

Płace i przemysł kontratakują

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsza sesja w USA przyniosła spadki głównych indeksów. Również giełdy w Europie, w tym główne indeksy w Polsce, spadały. Rentowności obligacji na rynkach bazowych kontynuowały wzrosty na fali obaw związanych z polityką fiskalną w USA. Dolar osłabiał się względem euro. Lepsze od oczekiwań krajowe dane nie wpłynęły istotnie na nastroje na rynkach. Złoty pozostawał relatywnie stabilny wobec euro i umacniał się względem dolara – kurs EURPLN oscylował w okolicy 4,24, a USDPLN spadł poniżej 3,74. Rentowności krajowych obligacji rosły na dłuższym końcu krzywej.
- W strefie euro poznamy wstępne dane o PMI w przetwórstwie i usługach, które powinny wskazać na poprawę sytuacji w obu sektorach. Podobnie w Niemczech, gdzie zarówno PMI w przetwórstwie, jak i w usługach, ma wzrosnąć, jednak w przetwórstwie pozostanie poniżej poziomu neutralnego. Ponadto w Niemczech opublikowany zostanie indeks Ifo, który także może wskazać na poprawę koniunktury w maju.
- Dziś w USA najważniejszy będzie także wstępny odczyt wskaźnika PMI w przetwórstwie w maju, a rynkowy konsensus zakłada jego spadek poniżej poziomu neutralnego. Ponadto opublikowane zostaną cotygodniowe dane o liczbie osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych, a także dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym.
- W Polsce w centrum uwagi będą dane o produkcji budowlano-montażowej w kwietniu, której dynamika najprawdopodobniej wzrosła względem marca, jednak pozostała ujemna (kons.: -0,9% r/r, PKOe: -0,6% r/r).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu wzrosło nominalnie o 9,3% r/r i wyniosło 9045,11 PLN. Dynamika płac okazała się wyższa od oczekiwań (kons. i PKOe: 8,1% r/r). Realny wzrost płac powrócił w okolice poziomów notowanych na przełomie roku, przekraczając 4,5% r/r (wobec 2,7% r/r w marcu). Względem marca przeciętne wynagrodzenie było niższe o 0,1%, a spadek był nieco mniejszy niż

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

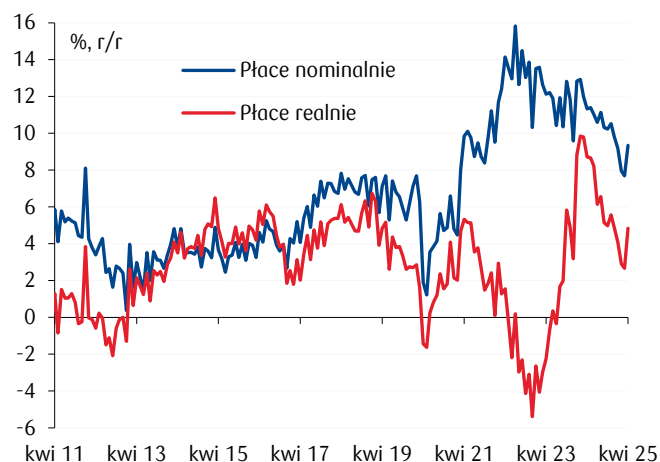
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-05-21	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2398	-0,1
USDPLN	3,7384	-0,7
CHFPLN	4,5345	0,1
GBPPLN	5,0260	-0,1
EURUSD	1,1341	0,6
Obligacje:		
PL2Y	4,61	-2
PL5Y	5,08	-1
PL10Y	5,53	1
DE10Y	2,64	4
US10Y	4,59	10
Indeksy akcyjne:		
WIG	101 569,0	-1,0
DAX	24 122,4	0,4
S&P500	5 844,6	-1,6
Nikkei**	36 903,7	-1,7
Shanghai Comp.**	3 387,9	0,2
Surowce:		
Złoto	3312,45	1,0
Ropa Brent	64,91	-0,7

