



Makro i rynek

komentarz tygodniowy

16 czerwca 2025

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

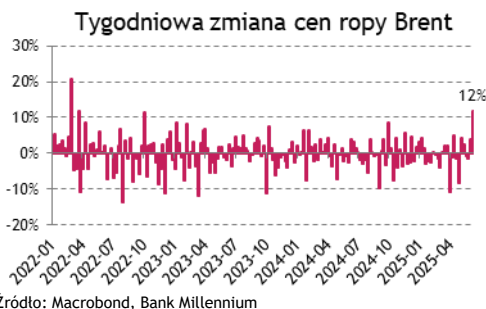
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Atak Izraela na Iran wywołał zawirowania na rynku ropy naftowej, która w ciągu minionego tygodnia podrożała o ok. 12%. Tak wysoka zmienność cen ropy naftowej miała miejsce po wybuchu wojny w Ukrainie. Czynniki geopolityczne pozostają jednym z głównych czynników zmienności notowań na rynkach, a jednocześnie źródłem niepewności dla wzrostu globalnej gospodarki.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Fed nadal w trybie wait-and-see

W tym tygodniu w kalendarium danych makroekonomicznych i wydarzeń wysuwa się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Decyzję poznamy w środę o godz. 20:00. Oczekiwania inwestorów i ekonomistów wskazują na stabilizację stóp procentowych. Przedział dla podstawowej stopy procentowej pozostanie zatem na poziomie 4,25-4,50%. Fed komunikuje potrzebę stabilnych stóp procentowych w obawie o nasilenie inflacji z powodu wojen celnych, a przestrzeń do adresowania tego ryzyka daje rynek pracy, który co prawda daje oznaki słabnięcia to nadal pozostaje w niezłej kondycji. W centrum uwagi będą perspektywy dalszych ruchów Fed, które będą oceniane poprzez analizę retoryki Fed, a także zestaw nowych prognoz makroekonomicznych obejmujących też oczekiwania dla stóp procentowych członków Rezerwy Federalnej. Ostatnie prognozy opublikowano po posiedzeniu 18-19 marca br., a więc jeszcze przed zastrzeżeniem polityki handlowej przez administrację D.Trumpa i wprowadzeniem tzw. „ceł odwetowych” na początku kwietnia. Część z tych ceł została zawieszona, niemniej efektywna stawka celna jest sporo wyższa niż na początku roku i utrzymuje się niepewność co do kształtu trwałych układów handlowych, siły dolara oraz cen ropy naftowej. Wobec takich uwarunkowań oraz napływu nowych danych członkowie Fed, naszym zdaniem, podniosą prognozę inflacji na 2025 r. przy obniżce oczekiwań co do wzrostu PKB. W przypadku stopy bezrobocia a także podstawowej stopy Fed nie spodziewamy się znaczących zmian. W marcu członkowie Fed wskazywali dwa cięcia stóp proc. o 25 pkt baz. w tym roku, i o tyle samo w 2026 r. W 2027 r. uwzględniona jest jedna obniżka o 25 pkt baz. prowadząca w okolice poziomu uważanego za długookresowy (3,00%). Kluczowa będzie także komunikacja prezesa Fed J.Powella. Zapewne nie zmieni on zdania wyrażonego w maju, że postawa wait-and-see jest właściwa a Fed nie musi spieszyć się z obniżkami stóp proc. Ciekawe byłoby także ewentualne komentarze dotyczące kursu dolara, który w ub. tygodniu przejściowo był najslabszy względem euro od 4 lat. W ostatnim tygodniu oczekiwania rynkowe co do cięć stóp procentowych przesunęły się nieco w dół, z powodu danych inflacyjnych nie pokazujących jeszcze wpływu polityki celnej na wzrost cen producenta jak i dla konsumentów oraz trzeciej z rzędu negatywnej niespodzianki w danych o nowych zamówieniach dla bezrobotnych. Obecnie rynki już w pełni wyceniają dwie obniżki o 25 pkt baz. do końca roku.

