



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

5 czerwca 2025

Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś o godz. 14:15 poznamy decyzję Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Według powszechnych oczekiwań ekonomistów i inwestorów podstawowa stopa procentowa (depozytowa) zostanie obniżona do 2,00% z 2,25%. Poza komunikatem i konferencją prezesa EBC C. Lagarde w centrum uwagi będą uaktualnione prognozy makroekonomiczne, uwzględniające już zmiany w polityce celnej na świecie zainicjowane przez D. Trumpa. Cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Eurolandzie dobiega powoli końca, a EBC będzie podchodził ostrożniej do ewentualnych kolejnych decyzji. Naszym zdaniem perspektywy gospodarcze dla strefy euro: słaby wzrost, obniżająca się inflacja oraz wolniejszy wzrost płac uzasadniają dalsze cięcia kosztu pieniądza. Rynek wycenia mniej więcej dwie obniżki stóp do końca roku i do końca cyklu, ale z dużą szansą na pauzę w cyklu obniżek w lipcu.
- **PL:** Na dziś na godz. 15:00 zaplanowana jest konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego A. Głapińskiego po czerwcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, które zgodnie z oczekiwaniami zakończyło się stabilizacją stóp proc. W szczególności interesujące będzie dla nas znaczenie polityki fiskalnej w funkcji reakcji Rady po wyborach prezydenckich.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Rada Polityki Pieniężnej na czerwcowym posiedzeniu utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna NBP wynosi 5,25%, po tym jak została w maju obniżona o 50 pkt baz. Decyzja okazała się zgodna z komunikacją Rady w maju, która wskazywała na to, że dokonana wówczas obniżka stóp miała charakter „dostosowania”, a nie wznowieniu cyklu obniżek. Nie widzimy także nowych istotnych kwestii w komunikacie mogących zmieniać oczekiwania co do polityki pieniężnej. RPP ocenia inflację cen usług jako „podwyższoną” i pisze, że czynnikiem niepewności jest presja popytowa, rynek pracy, ceny administrowane nośników energii oraz polityka fiskalna. Decyzja w czerwcu zapadła już po wyborach prezydenckich, które zwiększa ryzyka dla zakładanej na przyszłość ścieżki konsolidacji fiskalnej. Sądzymy zatem, że rola polityki fiskalnej wzrosła w funkcji reakcji członków Rady Polityki Pieniężnej. Niemniej, pomijając tę kwestię, perspektywy inflacji poprawiają się, zwłaszcza w krótkim okresie. Powinna to potwierdzić nowa projekcja makroekonomiczna NBP, z którą Rada zapozna się w lipcu. Może to skłonić Radę do dostosowania wtedy polityki pieniężnej obniżając stopy procentowe NBP o 25 pkt baz. Kolejnych obniżek łącznie o 50 pkt baz. spodziewamy się już w 4Q 2025, gdy Rada zapozna się z analizami skutków ustawy budżetowej na 2026 r. W konsekwencji, stopa referencyjna osiągnęłaby na koniec 2025 r. 4,50%. Sądzymy jednak, że nasila się nieco ryzyko dla większych w skali oraz szybszych cięć stóp proc. w tym roku.
- **PL:** Agencja S&P ocenia, że po wyniku wyborów prezydenckich w Polsce „złożone tło instytucjonalne kraju pozostanie bez zmian” i że trudno będzie o cofnięcie niektórych reform w zakresie wymiaru sprawiedliwości. Co prawda polska gospodarka ma bardzo mocne fundamenty, ale „nierównowaga fiskalna kraju rosła w ostatnich latach, a przedłużający się impas polityczny sugeruje, że prawdopodobieństwo reform fiskalnych jest niskie”. S&P prognozuje spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych jako odsetka PKB - do 5,1 proc. w 2026 r. i do 3,9 proc. w perspektywie 2028 r. Oczekiwania te są wyższe niż założenia rządu. W podobnym do S&P duchu wypowiadał się Fitch, który ocenia, że „wynik wyborów prezydenckich w Polsce prawdopodobnie nadal będzie stanowił wyzwanie dla reform gospodarczych i trwałej konsolidacji fiskalnej oraz może zaostrzyć konflikty instytucjonalne”.

Rynki na dziś

Krajowy rynek czeka na dzisiejszą konferencję prezesa NBP i zakładamy, że może być stosunkowo gołębia zwiększając potencjalnie oczekiwania rynku na obniżkę stóp w lipcu. Na rynkach bazowych najważniejszym wydarzeniem jest obniżka stóp EBC i spodziewane obniżenie prognoz CPI i PKB. To może działać w kierunku niższych rentowności obligacji. Rano wsparciem dla euro i złotego mogą być lepsze dane o zamówieniach z Niemiec, ale oczekiwania na rychłe obniżki stop mogą wywierać presję na złotego w dalszej części sesji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2795	0.1%
USD/PLN	3.7492	-0.2%
CHF/PLN	4.5703	0.2%
EUR/USD	1.1417	0.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.33	0
WIBOR 3M	5.21	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.49	0
5Y	4.97	-2
10Y	5.49	-1