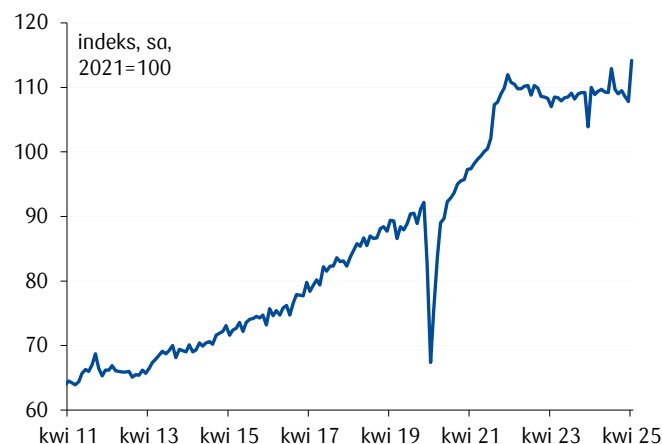
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dynamika wynagrodzeń nominalnych i realnych



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

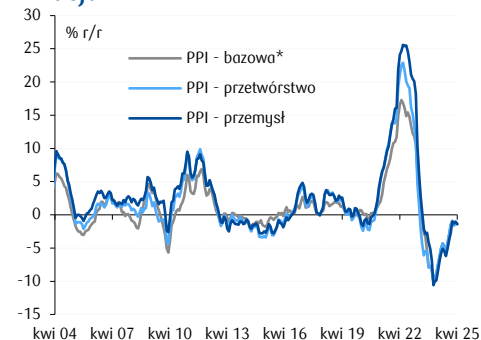
Produkcja przemysłowa



wynikałoby z wzorca sezonowego. **Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw pozostało na poziomie niemal niezmiennym względem marca** (wzrosło o ok. 3 tys. etatów, tj. 0% m/m) i wyniosło 6446,8 tys. W ujęciu rocznym było o 0,8% niższe niż przed rokiem wobec -0,9% r/r w całym 1q25 i oczekiwań na takim samym poziomie (PKOe i kons.: -0,9% r/r). Więcej w Makro Flash: [Wzrost płac przyspiesza](#).

- POL: Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 1,2% r/r, powyżej konsensusu (-0,4% r/r) i zgodnie z naszą prognozą (PKOe: 1,4% r/r).** Po odsezonowaniu GUS wskazał na spadek o 0,2% r/r, jednak według naszych szacunków dynamika sięgnęła 2,2% r/r – różnica między dynamikami wynika najpewniej z korekty kalendarzowej uwzględniającej układ świąt. W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła o 1,0% m/m, sygnalizując kontynuację umiarkowanej poprawy w sektorze. Więcej w Makro Flash: [Krajowy przemysł nabiera wiatru w żagle](#).
- POL: Ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się w kwietniu o 1,4% r/r, pogłębiając wcześniejszą deflację.** Największe spadki cen odnotowano w górnictwie i wydobywaniu (-8,4% r/r), szczególnie w wydobywaniu węgla (-20,4% r/r). Ceny spadły również w przetwórstwie przemysłowym (-1,4% r/r), natomiast wzrosły w energetyce (0,4% r/r). Dane te potwierdzają utrzymującą się presję deflacyjną, choć w najbliższych miesiącach tempo spadków powinno wyhamować.
- POL: Maj przyniósł poprawę koniunktury konsumenckiej, istotnie przewyższającą oczekiwania.** Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wzrósł o 2,0 pkt. do -14,5 pkt. (kons.: -15,3 pkt.), zaś wskaźnik wyprzedzający (WWUK) wzrósł o 2,9 pkt. do poziomu -8,9 pkt. **Wskaźnik bieżący wzrósł przede wszystkim za sprawą znacznej poprawy prognozowanej zmiany w ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju (+7,0 pkt. m/m), przy mniejszej poprawie pozostałych składowych – zmiana ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w ostatnim roku (+ 1,5 pkt. m/m), zmiana sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w ostatnim roku i prognozowana (odpowiednio +0,4 pkt. m/m i +1,4 pkt. m/m) – oraz pogorszeniu możliwości obecnego dokonywania ważnych zakupów (-0,4 pkt. m/m).** **Wskaźnik wyprzedzający także wzrósł napędzany poprawą prognozowanej zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej Polski przy poprawie większości pozostałych składowych.** W kierunku wzrostu WWUK, tak jak BWUK, oddziaływała poprawa prognozowanej sytuacji finansowej gospodarstw domowych, ale również poprawa prognozowanej zmiany poziomu bezrobocia (+4,2 pkt. m/m). W przeciwnym kierunku oddziaływała prognozowana możliwość oszczędzania pieniędzy (-0,7 pkt. m/m). **Najnowsze badanie koniunktury konsumenckiej wskazuje na pogorszenie ocen możliwości dokonywania ważnych zakupów (-0,4 pkt. m/m), przy braku zmiany przewidywań co do możliwości dokonywania takich zakupów w przyszłości (wśród respondentów przeważają jednak pesymiści).** Oczekiwania inflacyjne konsumentów kontynuowały trend spadkowy, choć wciąż ponad połowa respondentów zakłada kontynuację wzrostów cen na poziomie obserwowanym w ostatnich 12m lub wyższym.
- POL: Członek RPP P.Litwiniuk powiedział, że liczba ryzyk dla inflacji uprawdopodobnia kolejne cięcie stóp procentowych dopiero jesienią,** choć jeśli pojawią się silne argumenty w napływających danych oraz lipcowej projekcji, to obniżka stóp w lipcu nie jest wykluczona. Dodał, że gdyby Rada chciała dostosowywać stopy stopniowo, to możliwe byłyby jeszcze 2-3 ruchy po 25pb w tym roku. Natomiast jeśli wczesną jesienią pojawią się warunki do kolejnego większego dostosowania (m.in. stabilne taryfy cen energii i spadająca dynamika płac), to możliwe byłoby dostosowanie w jednym kroku. P.Litwiniuk wyraził otwartość na dyskusję w temacie obniżenia