Decyzje o stopach procentowych podejmą także inne główne banki centralne

Ten tydzień to także czas posiedzeń innych głównych banków centralnych. Oczekuje się stabilizacji stóp procentowych dla Banku Japonii (na 0,50%) i Banku Anglii (4,25%). W przypadku Narodowego Banku Szwajcarii konsensus prognoz wskazuje na powrót głównej stopy procentowej do poziomu 0,00% z 0,25%.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2650	-0.4%
USD/PLN	3.6850	-1.7%
CHF/PLN	4.5397	-0.6%
EUR/USD	1.1574	1.3%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.34	0
WIBOR 3M	5.22	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.61	2
5Y	5.11	0
10Y	5.55	-2

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.36	5
5Y	4.30	8
10Y	4.61	6

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.56	0
US 10Y	4.45	-5

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	99612.4	-0.7
DAX	23605.5	-2.4
S&P 500	5977.0	-0.4

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

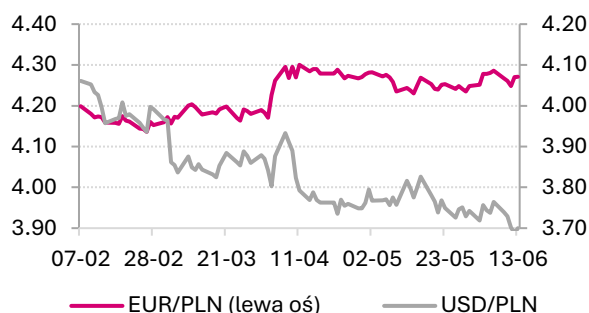
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN		Jak na tydzień z podwyższoną awersją do ryzyka i wzrostem napięć na Bliskim Wschodzie kurs złotego był wyjątkowo stabilny. Kurs EURPLN poruszał się w przedziale 4,25-4,285. Początek minionego tygodnia stał pod znakiem lekkiego umocnienia złotego, ale po ataku Izraela na Iran złoty skorygował wcześniejsze umocnienie. W trakcie tygodnia złoty lekko się umocnił i w porównaniu do innych walut gospodarek wschodzących był jedną z najlepiej zachowujących się walut wobec euro, podobnie jak w całym miesiącu (obok odrabiającego straty rumuńskiego leja). Złotemu sprzyjał lekki wzrost stawek IRS i lepsze od prognoz dane o obrotach bieżących. W tym tygodniu aktywność krajowych uczestników rynku może być mniejsza ze względu na Boże Ciało i długi weekend. Przy braku zaskoczeń ze strony Fed kurs EURPLN może pozostać w przedziale 4,25-4,30. Napięcia na Bliskim Wschodzie najprawdopodobniej utrzymają się przez jakiś czas i mogą mieć wpływ na apetyt na ryzyko, co może kierować EURPLN w górę. Wciąż zakładamy, że w dłuższym terminie kurs EURPLN może iść w kierunku 4,30, a presję na złotego może wywierać sytuacja na krajowej scenie politycznej. Natomiast stabilizująco na krajową walutę będzie oddziaływać oddalająca się perspektywa obniżek stóp procentowych.
USD/PLN		Zakładane przez nas nieznaczne osłabienie złotego do euro oraz umocnienie dolara do euro sugerują ruch w górę kursu USDPLN w kierunku 3,72-74.
EUR/USD		W minionym tygodniu wzrost kursu EURUSD był kontynuowany w kierunku 1,16. Przyczyniły się do tego zapowiedzi prezydenta USA D. Trumpa w sprawie cel. Dzień po porozumieniu USA z Chinami D. Trump powiedział, że zamierza wysłać listy do partnerów handlowych przed 9 lipca ustalające jednostronne stawki celne, co pokazało jak kruche mogą być negocjowane obecnie porozumienia handlowe. Ponadto niższy od prognoz okazał się odczyt PPI i CPI, a wyższa od prognoz była liczba nowych bezrobotnych z USA. Do tego członkini zarządu EBC, I. Schnabel powiedziała, że cykl obniżek stóp procentowych przez EBC wkrótce dobiegnie końca. Po tym jak kurs EURUSD osiągnął technicznie wysokie poziomy (opór ok. 1,16) w najbliższych dniach jest szansa na korektę kursu w dół. Sprzyjać temu mogłyby ewentualne mało gołębie wypowiedzi prezesa Fed po śródowym posiedzeniu.

