

Nierówności dochodowe i taryfy gazowe idą w dół

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje inwestorów w USA znalazły się wczoraj pod pozytywnym wpływem orzeczenia Sądu ds. Handlu Zagranicznego, które blokuje część ceł nałożonych przez D.Trumpa, a także lepszych od oczekiwań danych o PKB oraz solidnych prognoz wyników Nvidii. Giełdom europejskim ten entuzjazm się nie udzielił - indeksy Stoxx Europe oraz WIG zakończyły dzień na minusie. Dolar lekko osłabił się względem głównych walut. Na rynku krajowym rentowności obligacji spadały w ślad za tendencjami na rynkach bazowych. Złoty pod koniec wczorajszej sesji umocnił się względem dolara (do 3,73) i pozostawał stabilny względem euro (4,24), choć przez noc i dziś rano nieznacznie się osłabił (o 1 grosz wobec obu walut).
- Dziś poznamy szereg danych z USA. Najważniejsza będzie publikacja deflatora PCE za kwiecień**, który powinien nieznacznie się obniżyć wobec marca - zarówno w ujęciu ogólnym, jak i bazowym. Równie interesujące mogą być dane o **wydatkach i dochodach Amerykanów za kwiecień**, w których doszukiwać się będziemy efektów wprowadzonych przez D.Trumpa ceł (np. skali zakupów przezroczystościowych środków trwałych i zabawek). Z tego samego powodu interesujący będzie **bilans handlu towarowego za kwiecień**. Mniej istotna okaże się z kolei rewizja koniunktury konsumenckiej wg Uniwersytetu Michigan za maj.
- W Europie głównym punktem dnia będzie publikacja wstępnej inflacji za maj w Niemczech** - oczekiwana jest stabilizacja inflacji CPI na poziomie 2,1% r/r i spadek inflacji HICP do 2,0% z 2,2% r/r w kwietniu. Warto też śledzić dane inflacyjne z Hiszpanii i Włoch. W tle będzie podaż pieniądza ze strefy euro za kwiecień i rewizja czeskiego PKB za 1q25.
- W Polsce w centrum uwagi znajdzie się wstępny odczyt inflacji CPI za maj. Oczekujemy jej niewielkiego spadku, do 4,2% r/r z 4,3% r/r w kwietniu.** W ujęciu miesięcznym poziom cen nie powinien się zmienić, przy kontynuacji przecen na stacjach paliw i lekkim wzroście cen żywności. Dane raczej nie będą miały dużego znaczenia rynkowego ze względu na jasny przekaz RPP, która na majowym posiedzeniu zapowiedziała wstrzymanie się na jakiś czas z obniżkami stóp.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

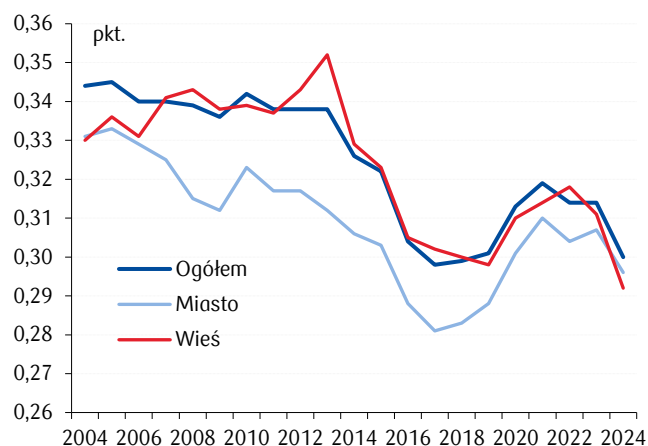
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-05-29	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2353	-0,1
USDPLN	3,7314	-0,6
CHFPLN	4,5248	-0,4
GBPPLN	5,0352	-0,4
EURUSD	1,1351	0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,55	-5
PL5Y	5,02	-6
PL10Y	5,47	-9
DE10Y	2,51	-3
US10Y	4,43	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	101 954,9	-1,8
DAX	23 933,2	-0,4
S&P500	5 912,2	0,4
Nikkei**	37 997,0	-1,1
Shanghai		
Comp.**	3 352,7	-0,3
Surowce:		
Złoto	3316,27	0,5
Ropa Brent	64,15	-1,2

