

Inflacja bazowa najniższa od 2020

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Po turbulentnym końcu ubiegłego tygodnia, w poniedziałek na rynkach finansowych zapanował względny spokój, do którego przyczyniły się doniesienia o otwartości Iranu do wznowienia negocjacji. Indeksy akcyjne w USA i Europie rosły, spadały ceny ropy naftowej oraz złota. Mniejszy apetyt na aktywa bezpiecznej przystani ograniczył popyt na CHF i USD - kurs EURUSD zbliżył się do 1,16. Poprawa globalnych nastrojów wspierała notowania PLN - kurs USDPLN spadł do 3,68, a EURPLN zakończył dzień na zbliżonym do otwarcia poziomie 4,27. Rentowności obligacji zarówno na rynkach bazowych jak i w Polsce nie zmieniły się znacząco.
- Dzisiaj w kalendarium znajduje się raczej drugi garnitur danych. W Niemczech poznamy indeks koniunktury ZEW za czerwiec (oczekiwana solidna poprawa). W USA opublikowane zostaną dane ze sfery realnej za maj - sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa. Na sprzedaży detalicznej może ciążyć niższa sprzedaż samochodów, a na produkcji zawirowania związane z niepewnością celną i importem półproduktów. W obu przypadkach, wg konsensusu, dynamiki m/m powinny być zbliżone do 0%.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Inflacja bazowa bez cen żywności i energii w maju spadła do 3,3% r/r (PKOe.: 3,2-3,3% r/r) z 3,4% r/r w kwietniu. Tym samym ta miara inflacji znalazła się na najniższym poziomie od stycznia 2020. Przedział różnych miar inflacji bazowej przesunął się do 2,5-4,6% r/r z 2,7-4,6% r/r w kwietniu. Systematycznie obniża się też impet inflacji bazowej bez żywności i energii (mierzący bieżące natężenie procesów inflacyjnych) - w maju do ok. 2-2,5% saar. Dane wskazują, że procesy inflacyjne w gospodarce już się znormalizowały i ustabilizowały na niskim poziomie. Uważamy, że proces hamowania inflacji bazowej zbliża się do końca - po prawdopodobnym kolejnym spadku w czerwcu oczekujemy jej stabilizacji do końca roku na poziomie zbliżonym do 3% r/r.
- POL:** Deficyt budżetowy po maju pogłębił się do 108,3 mld PLN z 91,4 mld PLN po kwietniu, a w ujęciu 12-miesięcznym sięgnął 7,1% PKB

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

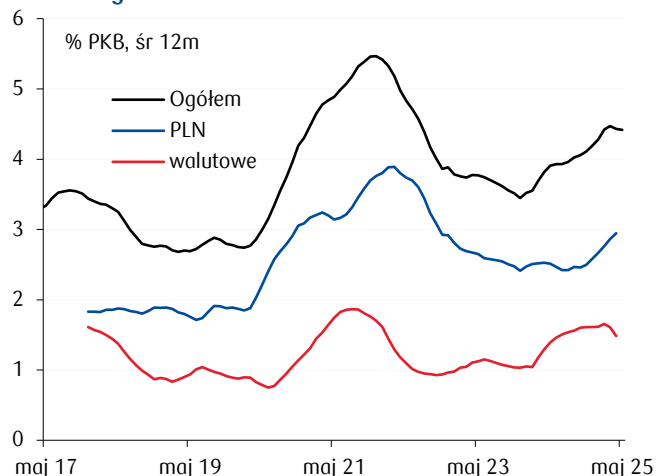
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-06-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2715	0,0
USDPLN	3,6849	-0,4
CHFPLN	4,5450	-0,3
GBPPLN	5,0177	0,0
EURUSD	1,1592	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,68	1
PL5Y	5,12	-3
PL10Y	5,61	2
DE10Y	2,53	-1
US10Y	4,46	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	99 583,4	0,2
DAX	23 699,1	0,8
S&P500	6 033,1	0,9
Nikkei**	38 544,0	0,6
Shanghai Comp.**	3 382,1	-0,2
Surowce:		
Złoto	3401,30	-0,7
Ropa Brent	73,23	-1,3