Inflacja PPI



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

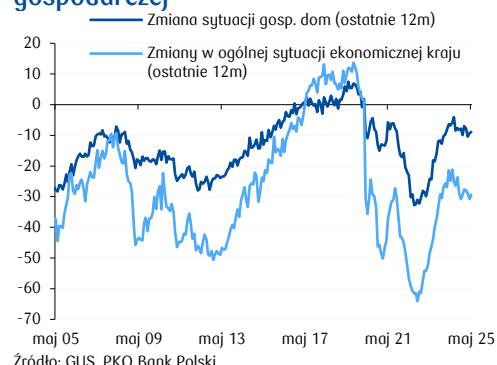
*Przetwórstwo z wyłączeniem rafinacji ropy i produkcji koksu.

Wskaźniki ufności konsumenckiej



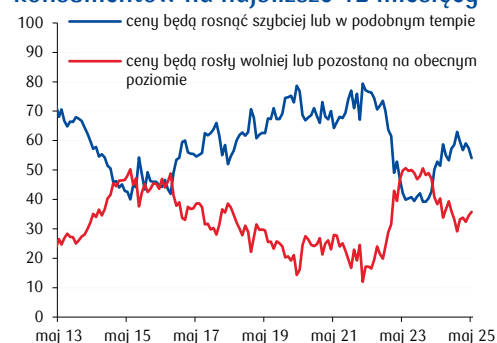
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Bieżące oceny sytuacji finansowej i gospodarczej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Struktura oczekiwań inflacyjnych konsumentów na najbliższe 12 miesięcy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej, jednak na ten moment jest zbyt wczesnie na definitywne decyzje.