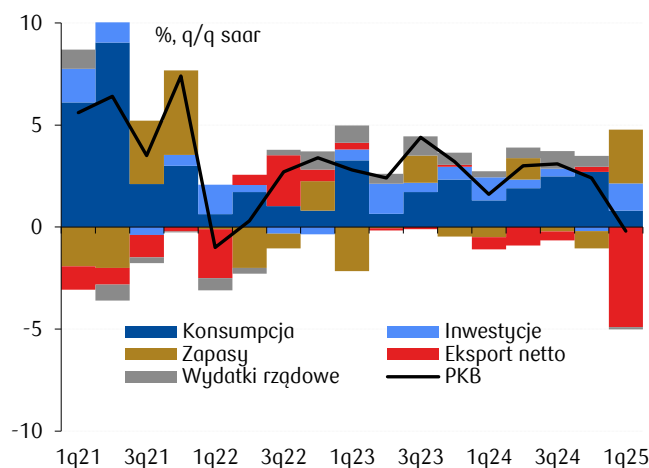
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Zróźnicowanie dochodów - współczynnik Giniego w Polsce wg Badania Budżetów Gospodarstw Domowych



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Struktura wzrostu PKB w USA

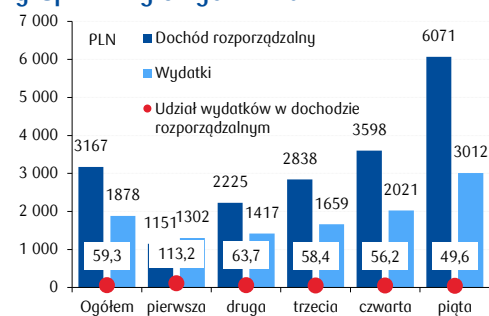


- W weekend kluczowym wydarzeniem będzie niedzielna druga tura wyborów prezydenckich w Polsce – dostępne prognozy i sondaże wskazują, że prawdopodobieństwo zwycięstwa R.Trzaskowskiego i K.Nawrockiego jest zbliżone, co sprawia, że *exit poll* może nie przynieść rozstrzygnięcia, a wynik wyborów możemy poznać dopiero w poniedziałek rano.
- Globalnie istotna może być natomiast sobotnia decyzja członków OPEC+, którzy zapewne zdecydują się na dalsze zwiększenie wydobycia ropy.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

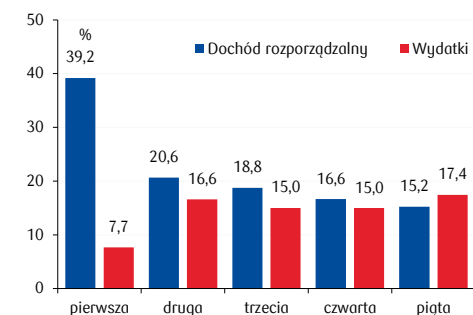
- **USA:** PKB w 1q25 spadł o 0,2% q/q saar zamiast o 0,3% q/q saar, jak wynikało z pierwszego szacunku. W górę zrewidowano akumulację brutto (w jej ramach przede wszystkim zapasy), a w dół tempo wzrostu konsumpcji prywatnej. Nieco silniejszy okazał się również wzrost importu. Obecne szacunki wskazują, że w 1q25 konsumpcja prywatna wzrosła o 1,2% q/q (1,8% q/q saar w pierwszym szacunku) wobec 4,0% q/q saar w 4q24, inwestycje prywatne o 7,8% q/q saar wobec -1,1% q/q saar w 4q24. Deflator PKB za 1q25 zrewidowano w dół o 0,1pp, do 3,3% q/q saar, bez zmian pozostawiono deflator PCE, a o 0,1pp zrewidowano w dół deflator bazy PCE. Rewizja w naszej ocenie nie była istotna.
- **POL:** Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził **nową** taryfę gazową dla PGNiG dla gospodarstw domowych w wysokości 204,26 PLN/MWh wobec dotychczas obowiązującej taryfy w wysokości 239,65 PLN/MWh. Skala spadku wynosi 14,8%, przy czym ze względu na opłaty dystrybucyjne i abonamentowe wysokość rachunku obniży się w zależności od rodzaju taryfy o 8,06-10,99%. Nowa stawka będzie obowiązywać od lipca 2025 do czerwca 2026. Szacujemy, że jej wprowadzenie obniży inflację CPI o 0,2pp r/r. Ogłoszona taryfa gazowa jest nieco niższa niż zakładaliśmy w naszych prognozach. Tym samym inflacja CPI w lipcu nie tylko wróci do dopuszczalnego przedziału wahań od celu (1,5-3,5%), ale może być zbliżona do 3,0% r/r.
- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła do 240 tys. z 227 tys. w ubiegłym tygodniu. Czterotygodniowa średnia krocząca obniżyła się nieznacznie, do 230,8 tys. Liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku wzrosła do 1,919 mln i była najwyższa od listopada 2021.
- **USA:** Prezydent D.Trump skrytykował decyzję Federalnego Sądu ds. Handlu Międzynarodowego, zgodnie z którą prezydent przekroczył swoje uprawnienia nakładając dodatkowe cła na szereg państw. D.Trump wyraził zadowolenie, że pełny, 11 osobowy, skład sądu apelacyjnego tymczasowo utrzymał w mocy nałożone cła, chociaż nie wypowiedział się co do meritum sprawy. D.Trump wyraził nadzieję, że Sąd Najwyższy ostatecznie uchyli pierwotny wyrok sądu. Jednocześnie D.Trump ogłosił, że **dzisiaj będzie ostatni dzień pracy E.Muska w administracji USA.**
- **POL:** Realny przeciętny dochód rozporządzalny na osobę wzrósł w 2024 o 14,1%, wyraźnie silniej niż w 2023 (2,1%) – wynika z corocznego Badania Budżetów Gospodarstw Domowych (BBGD). Przeciętne miesięczne dochody rozporządzalne na osobę w 2024 wyniosły 3167 PLN i w ujęciu nominalnym były o 18,2% wyższe niż w 2023. Z kolei wydatki w 2024 wyniosły 1878 PLN i wzrosły o 14,8%. **Najsilniej wzrosły dochody w pierwszej grupie kwintylowej (20% najmniej zarabiających gosp. dom.), bo aż o 39,2%.** W kolejnych grupach kwintylowych wraz ze wzrostem wyjściowego poziomu dochodu, spadało tempo wzrostu dochodów, a rosło wydatków. **W konsekwencji w 2024 istotnie obniżył się współczynnik Giniego mierzący zróżnicowanie dochodów – do 0,30, czyli najniższego poziomu od 2018.** Źródłem poprawy sytuacji gospodarstw domowych były silne

