



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

17 czerwca 2025

Informacje na dziś

- **GE:** Dziś opublikowany zostanie indeks ZEW odzwierciedlający nastroje w niemieckiej gospodarce, oparty na badaniu opinii analityków i inwestorów. Konsensus Bloomberg wskazuje na jego wzrost do 35,0 pkt. z 25,2 pkt. w maju, czemu sprzyja niewątpliwie deeskalacja wojen handlowych. Oczekiwana jest poprawa zarówno ocen bieżącej sytuacji gospodarczej, jak i oczekiwań na przyszłość.
- **US:** Dziś w USA opublikowane zostaną dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w maju. W przypadku sprzedaży detalicznej oczekuje spadku o 0,6% m/m po wzroście o 0,1% m/m w kwietniu. Pogorszenie wyniku względem poprzedniego miesiąca to w dużej mierze efekt niższej sprzedaży aut. Wyłączając ten element sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,2% m/m wobec wzrostu o 0,1% miesiąc wcześniej. Natomiast w przypadku produkcji przemysłowej spodziewana jest stabilizacja na poziomie kwietnia (0,0% m/m). Dane te powinny mieć niewielki wpływ na rynek, ponieważ inwestorzy oczekują na decyzję Fed, która zostanie opublikowana w środę wieczorem czasu polskiego.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Inflacja bazowa, mierzona jako wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, spadła w maju 3,3% r/r z 3,4% r/r w kwietniu. Według naszych szacunków to w głównej mierze efekty wyhamowania inflacji cen usług, przy względnej stabilizacji inflacji cen towarów bazowych. Przypomnijmy, że w maju wzrost cen usług wyhamował do 6,0% r/r z 6,3% r/r w kwietniu i był najniższy od stycznia 2020 r. Inflacja bazowa już drugi miesiąc znajduje się w dopuszczalnym przedziale odchylen od celu inflacyjnego NBP (poniżej 3,5% r/r). Odczyt wspiera gołębie głosy w Radzie Polityki Pieniężnej, jednak w naszej ocenie stosunek Rady do luzowania polityki monetarnej pozostanie ostrożny, wobec perspektyw utrzymania wysokiego deficytu budżetowego.
- **PL:** Deficyt budżetu państwa po maju wyniósł 108,29 mld PLN, tj. 37,5% rocznego planu. W ubiegłym roku po maju realizacja budżetu wynosiła 28,9% planu rocznego. W samym maju natomiast deficyt wyniósł 16,87 mld PLN wobec 15,14 mld PLN w kwietniu. Biorąc pod uwagę sezonowe zmiany w miesięcznych statystykach budżetowych, do oceny sytuacji budżetu warto spoglądać na wartości skumulowane. Tak ujęty deficyt (skumulowany za ostatnie 12 miesięcy) wyniósł po maju 266,19 mld PLN. Wartość ta powinna zmierzać stopniowo do założonego w ustawie budżetowej poziomu 289 mld PLN. W realizacji budżetu po maju warto zwrócić uwagę na poprawę realizacji dochodów z VAT (+13,3% r/r w okresie styczeń-maj), co wpisuje się w widoczną w ostatnich miesiącach poprawę w zakresie popytu konsumpcyjnego.

Rynki na dziś

Poniedziałkowa sesja na giełdach za oceanem zakończyła się niewielkimi wzrostami głównych indeksów, wobec nadziei na deeskalację po tym jak Iran wykazał wolę do porozumienia. Prezydent USA zasygnalizował, że USA nie dołączą do Izraela w konflikcie z Iranem. Jednak w reakcji na jego komentarze odnośnie zalecanego ewakuacji Teheranu i sugestii Iranu o zamknięciu cieśniny Ormuz rosły ceny ropy i spadały kontrakty futures na indeksy giełdowe w USA. Indeksy w Azji zanotowały niewielkie zmiany. Nastrojom mogą z kolei sprzyjać informacje o umowach handlowych USA z innymi krajami. Zgodnie z oczekiwaniami Bank Japonii nie zmienił stóp procentowych (główna stopa na poziomie 0,5%). Bank centralny planuje zmniejszyć tempo, w jakim ogranicza miesięczne zakupy obligacji od przyszłego roku podatkowego do kwartalnych obniżek o 200 mld jenów (1,34 mld \$) z obecnych 400 mld jenów, co może zmniejszyć presję na długoterminowe japońskie rentowności. W rezultacie po decyzji lekko zyskuje jen. Kurs EURPLN jest na otwarciu blisko wczorajszego zamknięcia ok. 4,273 z lekką tendencją wzrostową. Wsparciem dla nastrojów, euro i złotego mogą być dzisiejsze dane o niemieckim ZEW.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2691	-0.1%
USD/PLN	3.6789	-0.6%
CHF/PLN	4.5427	-0.4%
EUR/USD	1.1608	0.5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.34	0
WIBOR 3M	5.23	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.65	3
5Y	5.08	-2
10Y	5.57	2