- **POL:** Luka VAT w 2024 spadła do 6,9% z 13,5% w 2023, wynika z wpisu ministra finansów A.Domańskiego w mediach społecznościowych.
- **EUR:** L.de Guindos (wiceprezes EBC) stwierdził, że inflacja w strefie euro zbliża się do celu 2%, a proces ten wspierają silniejsze euro oraz spadające ceny energii. Choć wpływ amerykańskich ceł na inflację jest niepewny, L.deGuindos nie wyklucza, że mogą one ostatecznie spowolnić wzrost cen.
- **UE:** Ambasadorowie państw członkowskich UE uzgodnili unijny program pożyczek na obronność o wartości 150 mld EUR. Z tych środków będą mogły skorzystać polskie firmy zbrojeniowe, np. na budowę przeciwlotniczych zestawów raketowych Piorun, armatohaubic Krab i bojowych wozów piechoty Borsuk.
- **POL:** Sejm poparł większość poprawek Senatu do ustawy deregulacyjnej, która ma uprościć zasady prowadzenia działalności gospodarczej. Ustawa trafi teraz do prezydenta.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 16 maja						
EUR: Bilans handlowy (mar.)	11:00	mld EUR	24,8	--	--	36,8
POL: Inflacja bazowa (kwi.)	14:00	% r/r	3,6	3,5	3,5	3,4
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi.)	14:30	mln	1,339	1,365	--	1,361
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., wst.)	14:30	mln	1,481	1,45	--	1,412
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, wst.)	16:00	pkt.	52,2	53	--	50,8
ROM: Posiedzenie banku centralnego (.)	--	%	6,5	6,5	6,5	6,50
Poniedziałek, 19 maja						
EUR: Inflacja HICP (kwi., rew.)	11:00	% r/r	2,2	2,2	--	2,2
EUR: Inflacja bazowa (kwi., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,7	--	2,7
Wtorek, 20 maja						
GER: Inflacja PPI (kwi.)	8:00	% r/r	-0,2	-0,5	--	-0,9
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, wst.)	16:00	pkt.	-16,7	-15,5	--	-15,2
Środa, 21 maja						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	10:00	% r/r	7,7	8,1	8,1	9,3
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi.)	10:00	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
POL: Produkcja przemysłowa (kwi.)	10:00	% r/r	2,5	-0,4	1,4	1,2
POL: Inflacja PPI (kwi.)	10:00	% r/r	-1,1	-1,4	-1,4	-1,4
POL: Koniunktura konsumencka (maj)	10:00	pkt.	-16,5	-15,3	--	-14,5
Czwartek, 22 maja						
GER: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	9:30	pkt.	48,4	49,0	--	--
GER: PMI w usługach (maj, wst.)	9:30	pkt.	49,0	50,0	--	--
GER: Indeks Ifo (maj)	10:00	pkt.	86,9	87,5	--	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (kwi.)	10:00	% r/r	-1,1	-0,9	-0,6	--
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	10:00	pkt.	49,0	49,4	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, wst.)	10:00	pkt.	50,1	50,6	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	229	230	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (maj, wst.)	15:45	pkt.	50,2	49,9	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (kwi.)	16:00	mln	4,02	4,15	--	--
Piątek, 23 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	-0,2	-0,2	--	--
HUN: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:30	%	4,3	4,3	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	% r/r	10,3	10,0	9,9	--
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	724	700	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., rew.)	16:00	tys.	1412	--	--	--

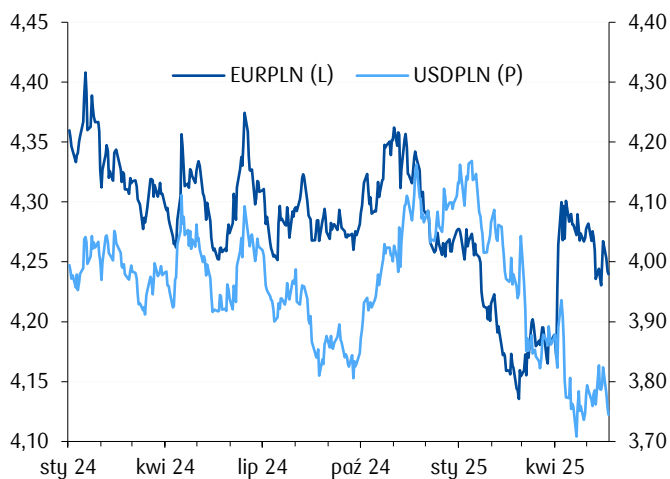
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