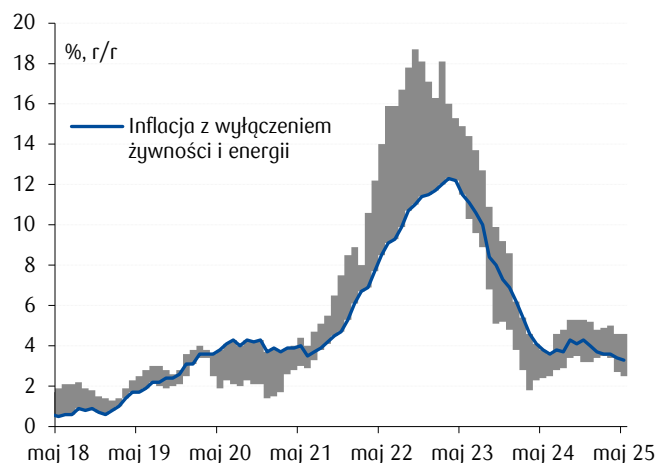
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych MF



Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

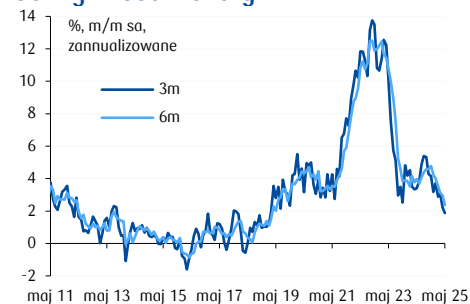
Inflacja bazowa bez żywności i energii na tle pozostałych miar bazowych



wobec 7,0% PKB kwartał wcześniej. Ze względu na reformę finansowania JST (od 2025) i spłacanie obligacji PFR z budżetu centralnego deficyt nie jest porównywalny z latami poprzednimi. Dochody budżetu państwa w okresie styczeń-maj wyniosły 223 mld PLN (spadek o 14,6% r/r), a w ujęciu porównywalnym (bez reformy JST) wyniosłyby 286,9 mld PLN i byłyby wyższe o 9,9% r/r. Roczna dynamika wpływów z VAT (niezaburzona reformą) od początku spowalnia, choć ich wzrost w maju był relatywnie silny i wyniósł 19,4% r/r. Był to jednak efekt wzmożonych kwietniowych zakupów przed świętami wielkanocnymi. 12-miesięczna relacja wpływów z VAT do PKB przestała rosnąć i ustabilizowała się na poziomie ok. 8,2% PKB. **Wolniej od naszych oczekiwań rosną też wpływy z akcyzy** (w maju o 6,3% r/r, a od początku roku o 1,6% r/r), mimo wejścia w życie od stycznia i marca wyższych stawek na alkohol i wyroby tytoniowe. Strona wydatkowa budżetu również została zaburzona przez reformę JST (mniejsze subwencje dla JST) – wydatki w okresie styczeń-maj wyniosły 331,3 mld PLN, co oznacza wzrost o 5,5% r/r. Wśród składowych strony wydatkowej uwagę zwraca hamowanie wydatków na obsługę długu – w maju w ujęciu 12-miesięcznym na ten cel wydatkowano 65 mld PLN (1,7% PKB) wobec 70 mld PLN (1,9% PKB) w listopadzie 2024. Na przestrzeni ostatnich miesięcy obserwujemy znaczący wzrost stanu środków na lokatach (139 mld PLN w maju, ok. 3% PKB po odsezonowaniu). Z kolei na rachunkach budżetowych MF na koniec maja znajdowało się 175,8 mld PLN, co po odsezonowaniu stanowiło ok. 4,4% PKB, istotnie powyżej ok. 3,5% z 1h24. **Oznacza to znaczący wzrost preferencji płynności w MF, co może m.in. być jednym z wy tłumaczeń istotnego przyrostu zadłużenia sektora publicznego w 1q25 o ponad 100 mld PLN (do 57,4% PKB).** Dane budżetowe sygnalizują, że proces konsolidacji fiskalnej jeszcze się nie rozpoczął.

