

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

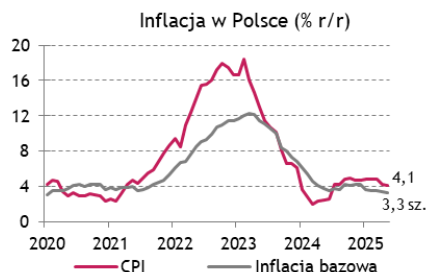
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, sz - szacunek

Urząd Regulacji Energetyki poinformował o obniżce od lipca cen gazu ziemnego m.in. dla gospodarstw domowych. Ponadto we wstępnym wyliczeniu inflacja CPI w maju zaskoczyła w dół. Informacje te wzmacniają oczekiwania na dalsze cięcia stóp procentowych RPP. Naszym zdaniem jednak w tym tygodniu stopy nie zmienią się a do kolejnej obniżki dojdzie w lipcu.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Karol Nawrocki wygrywa wybory prezydenckie

Wybory prezydenckie wygrał Karol Nawrocki otrzymując 50,89% głosów. Jeszcze 2 tygodnie temu jego zwycięstwo nie było scenariuszem bazowym dla inwestorów. Wyniki I tury pokazały jednak, że kandydat wspierany przez PiS ma szanse na wygrana. Wyborczy werdykt nie modyfikuje naszego scenariusza makroekonomicznego w horyzoncie do 2027 r., gdy planowo mają odbyć się kolejne wybory parlamentarne. Uprawnienia prezydenta w zakresie gospodarki są ograniczone. Niemniej ma on prawo weta ustaw uchwalanych przez parlament i z tego względu utrudniona może być realizacja polityki gospodarczej rządu. Ponadto, wyniki wyborów prezydenckich nasilają ryzyko zawirowań na polskiej scenie politycznej, a wysokie poparcie dla ugrupowań prawicowych zwiększa prawdopodobieństwo zmiany władzy w najbliższych wyborach parlamentarnych w 2027 r. W takich uwarunkowaniach obecny rząd może być niechętny konsolidacji fiskalnej przed wyborami. Nie wydaje się nam jednak, aby następowało dalsze luzowanie fiskalne (np. zwiększenie kwoty wolnej od podatku), ponieważ takie rozwiązania mogą być blokowane przez prezydenta. O ile oczekiwania dla gospodarki do roku 2027 nie zmieniają się zasadniczo, także w zakresie napływu środków europejskich, o tyle istotnie rośnie niepewność co do perspektyw po 2027 r.

Niższa od oczekiwań inflacja w maju wzmacnia oczekiwania na dalsze cięcia stóp proc.

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się, że czerwiec przyniesie stabilizację stóp procentowych, a stopa referencyjna pozostanie na 5,25%. W ub. tygodniu Urząd Regulacji Energetyki poinformował o obniżce od lipca cen gazu ziemnego m.in. dla gospodarstw domowych, co obniży ścieżkę CPI o ok. 0,2 pkt proc. a dodatkowo we wstępnym wyliczeniu inflacja CPI w maju zaskoczyła w dół. Informacje te zwiększają nieco ryzyko w kierunku obniżki o 25 pkt baz. w tym tygodniu, jednak, naszym zdaniem, przed takim ruchem mogą powstrzymać członków Rady kwietniowe dane o silnym wzroście sprzedaży detalicznej i wynagrodzeń. Co więcej, Rada może chcieć bardziej kompleksowo ocenić perspektywy gospodarcze przy okazji projekcji lipcowej. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający obniżę o 25 pkt baz. w lipcu oraz dwa cięcia już w 4Q 2025.

Kolejna obniżka stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny

Ten tydzień to też posiedzenie EBC. Według powszechnych oczekiwań ekonomistów i inwestorów podstawowa stopa procentowa (depozytowa) zostanie obniżona do 2,00% z 2,25%. Poza komunikatem i konferencją prezesa EBC Ch.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. Zakładamy, że w tym roku dojdzie jeszcze do dwóch obniżek, po których stopa depozytowa zejdzie do docelowego poziomu 1,50%.