Przeciętny dochód rozporządzalny i wydatki na 1 osobę w gosp. dom. wg grup kwintylowych w 2024



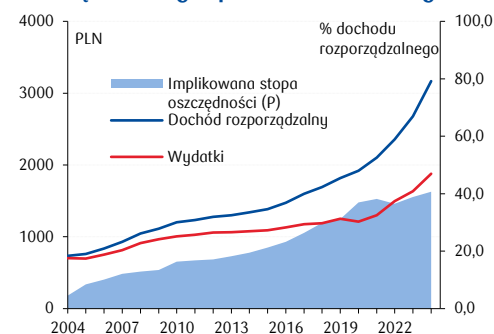
Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Zmiana dochodu rozporządzalnego i wydatków na 1 osobę w gospodarstwach domowych wg grup kwintylowych między 2024 a 2023



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Przeciętne wydatki, dochód rozporządzalny i implikowana stopa oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: GUS, PKO Bank Polski

nominalne wzrosty płac (w tym płacy minimalnej i w sektorze publicznym), wysoka waloryzacja emerytur i świadczeń społecznych (w tym 500+ do 800+) przy zdecydowanie niższej niż przed rokiem inflacji, skutkującej niższym wzrostem wydatków. **Dane wskazują na nieznaczny wzrost implikowanej stopy oszczędności, do nieco ponad 40%.** BBGD wskazuje, że w 2024 nastąpiła istotna poprawa sytuacji materialnej Polaków. Przy analizie wyników należy być jednak świadomym ograniczeń badania, w tym m.in. wysokiego odsetka odmów, który zaburza strukturę próby i prowadzi do niedoważenia w próbie osób najlepiej zarabiających, i deklaratywnego charakteru podawanych kwot dochodów i wydatków.