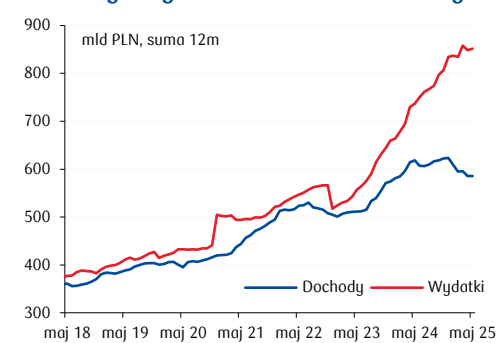
- **POL:** G.Masłowska (RPP) powiedziała, że preferuje wstrzymanie się z kolejną obniżką stóp procentowych do września, kiedy „czynniki, które skłonią do obniżek stóp procentowych, zostaną wyraźnie rozpoznane”. Członkini RPP spodziewa się jeszcze co najmniej jednej obniżki stóp w tym roku. W rozmowie z agencją Bloomberg G.Masłowska odnotowała, że inflacja w maju obniżyła się do 4,0% r/r, jednak pozostaje powyżej 2,5-procentowego celu, a pod koniec roku oczekiwany jest jej wzrost po zakończeniu obowiązywania ograniczeń na ceny energii dla gospodarstw domowych (w naszej ocenie takie ryzyko nie występuje). Zwróciła też uwagę na luźną politykę fiskalną i wysoki deficyt sektora *general government*, który w 2025 ponownie przekroczy 6% PKB, oraz konflikt izraelsko-irański, który rodzi dodatkowe ryzyko inflacyjne.
- **JPN:** Bank Japonii zdecydował o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym głównej stopy na poziomie 0,50%. Decyzja była zgodna z rynkowymi oczekiwaniami. Bank podjął także decyzję o zmniejszeniu skali skupu japońskich obligacji rządowych do około 2,1 bln JPY w 1q27 z około 4,1 bln JPY w 2q25. Wielkość skupu aktywów będzie zmniejszana o 400 mld JPY w każdym kwartale do 1q26 włącznie, a następnie o 200 mld JPY kwartalnie od 2q26 do 1q27.
- **USA:** Prezydent USA i premier Wielkiej Brytanii ogłosili, że sfinalizowali umowę handlową między dwiema gospodarkami, której ramy uzgodnili w maju. Wielka Brytania zobowiązała się zwiększyć dostęp do swojego rynku i wyeliminować bariery pozacelne dla amerykańskich produktów, w tym wołowy i etanolu, a USA obniżyć cła na 100 tys. brytyjskich samochodów z 27,5% do 10%. USA mają przyznać też zwolnienie z 50% ceł na stal i aluminium dla pewnej ilości brytyjskich produktów, jak również ustanowić wolnoctwo w obszarze przemysłu lotniczego.
- **CAN:** Premier M.Carney poinformował, że w ciągu 30 dni Kanada zawrze nową umowę z USA dot. spraw gospodarczych i bezpieczeństwa.

Zannualizowany impet inflacji bazowej bez żywności i energii



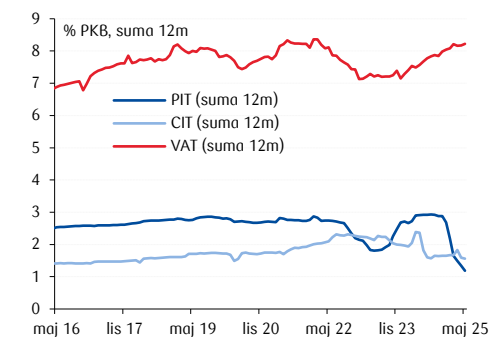
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Dochody i wydatki budżetu centralnego