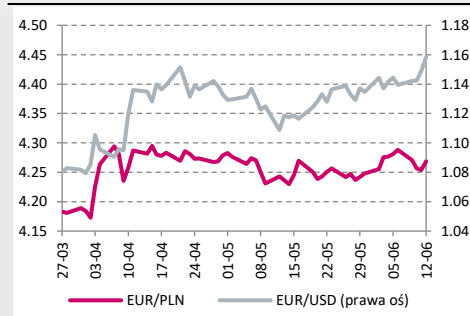
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.37	2
5Y	4.32	-3
10Y	4.65	4

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.52	0
US 10Y	4.41	0

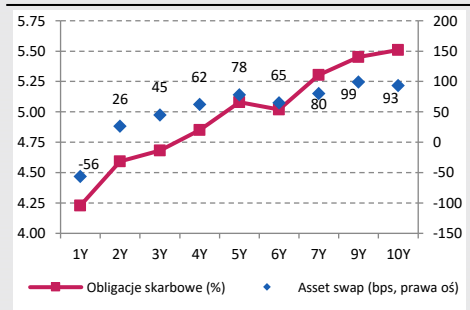
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	99583.4	0.2
DAX	23699.1	0.8
S&P 500	6033.1	0.9

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

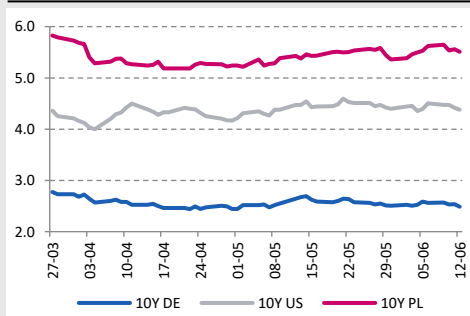
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



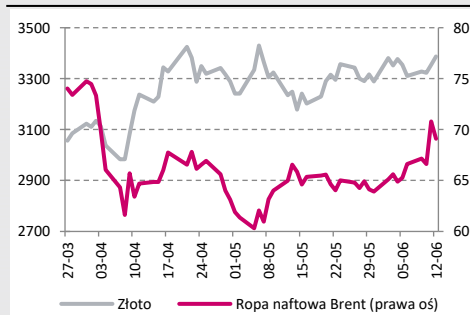
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Wczorajsza sesja stała pod znakiem lekkiej deeskalacji napięcia geopolitycznego, co przekładało się na wzrosty indeksów akcyjnych. Mimo to złoty nieznacznie tracił na wartości względem euro, podążając w kierunku 4,273 po umocnieniu do ok. 4,258. Ministerstwo Finansów poinformowało, że stan środków walutowych na koniec maja spadł do 9,07 mld euro z 10,97 mld euro na koniec poprzedniego miesiąca. Według informacji z początku miesiąca Ministerstwo wymieniło w 2024 r. na rynku równowartość 4,9 mld EUR, a w NBP 25,3 mld EUR. Zakładamy, że większość środków będzie dalej wymieniana w NBP, aby nie generować presji na złotego. Na rynku stopy procentowej zanotowano niewielki wzrost stawek FRA o 3-7 pb oraz IRS o 2-6 pb. Na rynku obligacji zmiana rentowności była ograniczona. W wypowiedzi dla agencji Bloomberg członkini Rady Polityki Pieniężnej Gabriela Masłowska opowiedziała się za tym, aby poczekać z kolejną obniżką stóp procentowych do września. To jeden z wielu komentarzy utrzymanych w tym tonie od czasu ostatniego posiedzenia RPP. Z drugiej strony członek Rady Polityki Pieniężnej Cezary Kochalski powiedział, że w lipcu RPP może zdecydować o obniżce stóp procentowych o 25 pb, choć sytuacja na Bliskim Wschodzie „może pozostawić mniej miejsca na zmianę stóp w lipcu”. Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że 18 czerwca zorganizuje zwykły przetarg sprzedaży obligacji zamiast planowanego wcześniej przetargu zamiany. Na śródowej aukcji resort finansów zaoferuje sześć serii obligacji (OK0128, PS0130, PS0730, WZ0930, DS0432 i DS1035) łącznie za 6-10 mld zł.

