

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

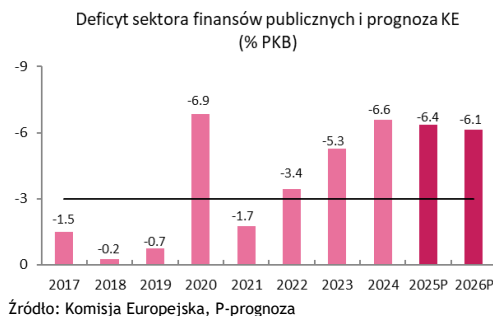
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Wynik wyborów prezydenckich nasilił obawy o mniejszą determinację rządu co do konsolidacji fiskalnej i ścieżkę redukcji deficytu w najbliższych latach. Ryzyka związane z polityką fiskalną były jednym z argumentów mało gołębiej retoryki prezesa NBP po utrzymaniu stop proc. na posiedzeniu w czerwcu. Kolejna obniżka stóp, naszym zdaniem, przesuwa się na okres powakacyjny.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

W piątek GUS opublikuje szczegółowe dane o inflacji CPI

W piątek Główny Urząd Statystyczny poda szczegółowe dane o inflacji CPI, która według szybkiego szacunku wyniosła w maju 4,1% r/r wobec 4,3% r/r w kwietniu. Spadek inflacji był efektem wyraźnego spadku cen paliw na stacjach benzynowych, a także nieco niższej inflacji bazowej. Według naszych szacunków wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się w maju do 3,3% r/r z 3,4% r/r miesiąc wcześniej. Jak zwykle najciekawsze będą natomiast dane o inflacji cen usług, która pozostaje uporczywa. W kwietniu jej dynamika wyniosła 6,3% r/r, wyraźnie powyżej celu banku centralnego. Uporczywość cen usług wskazana została przez prezesa NBP jako jeden z czynników skłaniających RPP do ostrożności w dozowaniu luzowania polityki pieniężnej. To, w połączeniu ze wzrostem ryzyka wolniejszej konsolidacji fiskalnej w kolejnych latach, zmniejsza chęć RPP do dalszych cięć stóp procentowych. Wskazywały na to także ostatnie wypowiedzi części członków Rady: H. Wniorowskiego oraz L. Koteckiego. Biorąc powyższe pod uwagę, szanse na cięcie stóp już w lipcu, w naszej ocenie, spadły radykalnie, a termin kolejnej redukcji oprocentowania przesuwana się na miesiące powakacyjne. W rezultacie skala łącznych cięć stóp procentowych w dalszej części tego roku może być także nieco mniejsza niż nasze dotychczasowe założenia i wynieść 50 pkt. baz., a nie 75 pkt. baz. jak zakładaliśmy. O ile zatem stopy procentowe w Polsce będą obniżane, to ich spadki będą następowały wolniej. Rynek stopy procentowej wycenia obecnie scenariusz spadku stopy referencyjnej do końca tego roku do poziomu 4,50%.

Czy dane inflacyjne za maj pokażą wpływ wojen celnych na gospodarkę USA?

W tym tygodniu poznamy dane o inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w maju. Według konsensusu prognoz w ankiecie Reuters wskaźnik ten wzrosnąć ma do 2,5% r/r z 2,3% r/r w kwietniu. W przypadku bazowego wskaźnika inflacji oczekuje się wzrostu do 2,9% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej. Gdyby prognozy te zrealizowały się, to oznaczałoby, że obserwowany od początku roku trend dezinflacji w USA ulega odwróceniu. W strukturze amerykańskiej inflacji w centrum uwagi będzie inflacja cen towarów „bazowych” dla oceny przekuwania się w gospodarkę polityki celnej D.Trumpa. Czynnik ten zapewne coraz bardziej będzie podnosił ceny w Stanach Zjednoczonych. Takie oczekiwania odzwierciedla konsensus prognoz dotyczących inflacji w USA w kolejnych kwartałach. Według niego wskaźnik CPI wzrośnie w 4Q 2025 do 3,5% r/r z 2,7% r/r w 2Q 2025. Ryzyka związane z inflacją i oczekiwań gospodarstw domowych co do wzrostu cen w przyszłości są głównym argumentem za stabilizowaniem przez Fed stóp procentowych w tym roku. Amerykańska Rezerwa Federalna ma tzw. podwójny mandat, czyli realizację celu inflacyjnego (2,0% r/r w średnim okresie) i maksymalne zatrudnienie. W ub. tygodniu poznaliśmy dane z rynku pracy USA, które pokazały rosnącą liczbę pracujących, ale też zwiększającą liczbę wolnych miejsc pracy. Pozwala to na skupienie się Fed na inflacji i stabilizowaniu oczekiwań inflacyjnych. Obrazujące je dane za czerwiec poznamy natomiast w piątek wraz z raportem i koniunkturze konsumenckiej w USA publikowanym przez Uniwersytet Michigan.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2842	0.4%
USD/PLN	3.7490	0.1%
CHF/PLN	4.5693	-0.1%
EUR/USD	1.1427	0.2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.34	0
WIBOR 3M	5.21	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.59	12
5Y	5.11	22
10Y	5.58	23