- **POL: Według wiosennej oceny stanu upraw rolnych straty zimowe i wiosenne w powierzchni zasiewów zbóż były niewielkie.** Kondycja drzew i krzewów owocowych na początku okresu wegetacyjnego pozostawała dobra. Chłodny początek kwietnia skutkowało nieznacznymi uszkodzeniami niektórych upraw. Istotnym negatywnym czynnikiem był pogłębiający się niedobór opadów i przesuszenie gruntu. W przypadku warzyw oraz drzew i krzewów owocowych GUS zwracał uwagę na małą ilość opadów i ograniczone straty w wyniku przymrozków.
- **POL:** RPP pozytywnie oceniła działania zarządu NBP w zakresie realizacji polityki pieniężnej w 2024. W 2024 wystąpiły dwa przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez banki.
- **EUR: P.Kazimir (prezes Banku Słowacji i członek Rady Prezesów EBC) został uznany przez słowacki sąd za winnego przestępstwa finansowego.** Według sądu P.Kazimir podczas pełnienia funkcji ministra finansów Słowacji przekupił urzędnika podatkowego kwotą 48 tys. EUR w zamian za przyspieszenie zwrotu VAT dla niektórych firm. Sąd nałożył grzywnę w wysokości 200 tys. EUR, a w przypadku braku jej zapłacenia bankierowi grozi rok w więzieniu. Kadencja prezesa P.Kazimira w banku centralnym kończy się 1 czerwca 2025.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 23 maja						
GER: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	-0,2	-0,2	--	0,0
HUN: Stopa bezrobocia (kwi.)	8:30	%	4,3	4,3	--	4,4
POL: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	14:00	% r/r	10,3	10,0	9,9	10,4
USA: Sprzedaż nowych domów (kwi.)	16:00	tys.	670	700	--	743
USA: Pozwolenia na budowę (kwi., rew.)	16:00	tys.	1481	--	--	1422
Poniedziałek, 26 maja						
POL: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	10:00	% r/r	-0,3	3,4	3,4	7,6
POL: Stopa bezrobocia (kwi.)	10:00	%	5,3	5,2	5,2	5,2
Wtorek, 27 maja						
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-16,7	-15,2	--	-15,2
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	93,6	94,3	--	94,8
HUN: Posiedzenie MNB (maj)	14:00	%	6,5	6,5	--	6,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi., wst.)	14:30	% m/m	7,6	-8,2	--	-6,3
USA: Ceny nieruchomości (mar.)	15:00	% r/r	4,5	4,5	--	4,1
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	85,7	87,0	--	98,0
Środa, 28 maja						
GER: Stopa bezrobocia (maj)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
USA: Minutes Fed (maj)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 29 maja						
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	2,4	-0,3	--	-0,2
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	4,0	1,8	--	1,2
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	226	230	--	240
Piątek, 30 maja						
CZE: Wzrost PKB (1q, rew.)	9:00	% r/r	1,8	2,0	--	--
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	4,3	4,3	4,2	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi.)	10:00	% r/r	3,6	3,7	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,2	2,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,2	--	--
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,3	2,2	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-162	-140	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	52,2	50,8	--	--

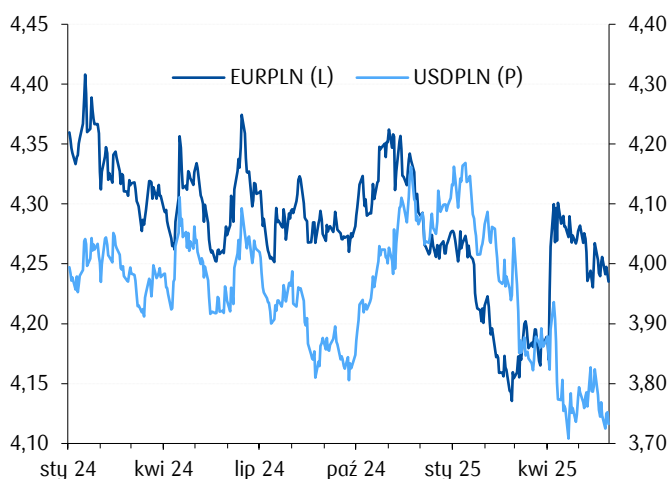
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