Seria danych z USA w tym dane z rynku pracy

W tym tygodniu poznamy sporo danych z USA, w tym raport z rynku pracy w maju. Według konsensusu liczba etatów wzrosła o 130 tys. m/m, po wzroście o 177 tys. m/m w kwietniu, a stopa bezrobocia pozostała na 4,2%. Realizacja tych oczekiwań, naszym zdaniem, potwierdziłaby trochę mniejszą skłonność firm do zatrudniania w nowych warunkach. Nie wpłynie to jednak na Fed, który w najbliższym czasie będzie utrzymywał nastawienie „wait-and-see”.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2525	-0.7%
USD/PLN	3.7274	-2.5%
CHF/PLN	4.5654	0.0%
EUR/USD	1.1410	1.8%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.33	-7
WIBOR 3M	5.22	-3

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.56	-7
5Y	5.06	4
10Y	5.52	8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.17	-14
5Y	4.23	-4
10Y	4.59	-3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.60	1
US 10Y	4.51	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	101761.6	-0.6
DAX	24019.1	0.4
S&P 500	5802.8	-2.6

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

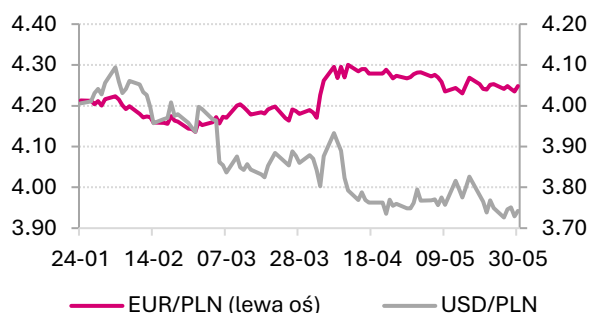
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Mimo, że w przeszłości często cykl wyborczy wiązał się z podwyższoną zmiennością na rynku walutowym, to w minionym tygodniu kurs EURPLN oscylował w wąskim przedziale wahań 4,23-4,255, średnio nieco niżej niż pod koniec poprzedniego tygodnia. Wygrana K. Nawrockiego może oznaczać potencjalny konflikt na linii rząd-prezydent i mniejszą skłonność do aprobaty ustaw realizujących rekomendacje unijne w zakresie konwergencji do unijnego prawa. Jednocześnie może to oznaczać nieco mniej łagodną politykę fiskalną, co przy negatywnym wpływie na PKB również mogłoby negatywnie wpływać na kurs złotego. Nie oczekujemy obniżki stóp procentowych na posiedzeniu w czerwcu, ale po ostatnim odczycie inflacji komunikacja Rady może być gołębia sygnalizująca obniżkę stóp w lipcu i choć rynek wycenia sporo cięć stóp w tym roku to gołębi przekaz RPP może negatywnie wpływać na złotego. Kurs EURPLN może kierować się w tym tygodniu w stronę 4,30 czemu mogą sprzyjać też słabe dane o PMI.
USD/PLN	↑	Zakładane przez nas osłabienie złotego do euro oraz umocnienie euro do dolara sugerują nieznacznąwyżkę kursu USDPLN w kierunku 3,73-74.
EUR/USD	↑	Podobnie jak złoty wyjątkowo stabilny pozostawał w minionym tygodniu kurs EURUSD w przedziale ok. 1,13-1,14. Wsparciem dla dolara była duża pozytywna niespodzianka ze strony indeksu zaufania konsumentów Conference Board oraz zablokowanie przez amerykański sąd federalny wejścia w życie taryf celnych prezydenta D. Trumpa z „Dnia Wyzwolenia”, z sygnalizacją że ten przekroczył swoje uprawnienia. Późniejsze zanegowanie tego orzeczenia przez sąd apelacyjny i słabsze dane z USA negatywnie wpływały na dolara (liczba nowych bezrobotnych i niższa inflacja PCE). Na początku tygodnia trend spadkowy dolara może się utrzymać po wypowiedziach D. Trumpa o podwyższeniu ceł na stal i aluminium od połowy tego tygodnia. Później kluczowe będzie posiedzenie EBC. Choć obniżka stóp jest w pełni wyceniona to dla rynku ważna będzie sygnalizacja odnośnie do kolejnych ruchów. Obniżka stóp EBC może być równoważona przez ewentualne komentarze C. Lagarde o rosnącej roli euro jako waluty rezerwowej oraz słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem. Kolejnym poziom oporu dla kursu EURUSD są okolice 1,15-1,16.