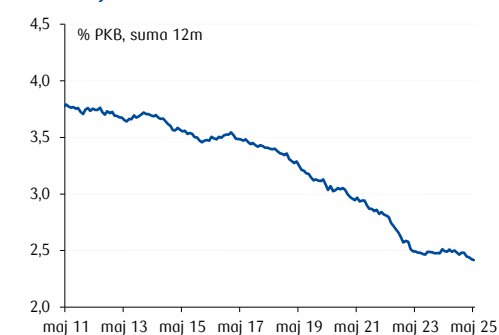
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wpływ budżetu centralnego z najważniejszych podatków w relacji do PKB



Źródło: MF, GUS, PKO Bank Polski.

Wpływ budżetu centralnego z akcyzy w relacji do PKB



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

- **POL:** Minister K.Pelczyńska-Nałęcz (MFiPR) poinformowała, że Polska w sierpniu oczekuje wypłaty 26,3 mld PLN z KPO w ramach IV i V wniosku o płatność. Ze względu na przedłużenie rozliczania KPO do końca 2026 konieczna będzie kolejna rewizja KPO ze względu na renegocjację wskaźników w inwestycjach i reformach programu. **Do tej pory w ramach KPO podpisano z beneficjentami ponad 774,6 tys. umów na ponad 117 mld PLN, co stanowi 44,5% alokacji dla Polski.** Według wiceministra J.Szysko (MFiPR) przedłużenie rozliczania KPO może sprawić, że Polska wykorzysta 100% części grantowej KPO. Obecnie Polska zakontraktowała ok. 60% grantów z KPO.
- **POL:** W ramach unijnej perspektywy finansowej 2021-27 do 15 czerwca podpisanych zostało 16,5 tys. umów o dofinansowanie o wartości wydatków kwalifikowanych 176,4 mld PLN, w tym 138,4 mld PLN dofinansowania UE, co stanowi 43,5% dostępnej alokacji środków. Z kolei BGK poinformował, że do 13 czerwca w ramach programów z perspektywy 2021-27, za które odpowiada, wypłacił 36,6 mld PLN, z czego w maju 2,15 mld PLN.
- **ŚWIAT:** Liderzy państw G7 (Kanada, Francja, Niemcy, Włochy, Japonia, UK, USA) **przyjęli wspólne stanowisko podtrzymując prawo Izraela do obrony,** podkreślając wsparcie dla bezpieczeństwa Izraela. Liderzy G7 opisali Iran jako „główne źródło regionalnej niestabilności i terroru” dodając, że „Iran nie może nigdy posiadać broni atomowej”.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 13 czerwca						
ROM: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% r/r	-7,6	-4,6	--	-2,4
GER: Inflacja CPI (maj, rew.)	8:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,1
GER: Inflacja HICP (maj, rew.)	8:00	% r/r	2,2	2,1	--	2,1
POL: Inflacja CPI (maj, rew.)	10:00	% r/r	4,3	4,1	4,1	4,0
EUR: Bilans handlowy (kwi.)	11:00	mld	36,8	20,0	--	9,9
EUR: Produkcja przemysłowa (kwi.)	11:00	% r/r	3,7	1,4	--	0,8
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (kwi.)	14:00	mln EUR	-1419	-854	-620	-374
POL: Eksport (kwi.)	14:00	% r/r	1,4	-1,4	-1,1	-2,4
POL: Import (kwi.)	14:00	% r/r	9,1	5,9	7,5	3,5
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., wst.)	16:00	pkt.	52,2	53,5	--	60,5
Poniedziałek, 16 czerwca						
POL: Inflacja bazowa (maj)	14:00	% r/r	3,4	3,4	3,2-3,3	3,3
Wtorek, 17 czerwca						
JPN: Posiedzenie BOJ (.)	--	%	0,50	0,50	0,50	0,50
GER: Indeks instytutu ZEW (cze.)	11:00	pkt.	25,2	35,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (maj)	14:30	% m/m	0,1	-0,2	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (maj)	14:30	%, m/m	0,1	0,2	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (maj)	15:15	% m/m	0,0	0,0	--	--
Środa, 18 czerwca						
SE: Posiedzenie Riksbanku (.)	9:30	%	2,25	2,00	2,00	--
POL: Koniunktura konsumencka (cze.)	10:00	pkt.	-14,5	-14,3	-14,0	--
EUR: Inflacja HICP (maj, rew.)	11:00	% r/r	2,2	1,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (maj, rew.)	11:00	% r/r	2,7	2,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (maj)	14:30	mln	1,361	1,359	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (maj, wst.)	14:30	mln	1,422	1,425	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	248	245	--	--
USA: Posiedzenie Fed (.)	20:00	%	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	--
Czwartek, 19 czerwca						
SWI: Posiedzenie SNB (.)	9:30	%	0,25	0,00	0,00	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (.)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	--
UK: Posiedzenie BoE (.)	13:00	%	4,25	4,25	4,25	--
Piątek, 20 czerwca						
GER: Inflacja PPI (maj)	8:00	% r/r	-0,9	-1,2	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (maj)	10:00	% r/r	3,9	4,0	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (cze., wst.)	16:00	pkt.	-15,2	-14,6	--	--