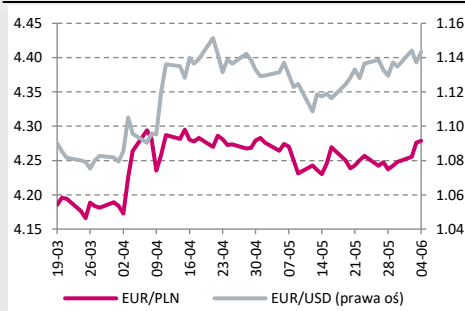
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.16	1
5Y	4.10	-6
10Y	4.46	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.53	2
US 10Y	4.38	-6

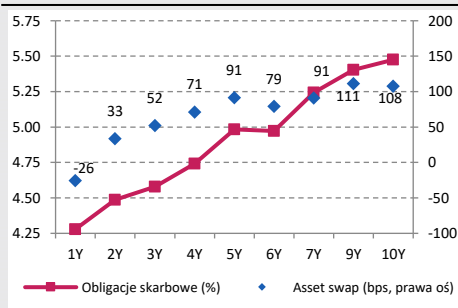
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	101380.5	1.4
DAX	24276.5	0.8
S&P 500	5970.8	0.0

Źródło: LSEG Datastream
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

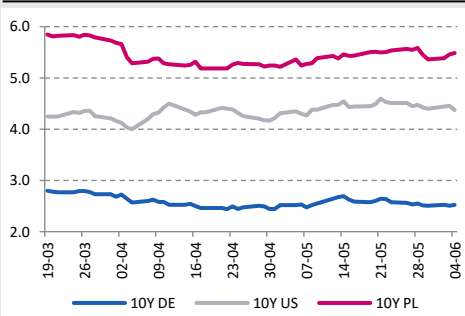
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



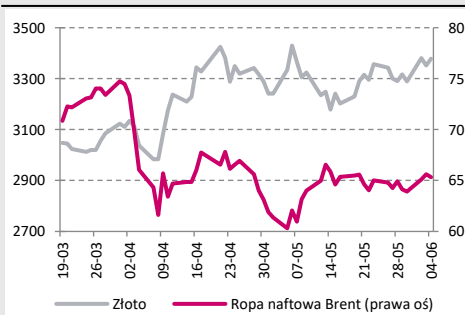
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Złoty nieznacznie tracił na wartości do euro w trakcie wczorajszej sesji z okolic 4,24 w kierunku 4,28. Na rynku stopy procentowej stawki FRA, IRS rosły nieznacznie, a obligacje były wsparte przez umocnienie na rynkach bazowych. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej, która zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, nie miała dużego przełożenia na rynek. Komunikat RPP nie zawierał materialnych zmian w stosunku do dokumentu opublikowanego po majowym posiedzeniu.

Rynki zagraniczne

Kurs EURUSD wzrósł do 1,1428 z 1,138, a wsparciem dla takiego ruchu były publikowane dane makroekonomiczne. Nieco lepszy od prognoz okazał się indeks PMI dla usług ze strefy euro, a słabsze od prognoz były dane z USA, najpierw o zatrudnieniu poza rolnictwem w sektorze prywatnym (wzrost wg ADP jedynie o 37 tys. w porównaniu do prognozowanych 114 tys.), a potem dane o ISM dla usług (spadek w maju do 49,9 pkt z 51,6 pkt). Rentowności obligacji na rynkach bazowych spadły o kilka pkt baz. w reakcji na dane z USA Rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich wyniosły ok. 4,37%, a 10-letnich Bundów ok. 2,53%. Beżowa Księga Fed pokazała, że aktywność gospodarcza w USA nieznacznie spadła w ostatnich tygodniach, co wskazuje, że taryfy i zwiększona niepewność mają wpływ na gospodarkę.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Sobota 31 maja						
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Maj	49.0	49.5	49.5	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Maj	50.4	50.6	50.3	
Niedziela 01 czerwca						
II tura wyborów prezydenckich Polska						
Poniedziałek 02 czerwca						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Maj	50.2	47.1	50.4	50.7
10:00 PKB r/r fin.	Polska	Q2	3.4%	3.2%	3.2%	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Maj	49.4	49.4	49.4	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Maj	48.7	48.5	48.7	
Wtorek 03 czerwca						
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Maj	2.2%	1.9%	2.1%	
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Kwiecień	3.4%	-3.7%	-3.1%	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Kwiecień	7.20 mln	7.391 mln		
Środa 04 czerwca						
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Czerwiec	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Maj	50.1	49.7	48.9	
14:15 Raport ADP	USA	Maj	62 tys.	37 tys.	110 tys.	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Maj	51.6	49.9	52.0	
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Czerwiec				
Czwartek 05 czerwca						
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m s.a.	Niemcy	Kwiecień	3.6%	0.6%	-1.0%	
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Czerwiec	2.25%		2.00%	2.00%
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Czerwiec				
Piątek 06 czerwca						
08:00 Produkcja przemysłowa m/m	Niemcy	Kwiecień	3.0%		-0.9%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Maj				
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Maj	177 tys.		130 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Maj	4.2%		4.2%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Maj	0.2%		0.3%	
Poniedziałek 09 czerwca						
10:30 Indeks Sentix	EZ	Czerwiec	-8.1			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet

Millennium
bank