Rynek obligacji

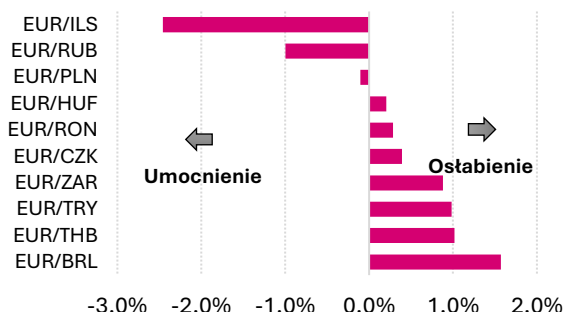
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↓	W ostatnim czasie krajowe stawki rynkowe, IRS i rentowności obligacji znalazły się blisko poziomów oporu. Choć naszym zdaniem rynek wciąż wyceniał zbyt dużą liczbę obniżek stóp w perspektywie do końca roku to brakowało argumentów za kontynuacją ruchu wzrostowego. Stawki rynkowe stopniowo się obniżały, a ruch spadkowy przybrał na sile po aprobacie przez URE obniżki cen gazu od lipca, która może obniżyć roczną dynamikę CPI o 0,2 pkt proc. Do tego kolejnym impulsem była niespodzianka inflacyjna i finalnie w trakcie tygodnia stawki FRA obniżyły się o 2-15 pb, IRS 10-18 pb, a rentowności obligacji spadły o 11-21 pb, w tym w większym stopniu na krótkim końcu krzywej. Rynek wycenia spadek stopy NBP w czerwcu oraz łącznie do końca roku o ok. 100-125 pb i wciąż jest to naszym zdaniem zbyt dużo. Niemniej, po ubiegłotygodniowych danych sądzimy, że szanse na obniżkę stóp w lipcu istotnie wzrosły (nasz bazowy scenariusz), i wzrost ryzyko obniżki we wrześniu (nasz scenariusz zakłada cięcia w październiku i listopadzie). Sprzyjać temu będzie tapnięcie inflacji w lipcu o ok. 1 pkt proc., a biorąc pod uwagę dane o inflacji za maj RPP może prezentować mocno gołębią komunikację w czerwcu. Nie zakładamy obniżki stóp na posiedzeniu w tym tygodniu, ale prawdopodobieństwo takiego ruchu wzrosło. Tym samym możliwa jest kontynuacja ruchu spadkowego dla większości tenorów zarówno na krzywej IRS i obligacjach. Sprzyjać temu może brak aukcji obligacji w tym tygodniu. Ograniczeniem dla spadku rentowności może być osłabienie złotego. Wygrana K. Nawrockiego w wyborach prezydenckich sygnalizuje mniejszą przestrzeń do luzowania fiskalnego przed kolejnymi wyborami parlamentarnymi, co może oznaczać nieco mniejsze emisje niż w scenariuszu alternatywnym. Pozytywny wpływ na spready kredytowe może być zniesiony przez mniej harmonijne relacje z UE.
10Y DE (%)	↔	Głównym wydarzeniem tygodnia dla europejskich rynków stopy procentowej będzie posiedzenie EBC z oczekiwaną obniżką stóp. To podobnie jak spadek inflacji HICP za maj w strefie euro, spadek dynamiki PPI mogą kierować stopy euro w dół. Wycena 2 obniżek stóp do końca roku jest zbliżona do naszych oczekiwań, więc bez istotnych niespodzianek w danych czy komunikacji EBC zakładamy stabilizację stóp rynkowych w najbliższych dniach tak jak w poprzednim tygodniu.
10Y US (%)	↑	Oczekiwany wzrost indeksu ISM dla usług oraz obawy o perspektywę fiskalną w USA chociażby związane z uchwaloną ustawą „big and beautiful” oraz sytuacja techniczna mogą kierować rentowności amerykańskich obligacji w górę. Pod koniec tygodnia obniżyć rentowności mogą dane o zatrudnieniu poza rolnictwem. Obecnie rynek wycenia cięcie stopy Fed o 100 pb w perspektywie 12 miesięcy.