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.31	14
5Y	4.22	9
10Y	4.55	5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.56	4
US 10Y	4.49	7

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	99287.5	-2.2
DAX	24304.5	1.3
S&P 500	6000.4	1.5

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

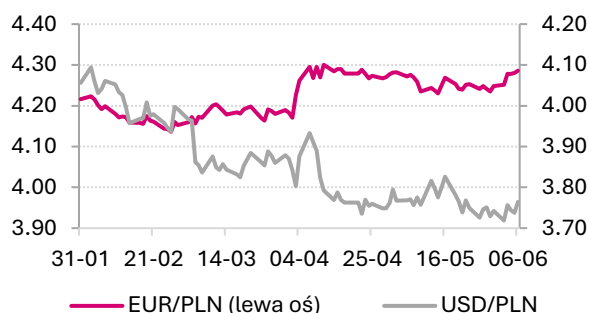
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	Złoty lekko tracił na początku minionego tygodnia, co mogło być związane z efektem powyborczym, szczególnie wobec ryzyka napięć między rządem i prezydentem z różnych obozów politycznych. Wsparciem dla złotego było z pewnością mało gołębnie wystąpienie prezesa NBP, które wygenerowało spore wzrosty rentowności oraz stawek IRS. W rezultacie kurs EURPLN wciąż pozostaje poniżej poziomu 4,30. Wciąż zakładamy, że w dłuższym terminie kurs EURPLN może iść w górę powyżej 4,30, a presję na złotego może wywierać sytuacja na krajowej scenie politycznej, czy pogorszenie w bilansie obrotów bieżących. Natomiast stabilizująco na krajową walutę będzie oddziaływać oddalająca się perspektywa obniżek stóp procentowych. W tym tygodniu kalendarium danych makroekonomicznych jest ubogie, a zmienność na złotym może generować oczekiwanie na głosowanie nad wotum zaufania dla obecnego rządu zaplanowane na środę. Zakładamy, że w najbliższych dniach kurs EURPLN pozostanie w przedziale 4,25-4,30 w oczekiwaniu na dalszy rozwój sytuacji globalnym handlu i krajowe dane publikowane pod koniec tygodnia. Wyraźnie wyższy od konsensusu odczyt deficytu obrotów bieżących może potencjalnie negatywnie wpłynąć na złotego na koniec tygodnia, choć nie spodziewamy się istotnego ruchu na parze EUR/PLN.
USD/PLN	↔	Zakładane przez nas nieznaczne osłabienie złotego do euro oraz umocnienie euro do dolara sugerują stabilizację kursu USDPLN w przedziale 3,73-74.
EUR/USD	↑	W minionym tygodniu kurs EURUSD oscylował w wąskim przedziale wahań ok. 1,135-1,145, z przejściowym wybiciem do ok. 1,15. 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). Dane te miały jednak ograniczony wpływ na notowania eurodolara. Ruch wzrostowy na parze EURUSD wywołały wypowiedzi C. Lagarde, która powiedziała, że bank jest w dobrym miejscu po ostatniej obniżce, a cykl redukcji stóp w strefie euro dobiega końca. Stany Zjednoczone i Chiny mają wznowić negocjacje handlowe w poniedziałek, w próbie dalszego złagodzenia napięć. Nadzieje na porozumienie może osłabiać dolara w kierunku 1,145. Negatywnie na USD będą działać w tym tygodniu także dane z rynku pracy w USA (liczba nowych bezrobotnych), z kolei przeciwwagą może być wzrost inflacji.

