o prognozy NBP, które w naszej ocenie wskażą na spadek lipcowej inflacji w okolice celu NBP (2,6% – 2,7%), Sądzymy, że tę perspektywę członkowie Rady uświadomią sobie w pełni dopiero podczas lipcowego posiedzenia.
- Uwzględniając generalną zmianę przekazu członków RPP ponownie oczekujemy, że w II połowie roku Rada obniży stopy o 50 pkt. baz. (po 25 pkt. baz. we wrześniu i listopadzie), przy czym obecnie bilans prawdopodobieństwa dla tego scenariusza wydaje się ciężać w kierunku mniejszej skali poluzowania polityki monetarnej.
- Bardziej „jastrzębi” przekaz RPP poskutkował w minionym tygodniu wzrostem stawek kontraktów FRA o 11-25 pkt. baz. (w zależności od tenoru) oraz wzrostami stawek IRS (13-17 pkt. baz.). Rentowności 2-letnich papierów wzrosła o 13 pkt. baz. do 4,58%, a 10-latek o 23 pkt. baz. do 5,56%. Wzrost rentowności na dłuższym końcu dodatkowo stymulował wzrost rentowności na rynkach bazowych.
- Przez cały miniony tydzień na krajowym rynku akcji dominowały spadki, indeks WIG obniżył się o 2,2%, choć w głównej mierze wynikało to z obaw o destabilizację sytuacji politycznej (obawy o trwałość koalicji rządzącej po wyborach prezydenckich) niż z powodu prognoz polityki pieniężnej. Sytuacja polityczna ograniczyła także potencjalne wzmocnienie złotego z tytułu bardziej

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

„jastrzębiej” retoryki RPP. Złoty w relacji do koszyka walut osłabił się o 0,8%, w relacji do euro kurs wzrósł do 4,29 PLN/EUR.

- Na rynku globalnym z kolei nastroje rynkowe poprawiały się, na co mogły wpłynąć publikacje lepszych danych makroekonomicznych oraz utrzymujący się pewien optymizm lub mniejszy pesymizm dot. ostatecznych wyników negocjacji handlowych między USA i ich partnerami handlowymi.
- Choć majowe wskaźniki koniunktury ISM w USA wyraźnie osłabły, to wzrost zatrudnienia w maju utrzymał się na solidnym poziomie 139 tys., blisko 6-mies. średniej (ponad 150 tys. uwzględniając korektę w dół danych za marzec i kwiecień). Kolejny miesiąc z rzędu na stabilnym poziomie 4,2% utrzymała się także stopa bezrobocia, a dynamika płac wbrew prognozom nie osłabła. Choć można wskazać na pewne słabsze aspekty sytuacji na rynku pracy (wyższy poziom liczby nowych bezrobotnych wg danych tygodniowych, zatrudnienie koncentrujące się w ochronie zdrowia i polityce społecznej), to wciąż dane te są na tyle dobre, aby przy podwyższonej niepewności dot. inflacji, FOMC na czerwcowym posiedzeniu wstrzymał się z obniżeniem stóp procentowych.
- Na posiedzeniu w tygodniu minionym [rada EBC](#) obniżyła stopy procentowe o 25 pkt. baz. (w tym stopę depozytową do 2,0%), natomiast jednocześnie zasygnalizowała opcję zakończenia bieżącego cyklu obniżek stóp. W trakcie konferencji prezes Lagarde powiedziała, że rada jest „dobrze pozycjonowana i w dobrym miejscu, biorąc pod uwagę szereg niepewności”. Z drugiej strony podtrzymała przekaz dot. zależności kolejnych decyzji rady od napływających danych makro, a bilans ryzyka dla prognoz aktywności gospodarczej i inflacji w kontekście niepewności dot. polityki handlowej wskazuje także na utrzymujące się ryzyko niższych stóp EBC.
- Zarówno korekta w górę wzrostu PKB w I kw. w strefie euro (do 0,6% kw/kw wcześniej szacowanych 0,3%) jak i wzrost majowego indeksu PMI w przemyśle (50,2 pkt. z 49,5 pkt.) poprawiają ocenę bieżącej sytuacji, to nie zmieniają oczekiwań spowolnienia w II połowie roku. Korekta danych za I kw. jest związana z podwyższeniem szacunku eksportu leków ze strefy euro do USA (w obawie przed wzrostem ceł), a struktura wskaźnika PMI w przemyśle wskazuje na spadki zamówień eksportowych i ryzyko osłabienia produkcji.
- Generalnie lepsze bieżące dane gospodarcze oraz bardziej konserwatywny komentarz EBC przełożyły się na wzrost rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności amerykańskich 10-latek wzrosły o 11 pkt. baz. do 4,51%, z kolei rentowności papierów niemieckich wzrosły o 7 pkt. baz. do 2,57%.
- Lepsze nastroje rynkowe wsparły notowania akcji, globalny indeks MSCI wzrósł w skali tygodnia o 1,3%, w tym wskaźnik w USA o 1,6%, a w strefie euro o 0,9%. W grupie rynków wschodzących wskaźnik MSCI wzrósł o 1,9%. W minionym tygodniu nie utrzymała się natomiast aprecjacja dolara, który w relacji do koszyka walut osłabił się o 0,4%, co przy wzmocnieniu euro o 0,2% skutkowało powrotem kursu euro wobec dolara do 1,14 USD/EUR.
- Na bieżący tydzień zaplanowana jest publikacja wskaźnika inflacji CPI w USA w maju, szczególnie istotnego w kontekście potencjalnego silniejszego wzrostu cen towarów po dotychczasowych podwyżkach ceł. W dalszym ciągu na nastroje rynkowe wpływać będą wszelkie informacje dot. przebiegu negocjacji handlowych USA z poszczególnymi partnerami handlowymi.