Rynki zagraniczne

Europejska sesja zakończyła dzień wzrostami wobec nadziei na deeskalację sporu na Bliskim Wschodzie. Ceny ropy zanotowały niewielki spadek do ok. 75\$ za baryłkę Brent. Kurs EURUSD rósł z ok. 1,152 do ok. 1,161, tj. linii oporu, która nie została pokonana. J. Nagel z EBC powiedział wczoraj, że bank centralny jest elastyczny i nie zamierza sygnalizować przerwy, ani obniżki stóp ze względu na większą niepewność. Powiedział również, że EBC osiągnął już swoje cele i latem nie będzie obniżek stóp procentowych. To z kolei jest zgodne z naszym założeniem, że kolejny ruch EBC nastąpi we wrześniu. Po sporym wzroście w piątek na poniedziałkowej sesji rentowności na rynkach bazowych nie zmieniły się istotnie, za to stawki FRA dla euro i dolara rosły o kilka punktów bazowych. Rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich wyniosły na koniec sesji ok. 4,42%, a niemieckich do 2,53%. USA i Wielka Brytania w poniedziałek na szczycie G7, że sfinalizowali umowę handlową, a prezydent USA zapowiedział, że wkrótce podpisze umowy z innymi krajami. Nowa umowa w sprawach gospodarczych i bezpieczeństwa między Kanadą a USA zostanie zawarta w ciągu 30 dni. Uczestnicy rynku czekają na serię decyzji banków centralnych, gdzie rynek oczekuje obniżek stóp jedynie w przypadku SNB i Riksbanku. Kluczowe dla nastrojów będzie jednak posiedzenie Fed.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 13 czerwca						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Maj	4.3%	4.0%	4.1%	
Poniedziałek 16 czerwca						
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Maj	6.1%	5.8%	5.9%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Maj	5.1%	6.4%	5.0%	
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q1	4.1%	3.4%		
11:00 Koszty pracy r/r	EZ	Q1	3.7%	3.4%		
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Maj	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
Wtorek 17 czerwca						
Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Maj	0.50%	0.50%	0.50%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Czerwiec	25.2		34.0	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Maj	0.1%		0.1%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Maj	0.0%		0.1%	
Środa 18 czerwca						
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Maj	1.9%		1.9%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r fin.	EZ	Maj	2.3%		2.3%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	14 czerwca	248 tys.		245 tys.	
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Maj	4.25-4.50%		4.25-4.50%	4.25-4.50%
Czwartek 19 czerwca						
Dzień wolny od pracy - Boże Ciało	Polska					
Dzień wolny od pracy	USA					
09:30 Decyzja SNB ws. stóp procentowych	Szwajcaria	Q2	0.25%		0.00%	
11:00 Produkcja budowlana m/m s.a.	EZ	Kwiecień	0.1%			
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Czerwiec	4.25%		4.25%	
Piątek 20 czerwca						
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Czerwiec	3.00%		3.00%	
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Maj	-0.9%		-1.2%	
16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.	EZ	Czerwiec	-15.2		-14.5	
Poniedziałek 23 czerwca						
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Maj	-0.8%		8.8%	9.2%

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