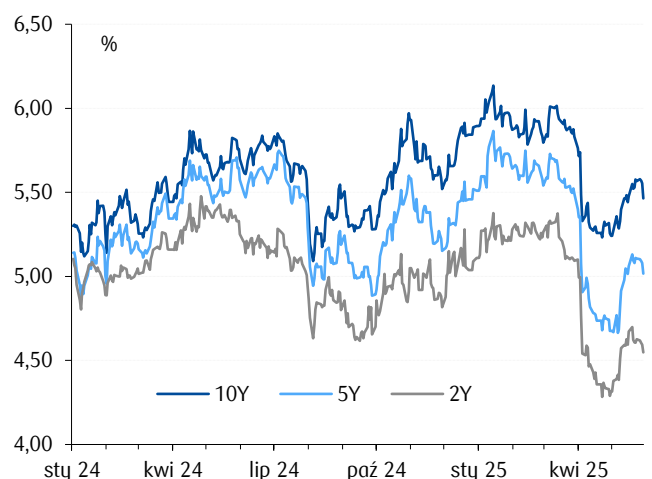
		Wartość 2025-05-29	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2353	-0,1	-0,4	-1,0	-1,1	-8,2
	USDPLN	3,7314	-0,6	-1,0	-1,6	-5,5	-13,3
	CHFPLN	4,5248	-0,4	-0,5	-0,7	3,6	1,0
	GBPPLN	5,0352	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	-6,9
	EURUSD	1,1351	0,4	0,6	0,6	4,7	5,9
	EURCHF	0,9360	0,2	0,1	-0,3	-4,5	-9,1
	GBPUSD	1,3484	0,1	0,4	1,4	5,8	7,2
	USDJPY	144,41	-0,3	0,5	-0,7	-7,8	13,4
	EURCZK	24,92	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8
	EURHUF	404,33	0,2	0,3	0,1	4,0	3,4
Obligacje	PL2Y	4,55	-5	-6	23	-78	-186
	PL5Y	5,02	-6	-9	34	-63	-188
	PL10Y	5,47	-9	-11	22	-29	-120
	DE2Y	1,78	-2	-5	8	-130	145
	DE5Y	2,07	-3	-10	9	-62	140
	DE10Y	2,51	-3	-13	7	-14	152
	US2Y	3,95	-4	-4	25	-98	146
	US5Y	4,01	-6	-9	21	-56	129
	US10Y	4,43	-5	-11	22	-12	167
Akcje	WIG	101 954,9	-1,8	1,2	3,3	19,0	79,1
	WIG20	2 786,0	-1,8	1,7	1,8	13,1	52,5
	S&P500	5 912,2	0,4	1,2	5,5	12,9	45,7
	NASDAQ100	21 364,0	0,2	1,2	8,0	15,2	74,0
	Shanghai Composite**	3 353,1	-0,3	-0,8	2,3	8,5	7,4
	Nikkei**	38 020,0	-1,1	2,8	4,3	-0,1	42,9
	DAX	23 933,2	-0,4	-0,3	6,4	29,4	68,2
	VIX	19,96	0,2	-3,3	-14,2	39,6	-28,9
Surowce	Ropa Brent	64,2	-1,2	-0,5	3,3	-21,6	-45,4
	Ropa WTI	61,7	-1,4	-1,4	1,8	-21,9	-46,0
	Złoto	3316,3	0,5	0,8	3,0	41,4	79,7

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

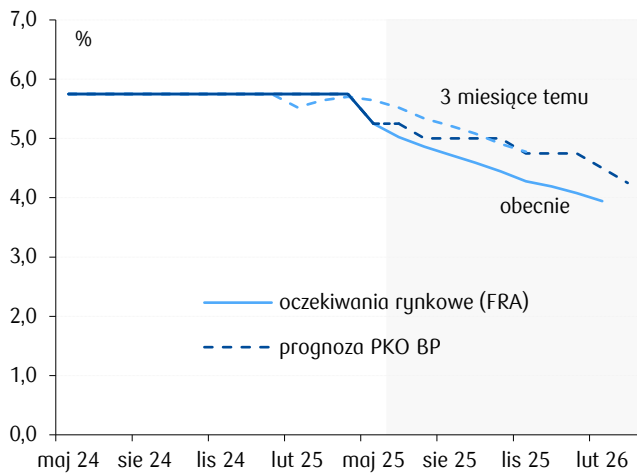
Notowania złotego wobec głównych walut



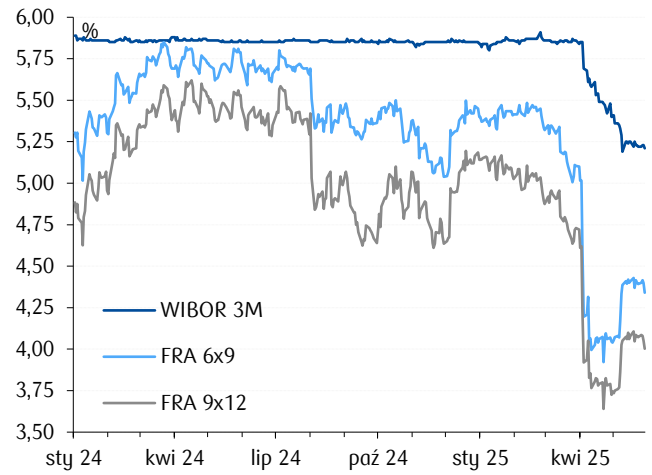
Rentowności polskich obligacji skarbowych