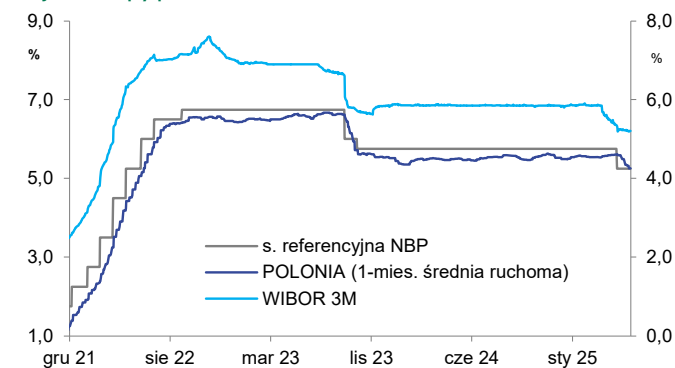
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 9 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:30	CHN	Inflacja CPI	maj	-0,1% r/r	-0,2% r/r	-
środa 11 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	US	Inflacja CPI	maj	2,3% r/r	2,5% r/r	-
14:30	US	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	maj	2,8% r/r	2,9% r/r	-
piątek 13 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI (ost.)	maj	4,1% r/r (wst.)	-	4,1% r/r
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	kwi	2,6% m/m	-1,7% m/m	-
14:00	PL	Saldo na rachunku obrotów bieżących	kwi	-1,419 mld EUR	-854 mld EUR	-193 mld EUR
poniedziałek 16 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
04:00	CHN	Produkcja przemysłowa	maj	6,1% r/r	6,0% r/r	-
04:00	CHN	Sprzedaż detaliczna	maj	5,1% r/r	4,9% r/r	-
04:00	CHN	Inwestycje	sty-maj	4,0% r/r	4,0% r/r	-
14:00	PL	Inflacja CPI – wskaźnik bazowy	maj	3,4% r/r	3,5% r/r*	3,4% r/r**

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

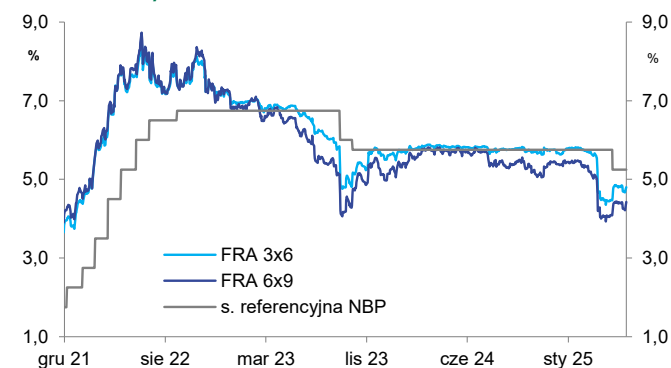
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