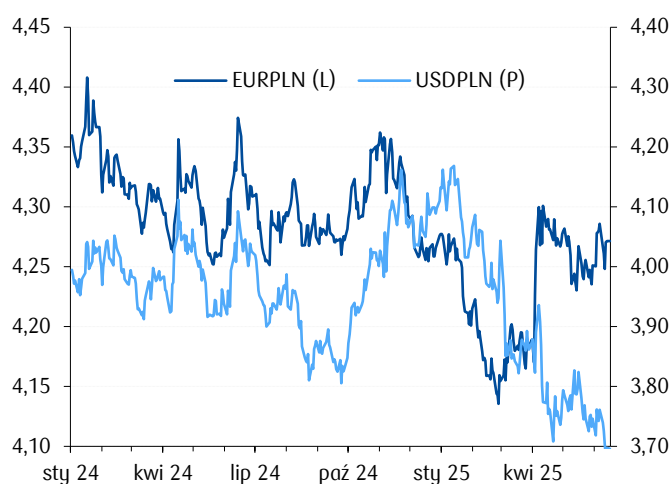
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

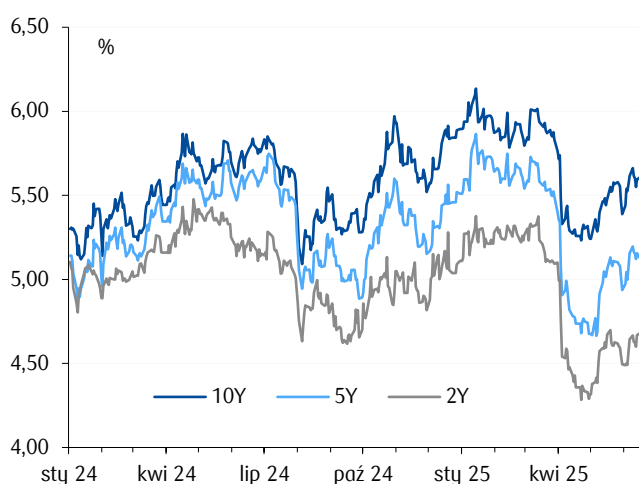
		Wartość 2025-06-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2715	0,0	0,1	0,4	-2,0	-8,4
	USDPLN	3,6849	-0,4	-1,5	-2,5	-9,4	-17,7
	CHFPLN	4,5450	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	1,3
	GBPPLN	5,0177	0,0	-1,0	-0,7	-2,5	-7,4
	EURUSD	1,1592	0,4	1,6	3,0	8,2	11,2
	EURCHF	0,9399	0,3	0,3	0,3	-1,7	-9,6
	GBPUSD	1,3597	0,1	0,4	1,7	7,2	12,1
	USDJPY	144,05	-0,1	-0,4	-0,6	-8,7	7,6
	EURCZK	24,80	-0,1	0,1	-0,4	0,3	0,2
	EURHUF	401,03	-0,4	-0,2	-0,3	1,1	-0,3
Obligacje	PL2Y	4,68	1	2	-2	-56	-299
	PL5Y	5,12	-3	-7	-1	-51	-274
	PL10Y	5,61	2	-5	6	-17	-208
	DE2Y	1,85	-1	-3	1	-97	71
	DE5Y	2,12	-1	-4	-2	-30	64
	DE10Y	2,53	-1	-4	-5	12	90
	US2Y	3,97	2	-4	0	-79	69
	US5Y	4,04	3	-5	-2	-26	56
	US10Y	4,46	4	-3	0	18	109
Akcje	WIG	99 583,4	0,2	-0,8	-2,7	16,8	88,4
	WIG20	2 715,1	0,3	-0,6	-2,6	10,4	61,4
	S&P500	6 033,1	0,9	0,5	1,2	10,2	60,9
	NASDAQ100	21 937,6	1,4	0,6	2,3	10,2	94,3
	Shanghai Composite**	3 382,1	-0,2	-0,5	0,4	12,1	3,9
	Nikkei**	38 541,6	0,6	1,2	2,8	1,2	42,8
	DAX	23 699,1	0,8	-2,0	-1,0	31,2	76,5
	VIX	20,28	-7,1	1,4	3,2	41,6	-38,3
Surowce	Ropa Brent	73,2	-1,3	9,2	11,7	-13,1	-40,1
	Ropa WTI	72,5	-1,8	9,9	13,4	-10,8	-40,0
	Złoto	3401,3	-0,7	2,3	5,1	46,4	86,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