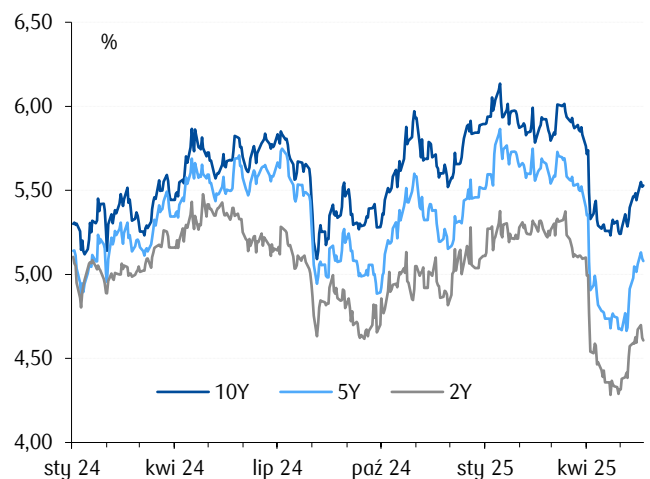
		Wartość 2025-05-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2398	-0,1	0,2	-0,9	-0,5	-8,6
	USDPLN	3,7384	-0,7	-0,9	-0,8	-5,0	-15,3
	CHFPLN	4,5345	0,1	0,9	-0,3	5,4	1,7
	GBPPLN	5,0260	-0,1	0,1	0,2	0,2	-8,3
	EURUSD	1,1341	0,6	1,1	-0,1	4,7	7,9
	EURCHF	0,9351	-0,2	-0,7	-0,5	-5,6	-10,1
	GBPUSD	1,3436	0,5	1,0	1,2	5,6	8,2
	USDJPY	143,67	-0,6	-1,8	0,7	-8,2	11,8
	EURCZK	24,89	0,0	-0,1	-0,4	0,6	0,9
	EURHUF	402,53	0,0	-0,2	-1,5	3,9	5,2
Obligacje	PL2Y	4,61	-2	-2	24	-79	-168
	PL5Y	5,08	-1	4	33	-43	-173
	PL10Y	5,53	1	4	23	-15	-112
	DE2Y	1,87	2	-7	13	-114	150
	DE5Y	2,19	4	-8	14	-40	146
	DE10Y	2,64	4	-5	15	11	163
	US2Y	4,01	3	-5	15	-87	134
	US5Y	4,15	8	-2	14	-32	126
	US10Y	4,59	10	5	21	16	170
Akcje	WIG	101 569,0	-1,0	-2,2	1,9	15,0	80,4
	WIG20	2 760,8	-1,3	-2,5	-0,8	8,2	53,2
	S&P500	5 844,6	-1,6	-0,8	8,7	10,1	49,0
	NASDAQ100	21 080,4	-1,3	-1,1	12,8	12,7	76,7
	Shanghai Composite**	3 387,6	0,2	-0,5	2,8	7,3	9,8
	Nikkei**	36 913,0	-1,6	-3,2	5,9	-4,4	37,2
	DAX	24 122,4	0,4	2,5	9,8	29,1	72,2
	VIX	20,79	6,6	5,3	-18,3	52,1	-34,0
Surowce	Ropa Brent	64,9	-0,7	-1,8	-1,8	-20,7	-40,5
	Ropa WTI	62,9	-1,6	-2,4	0,5	-20,5	-42,6
	Złoto	3312,5	1,0	4,2	0,9	38,5	82,4

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

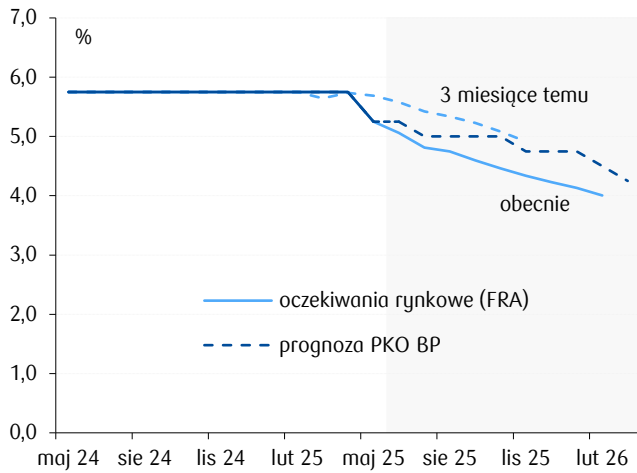
Notowania złotego wobec głównych walut



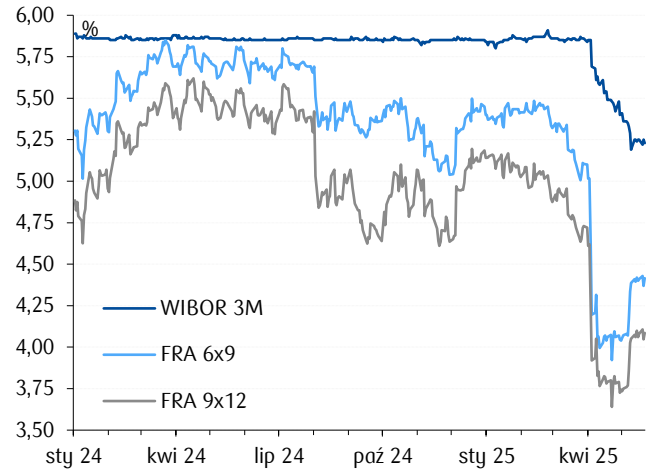
Rentowności polskich obligacji skarbowych