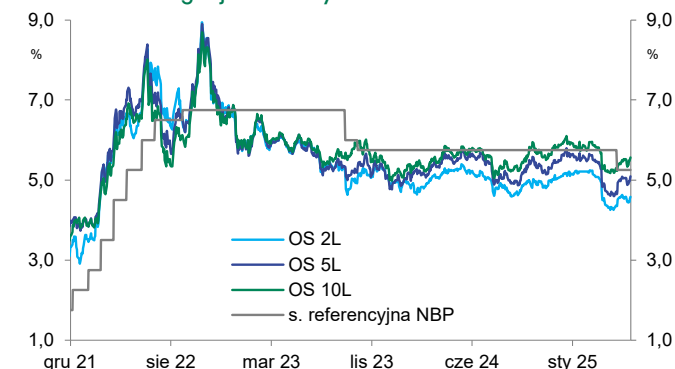
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



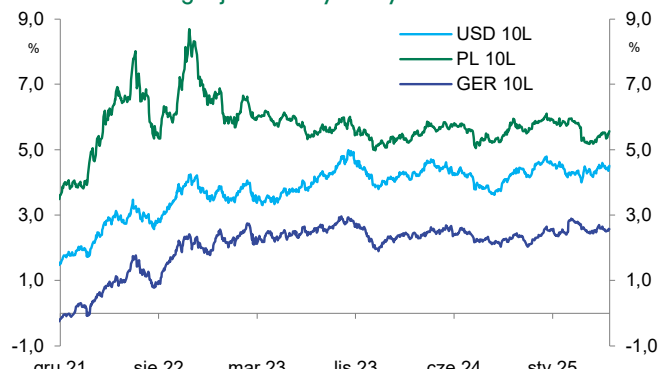
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



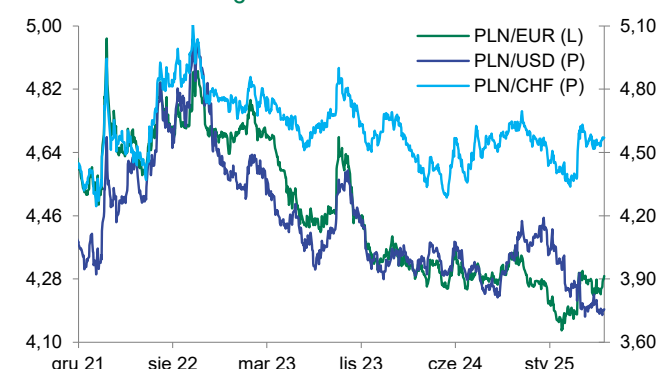
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



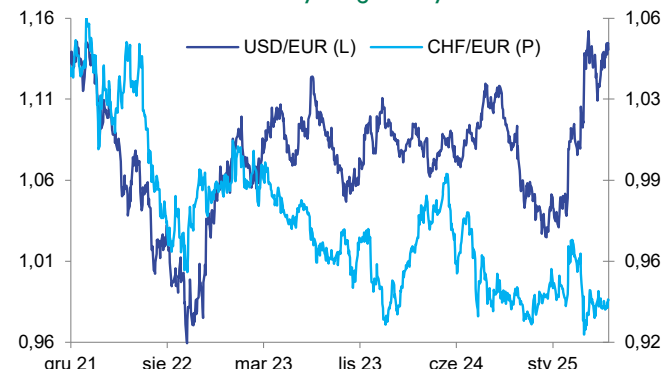
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