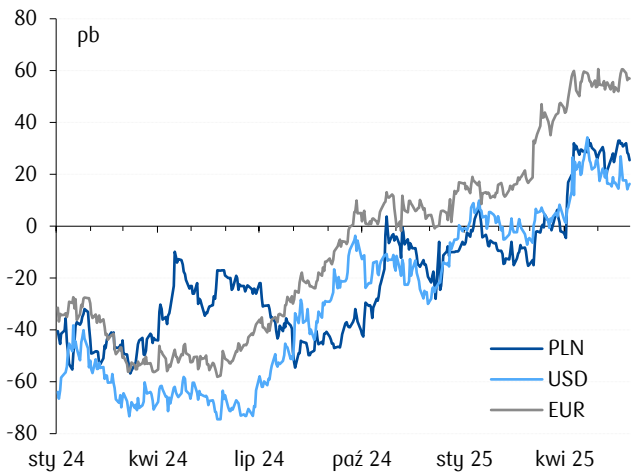
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



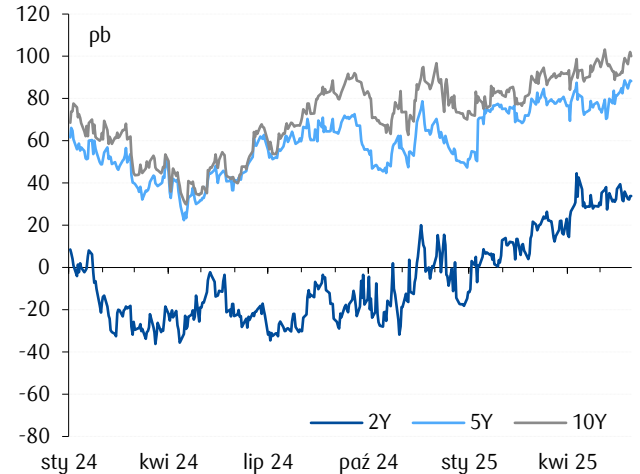
Krótkoterminowe stopy procentowe



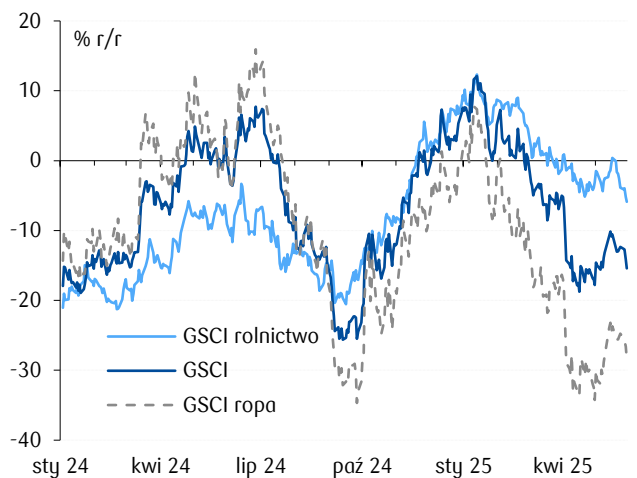
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



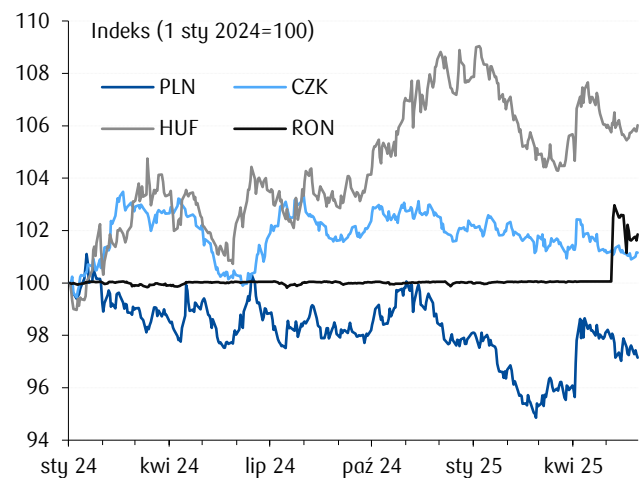
Spread asset swap dla PLN



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.