Rynek obligacji

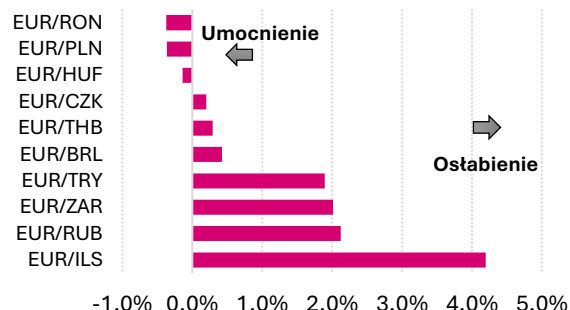
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)		W minionym tygodniu stawki FRA notowały niewielkie zmiany, krzywa IRS przesunęła się w górę o ok. 5-13 pb, w tym w większym stopniu na dłuższym końcu krzywej, a rentowności obligacji nieznacznie się obniżyły. W rezultacie obniżyły się też spready kredytowe asset swap czemu sprzyjała zmiana standardowego przetargu na aukcję zamiany w poprzednim tygodniu, brak nowej podaży obligacji na aukcjach od końca maja oraz spadek rentowności na rynkach bazowych. Członek RPP L. Kotecki powiedział, że RPP powinna rozpocząć cykl cięć stóp i do końca 2025 obniżyć je o dodatkowe 50 pb (kolejna obniżka powinna mieć miejsce najpóźniej w lipcu lub najpóźniej we wrześniu), a w 2026 o 100 pb. Rynek wycenia obecnie min. 75-100 pb obniżek do końca roku, a my oczekujemy obniżki stóp o 75 pb w tym roku i 100 pb w przyszłym. Wciąż widać lekką przestrzeń do korekty krótkoterminowych stawek rynkowych w górę, a sprzyjać temu powinien ton ostatnich komentarzy prezesa NBP sygnalizujący brak pośpiechu z obniżkami stóp, a także notowane w ostatnich dniach wzrosty cen ropy. W tym tygodniu odbędzie się aukcja zamiany, która może sprzyjać obligacjom, szczególnie krótkoterminowym, co mogłoby prowadzić do dalszej kompresji spreadów kredytowych. Do umocnienia na rynku obligacji mogłoby dojść po aukcji. Długi koniec krzywej może pozostać względnie stabilny ograniczany w pobliżu oporu 5,65%.
10Y DE (%)		W minionym tygodniu podobnie jak w trzech poprzednich, rentowności niemieckich obligacji notowały niewielkie zmiany, zgodnie z naszymi założeniami. Marginalnie obniżyły się rentowności krótkoterminowe. W tym tygodniu w kierunku nieco wyższych rentowności może działać oczekiwana spora poprawa w niemieckim indeksie ZEW i wyższe ceny ropy, ale zasadniczo spodziewamy się kolejnego tygodnia stabilizacji rentowności. Rynek wycenia jeszcze jedną obniżkę stóp do końca roku. Jednak w najbliższych dniach, tak jak w poprzednim tygodniu zakładamy ograniczone zmiany na niemieckim rynku długu. W tle szwajcarski bank centralny zapewne obniży stopy o kolejne 25 pb, a Bank Japonii może powstrzymać się od kolejnej podwyżki.
10Y US (%)		Amerykański dług nieznacznie się umocnił w minionym tygodniu po niższych od prognoz danych o inflacji CPI i PPI i wyższych od prognoz liczbie nowych bezrobotnych. Sytuacja techniczna sugeruje przestrzeń do niewielkiego wzrostu rentowności w tym tygodniu, a sprzyjać temu mogłoby wzrosty cen ropy i ostatni odczyt indeksu Michigan przy braku istotnego wzrostu awersji do ryzyka. W przeciwną stronę działałyby kolejne słabe dane z rynku pracy w USA. Mimo ostatnio publikowanych niższych danych inflacyjnych Fed prawdopodobnie będzie chciał zaczekać z decyzją o obniżce stóp wobec niepewności dotyczącej ostatecznego kształtu polityki celnej USA. Zakładamy obniżkę stóp we wrześniu. D. Trump sugerował, że może wkrótce podać nazwisko następcy obecnego szefa Fed, a na rynku mówi się o obecnym Sekretarzu Skarbu S. Bessencie i byłym bankierze Fed K. Warshu.