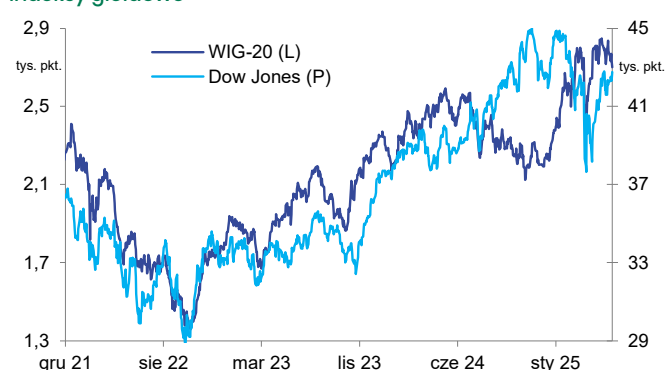
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



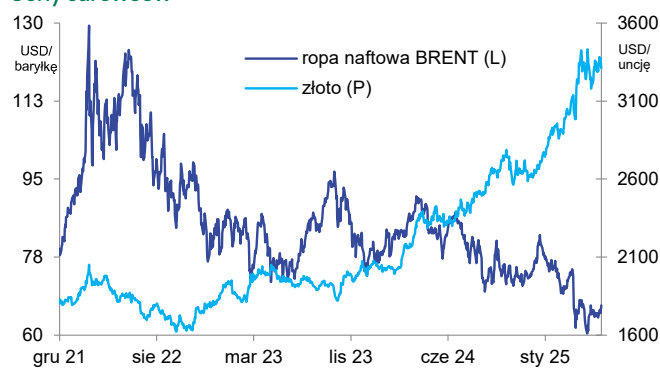
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



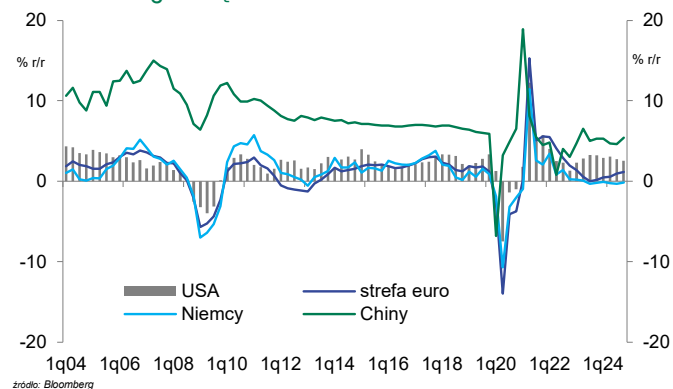
źródło: Bloomberg

2025-06-09

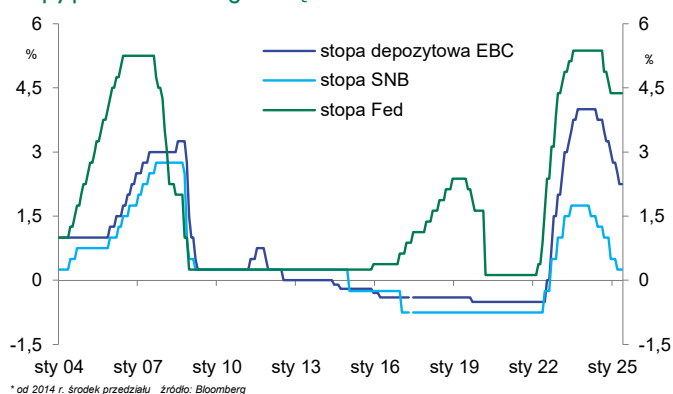
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

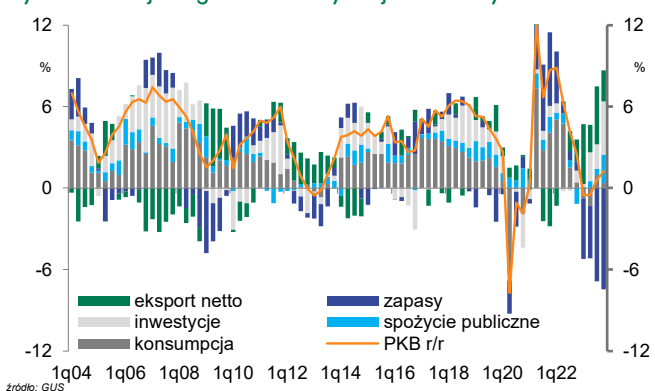
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