Rynek obligacji

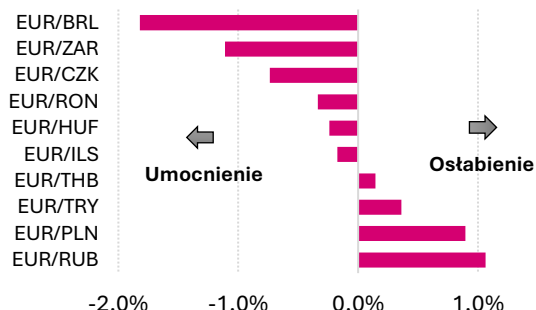
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↑	Miniony tydzień stał pod znakiem pogorszenia nastrojów na rynku papierów skarbowych. Zwyżkom rentowności towarzyszył wzrost stawek FRA o ok. 11-28 pb oraz stawek IRS o 16-23 pb. Przyczynił się do tego głównie jastrzębi przekaz prezesa NBP na ubiegłotygodniowej konferencji. Nieznacznie rosły także rentowności na rynkach bazowych. Rynek zmniejszył oczekiwania na obniżki stóp, choć ciągle spodziewa się cięcia o 25 pb w lipcu i łącznie o 50 pb do września. Po komentarzach prezesa NBP zakładamy obecnie, że wrzesień to najwcześniejszy możliwy termin na redukcję stóp więc stawki FRA i krótkoterminowe IRS mogą jeszcze podejść w górę. Z drugiej strony są one bliskie poziomów oporu, z nieco większą przestrzenią do ruchu w górę na długim końcu krzywej. Popyt na obligacje może być ograniczony przed nadchodzącą aukcją zaplanowaną na środę. Ministerstwo Finansów zaoferuje do sprzedaży obligacje za ok. 6-10 mld zł, a ponieważ w tym miesiącu, podobnie jak w maju, nie zapadają żadne obligacje podaż może wywierać presję na spready asset swap. Do umocnienia na rynku obligacji mogłoby dojść po aukcji.
10Y DE (%)	↔	Rentowności niemieckich obligacji rosły marginalnie w ostatnim tygodniu o kilka punktów bazowych, a wsparciem dla ruchu wzrostowego były wypowiedzi C. Lagarde o zbliżaniu się do końca cyklu obniżek stóp Europejskiego Banku Centralnego. Rynek wycenia jeszcze jedną obniżkę stóp do końca roku. Poprawa indeksu Sentix i oczekiwania na koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej będą wywierać presję w górę na niemieckie rentowności. Jednak w najbliższych dniach, tak jak w poprzednim tygodniu zakładamy ograniczone zmiany na niemieckim rynku długu.
10Y US (%)	↑	Amerykański dług nieznacznie się osłabiał w minionym tygodniu. Początkowo rentowności spadały m.in. w reakcji na słaby odczyt ADP, jednak po lepszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu poza rolnictwem wyraźnie wzrosły. Sytuacja techniczna sugeruje dalszy wzrost rentowności w tym tygodniu, do czego mogą się przyczynić spodziewany wzrost inflacji w USA, informacje o redukcji zaangażowania w amerykański dług przez inwestorów japońskich, czy czwartkowa aukcja obligacji 30-letnich, szczególnie w kontekście słabych wyników aukcji 20-letnich papierów skarbowych sprzed 3 tygodni.

Wykresy rynkowe

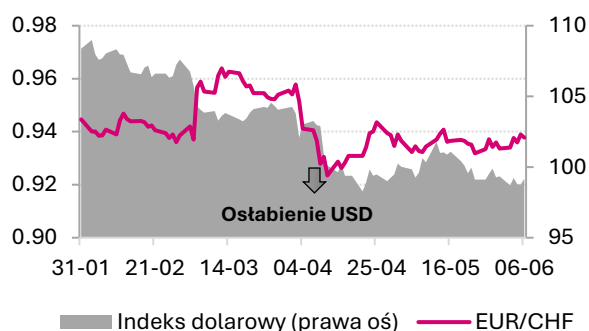
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



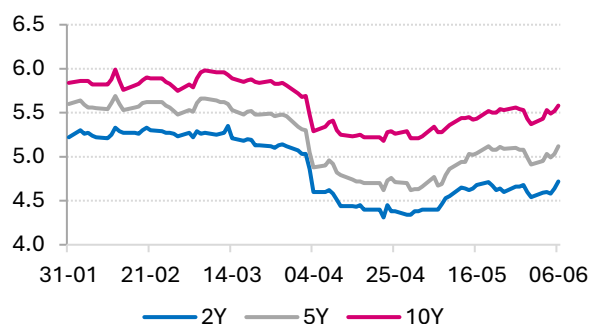
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