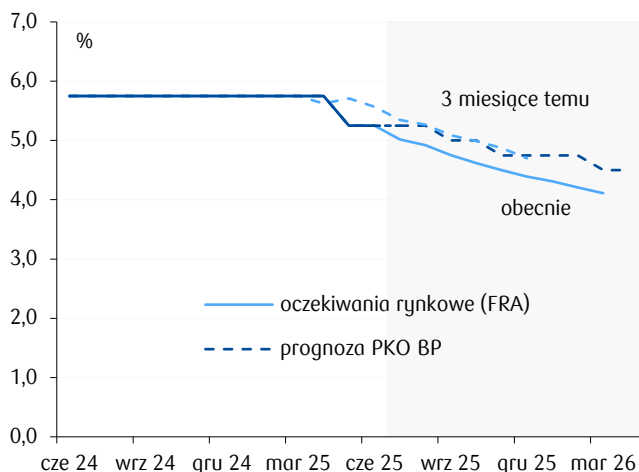
Notowania złotego wobec głównych walut



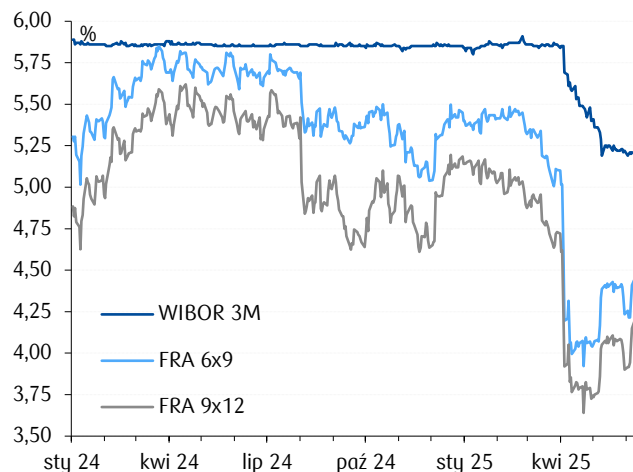
Rentowności polskich obligacji skarbowych