Wykresy rynkowe

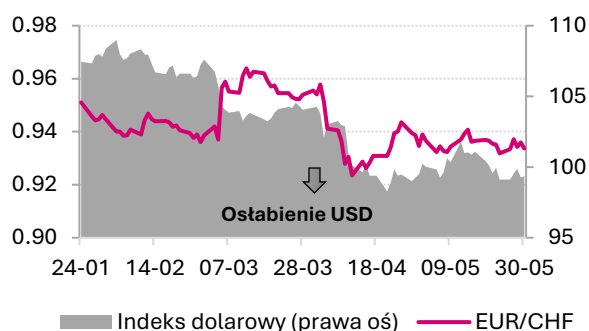
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



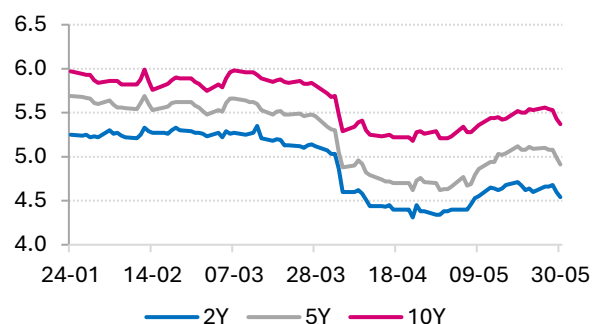
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



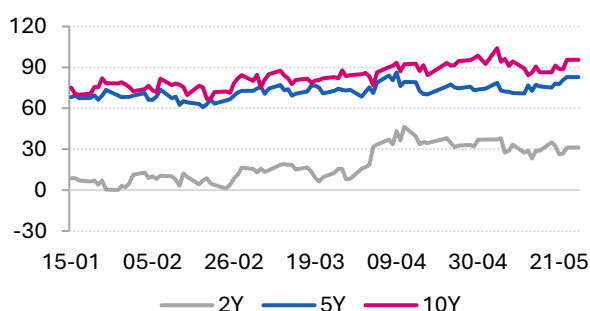
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



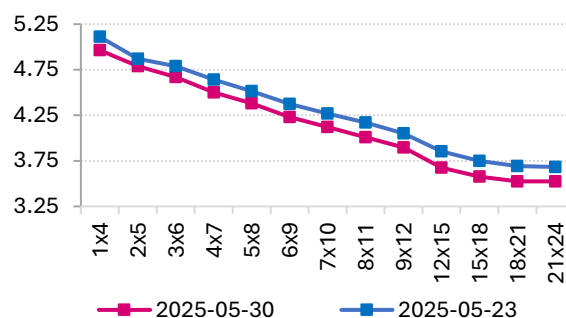
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



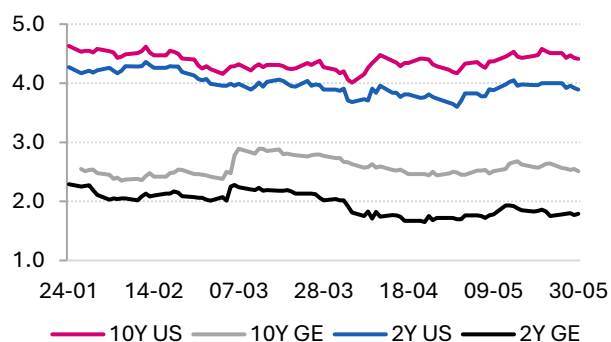
Krajowe stawki asset swap [%]