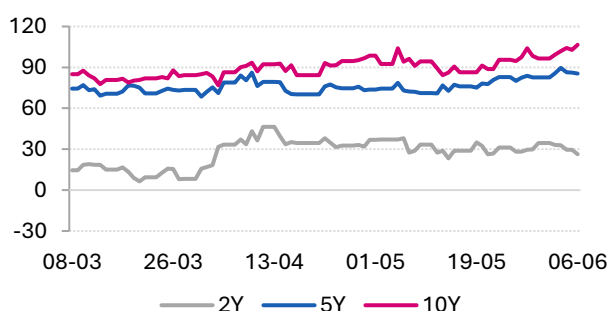
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



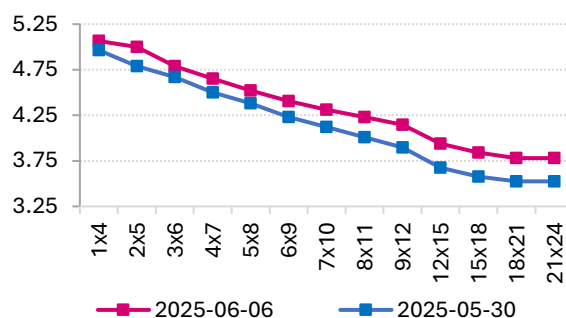
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



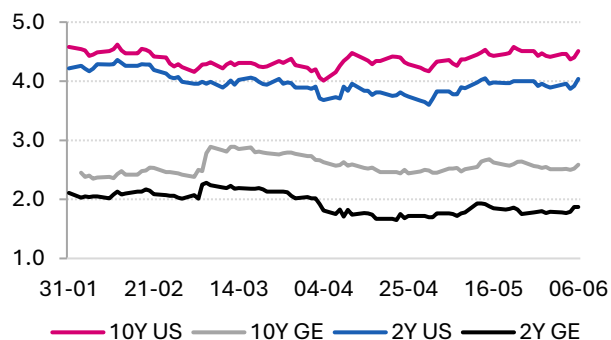
Krajowe stawki asset swap [%]



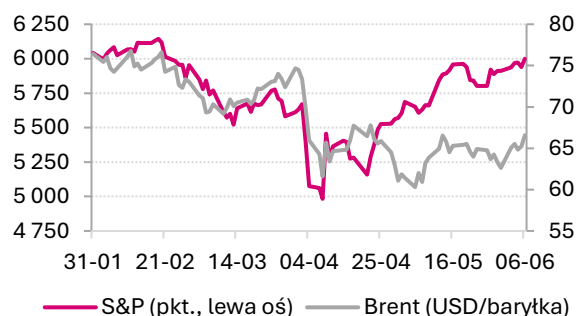
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
Poniedziałek 09 czerwca					
Eksport r/r	Chiny	Maj	8.1%	5.0%	
Import r/r	Chiny	Maj	-0.2%	-0.9%	
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Maj	-0.1%	-0.2%	
Wtorek 10 czerwca					
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Czechy	Maj	2.4%	2.4%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Czerwiec	-8.1	-6.0	
Środa 11 czerwca					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Maj	4.2%	4.3%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Czerwiec			
14:00 Głosowanie ws. wotum zaufania dla rządu D. Tuska	Polska				
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Maj	2.8%	2.9%	
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Maj	2.3%	2.5%	
Czwartek 12 czerwca					
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Maj	4.85%	5.3%	
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Maj	2.4%	2.6%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	7 czerwca	247 tys.	240 tys.	
Piątek 13 czerwca					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Maj	2.1%	2.1%	
08:45 Inflacja CPI r/r fin.	Francja	Maj	0.7%	0.7%	
09:00 Inflacja CPI r/r fin.	Hiszpania	Maj	1.9%	1.9%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Maj	4.3%	4.1%	4.1%
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Kwiecień	2.6%	-1.3%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Kwiecień	-1419 mln	-854 mln	-1610 mln
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Czerwiec	52.2	53.5	
16:00 1-roczne oczekiwania inflacyjne Uni. Michian wst.	USA	Czerwiec	6.6%		
Poniedziałek 16 czerwca					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Maj	3.4%	3.3%	3.3%

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	1.13	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 jakiejkolwiek 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.