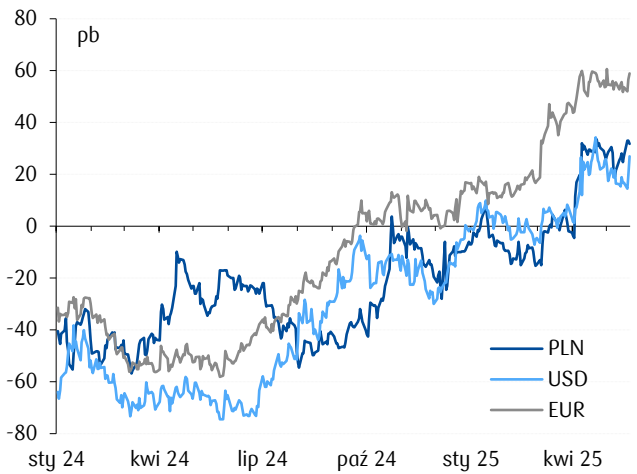
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



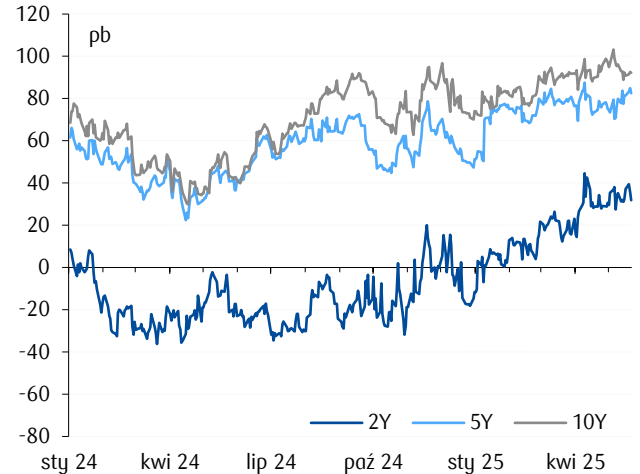
Krótkoterminowe stopy procentowe



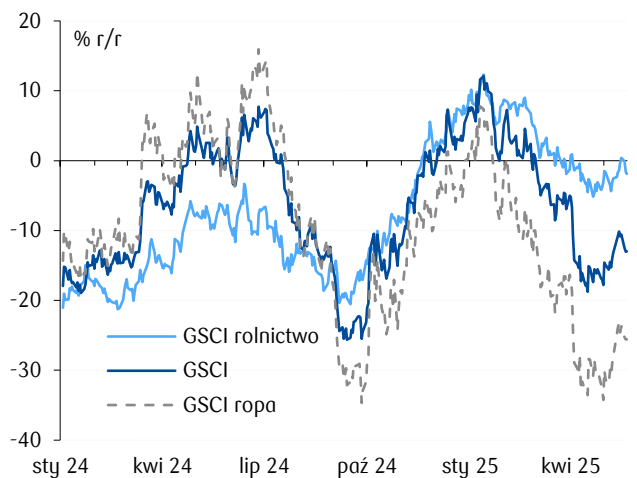
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



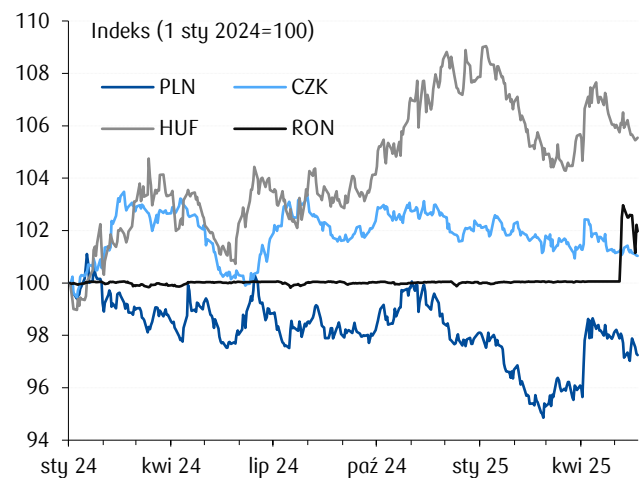
Spread asset swap dla PLN



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.