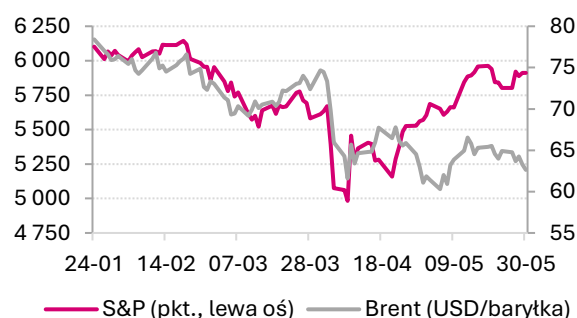
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Niedziela 01 czerwca					
II tura wyborów prezydenckich Polska					
Poniedziałek 02 czerwca					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Maj	50.2	50.4	50.7
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Maj	48.8	48.8	
10:00 PKB r/r fin.	Polska	Q2	3.4%	3.2%	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Maj	49.4	49.4	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Maj	48.7	48.7	
Wtorek 03 czerwca					
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Maj	2.2%	2.1%	
11:00 Stopa bezrobocia	EZ	Kwiecień	6.2%	6.2%	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. fin.	USA	Kwiecień	-6.3%		
16:00 Zamówienia w przemyśle m/m	USA	Kwiecień	4.3%	-3.1%	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Kwiecień	7.192 mln		
Środa 04 czerwca					
Decyzja RPP ws. stóp procentowych	Polska	Czerwiec	5.25%	5.25%	5.25%
09:00 Inflacja CPI r/r wst.	Czechy	Maj	1.8%	2.1%	
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Maj	47.2	47.2	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Maj	48.9	48.9	
14:15 Raport ADP	USA	Maj	62 tys.	110 tys.	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Maj	51.6	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%	-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 s.a.	Niemcy	Kwiecień	3.0%	-0.9%	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Kwiecień	1.5%		
11:00 PKB r/r s.a. fin.	EZ	Q1	1.2%	1.2%	
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		

Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	% r/r	5.3	0.1	2.9	3.4	2.1	3.2	2.7	3.2	3.2	3.4	3.8	3.8
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	5.0	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.6	4.2	2.8	2.5	4.5	4.8	4.9	4.5	3.8	3.9
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	98.7	82.0	79,7	67.2	81.5	84.8	78.7	73.9	74.8	65.5	64.4	60.8
Stopa referencyjna	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.50	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00	4.50
WIBOR 1M	%, k.o.	6.93	5.80	5.82	4.59	5.83	5.84	5.82	5.82	5.85	5.29	5.06	4.59
WIBOR 3M	%, k.o.	7.02	5.88	5.84	4.54	5.88	5.85	5.85	5.84	5.84	5.17	4.86	4.54
WIBOR 6M	%, k.o.	7.14	5.82	5.80	4.36	5.86	5.86	5.85	5.80	5.76	4.98	4.64	4.36
EUR/PLN	k.o.	4.69	4.35	4.27	4.28	4.30	4.31	4.28	4.27	4.18	4.25	4.25	4.28
USD/PLN	k.o.	4.40	3.94	4.10	3.75	3.99	4.03	3.82	4.10	3.86	3.80	3.76	3.75
EUR/USD	k.o.	1.07	1.10	1.04	1.14	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.12	1.13	1.14
EURIBOR 3M	%, k.o.	2.13	3.91	2.71	1.56	3.89	3.71	3.28	2.71	2.34	2.05	1.81	1.56
SOFR 3M	%, k.o.	3.62	5.36	4.69	3.82	5.35	5.35	5.31	4.69	4.35	4.32	4.26	3.82

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.