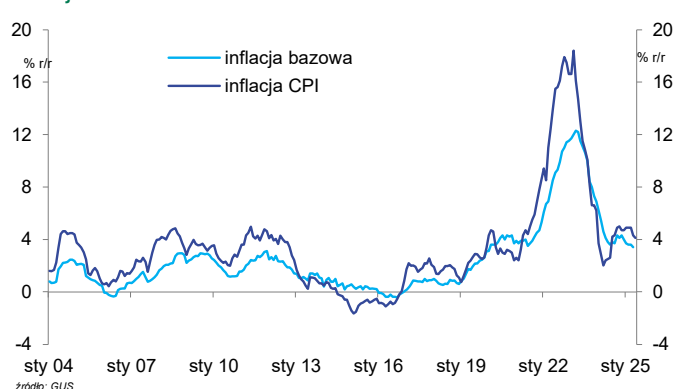
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



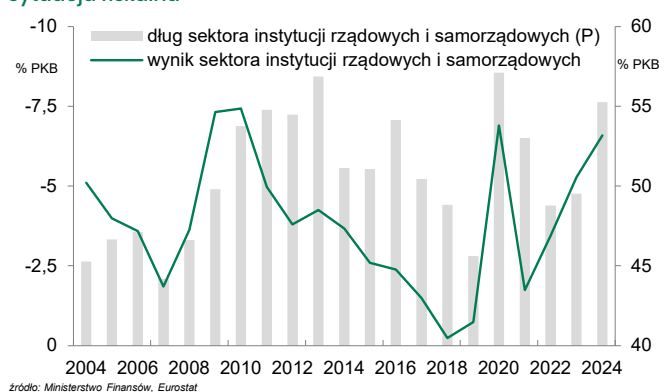
Rynek pracy



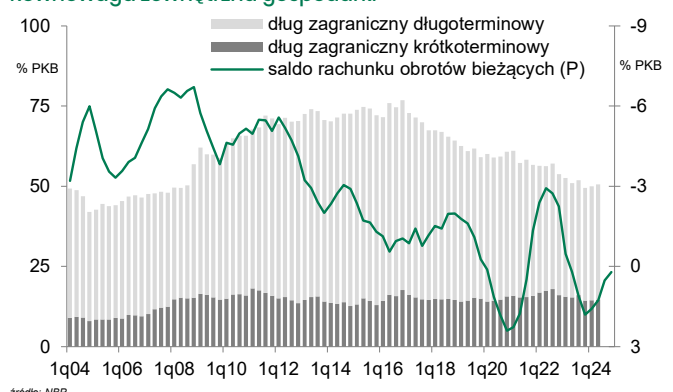
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2025	30.05.2025	06.06.2025	30.06.2025	31.07.2025	30.09.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75
Stopa depozytowa NBP	%	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25
WIBOR 3M	%	5,22	5,22	5,21	5,25	5,05	4,85
FRA 3x6	%	4,69	4,69	4,80	-	-	-
FRA 6x9	%	4,25	4,25	4,43	-	-	-
FRA 9x12	%	3,92	3,92	4,17	-	-	-
IRS 2L	%	4,18	4,18	4,35	-	-	-
IRS 5L	%	4,11	4,11	4,27	-	-	-
IRS 10L	%	4,46	4,46	4,59	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,46	4,46	4,58	4,50	4,45	4,40
Obligacje skarbowe 5L	%	4,88	4,88	5,09	5,00	4,95	4,85
Obligacje skarbowe 10L	%	5,34	5,34	5,56	5,45	5,40	5,30
PLN/EUR	PLN	4,25	4,25	4,29	4,27	4,27	4,28
PLN/USD	PLN	3,75	3,75	3,76	3,76	3,78	3,82
PLN/CHF	PLN	4,56	4,56	4,57	4,54	4,53	4,54
USD/EUR	USD	1,14	1,14	1,14	1,14	1,13	1,12
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,40	4,40	4,51	4,40	4,35	4,25
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,50	2,50	2,57	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.