Wykresy rynkowe

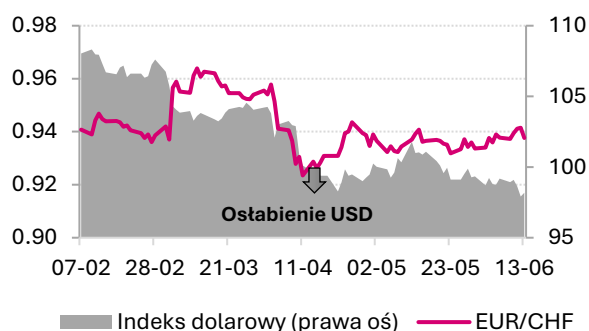
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



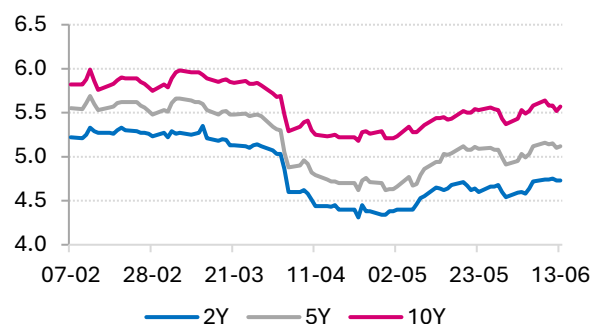
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



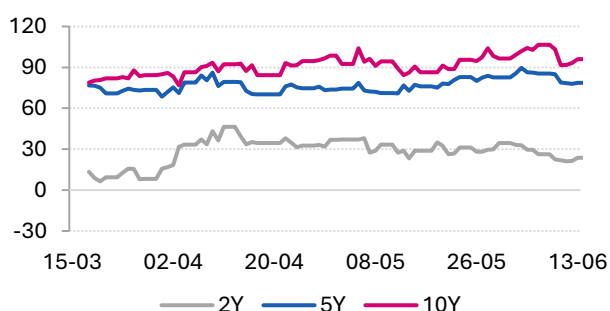
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



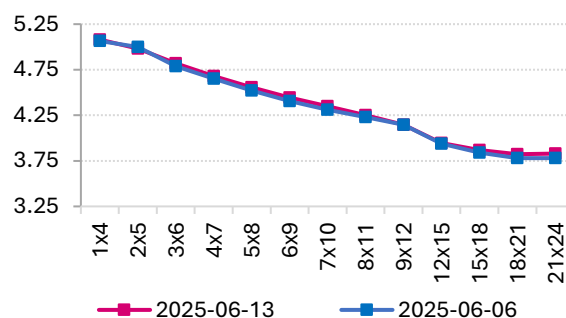
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



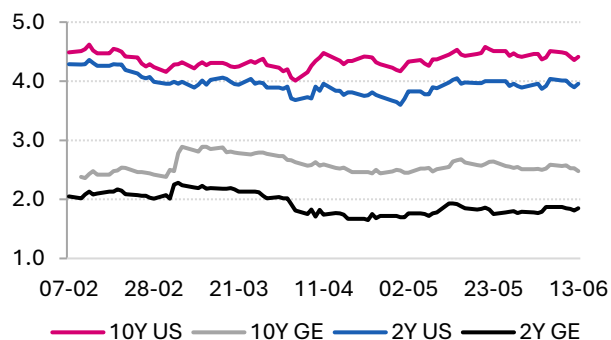
Krajowe stawki asset swap [%]



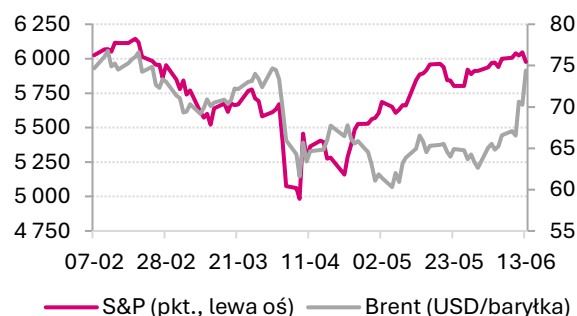
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 16 czerwca					
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Maj	6.1%	5.9%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Maj	5.1%	5.0%	
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q1	4.1%		
11:00 Koszty pracy r/r	EZ	Q1	3.7%		
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Maj	3.4%	3.3%	3.3%
Wtorek 17 czerwca					
Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Maj	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%

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	3.8	2.8	2.5	4.5	4.8	4.9	4.1	3.0	3.1
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 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.