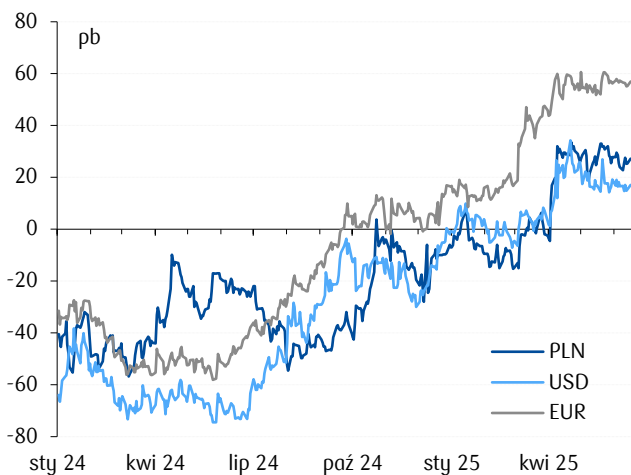
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



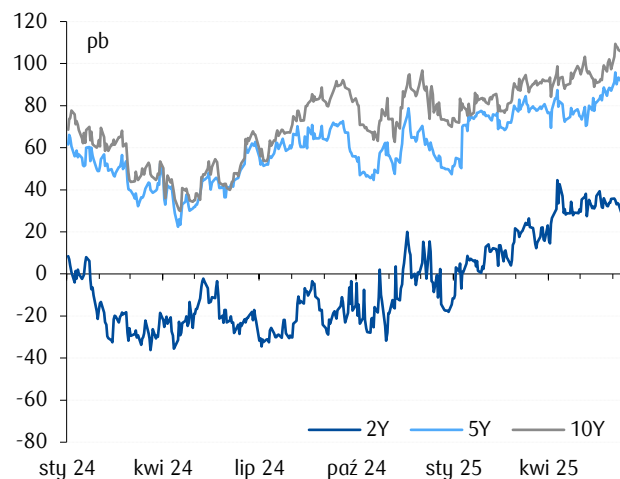
Krótkoterminowe stopy procentowe



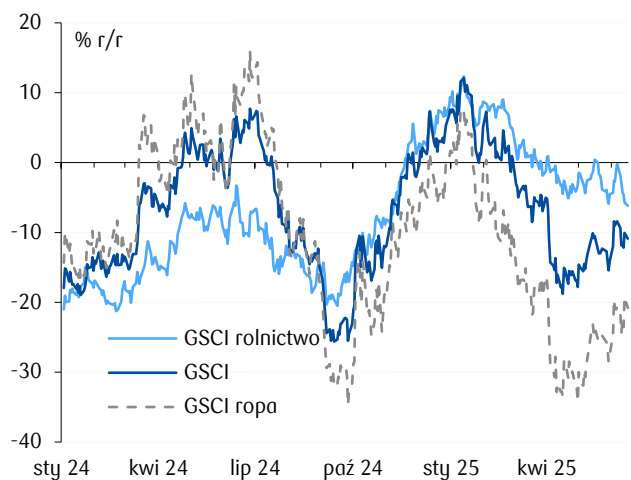
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



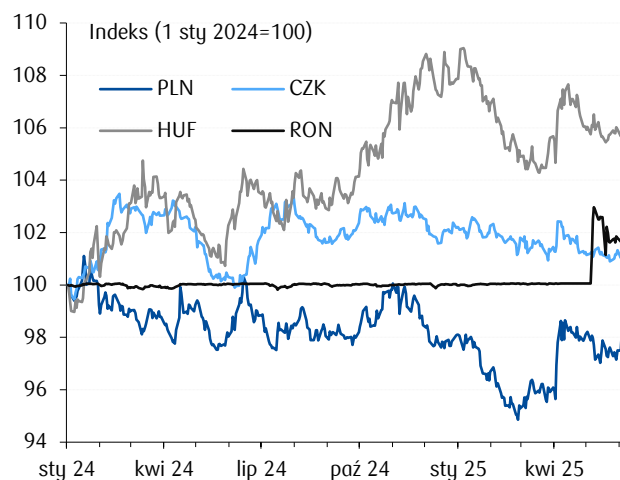
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:
analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na X/Twitterze oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.