

## Nagłe odbicie inwestycji, nieoczekiwany spadek PMI

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Tydzień rozpoczął się stabilizacją na amerykańskich rynkach akcji oraz spadkami na rynkach europejskich, w tym WIGu, który stracił niemal 0,8%. Na początku sesji spadek był dużo głębszy, sięgał około 2,5%, i stanowił reakcję na zaskakujący wynik II tury wyborów prezydenckich. Euro umocniło się względem dolara, a kurs EURUSD przekroczył poziom 1,14. Złoty nieistotnie osłabił się względem euro (choć przejściowo EURPLN rósł do 4,275), a względem dolara się umocnił (choć i w tym wypadku USDPLN rano osiągnął 3,762). Rentowności amerykańskich *Treasuries* wzrosły wzdłuż całej długości krzywej, podobnie rentowności polskich papierów.
- **Dziś w centrum uwagi znajdują się wstępne dane o inflacji HICP w strefie euro w maju.** Zgodnie z oczekiwaniami zharmonizowany wskaźnik inflacji ma się obniżyć i osiągnąć cel inflacyjny na poziomie 2,0% r/r wobec 2,2% r/r w kwietniu. Jednocześnie inflacja bazowa może spaść do 2,4% r/r z 2,7% r/r miesiąc wcześniej. Silny spadek inflacji sprzyjałby obniżce stóp procentowych EBC na najbliższym posiedzeniu w czwartek, szczególnie w obliczu obaw o kondycję wzrostu gospodarczego w strefie euro i ryzyka związanego z polityką handlową USA.
- **W USA poznamy raport JOLTS oraz dane o zamówieniach fabrycznych.** Dane o liczbie wakatów w kwietniu pozwolą ocenić relację pomiędzy popytem a podażą pracy w kwietniu. W połączeniu ze środowym raportem ADP za maj i piątkowymi danymi NFP będą ważnym barometrem kondycji amerykańskiego rynku pracy. Gdyby ogół publikowanych w tym tygodniu danych wpisał się w scenariusz schłodzenia rynku pracy, to prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych Fed w lipcu wzrośnie.
- **Dziś OECD opublikuje aktualizację prognoz dla światowej gospodarki.**

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Wzrost PKB w 1q25 został przez GUS potwierdzony na poziomie 3,2% r/r, wobec 3,4% r/r w 4q24.** W ujęciu q/q odsezonowany PKB zwiększył się o 0,7%, po wzroście o 1,4% q/q w 4q24. Jednocześnie dane w ujęciu odsezonowanym pokazały wzrost o 3,7% r/r, a zatem o 0,1pp niższy niż

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

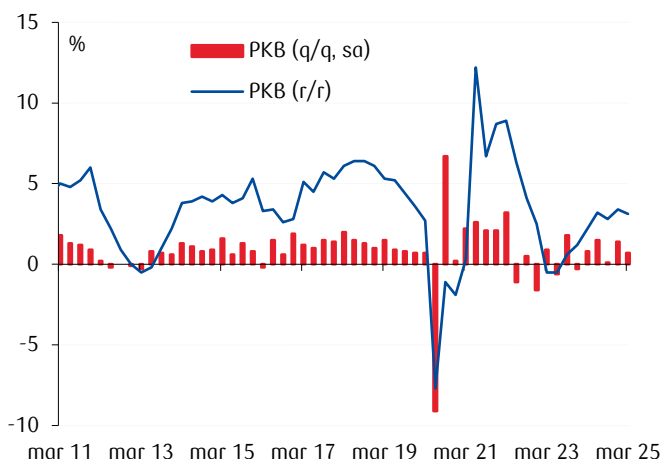
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-06-02	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2503	0,0
USDPLN	3,7167	-0,7
CHFPLN	4,5512	-0,1
GBPPLN	5,0358	-0,1
EURUSD	1,1436	0,7
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,49	0
PL5Y	4,97	4
PL10Y	5,44	5
DE10Y	2,52	1
US10Y	4,45	6
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	100 908,6	-0,6
DAX	23 930,7	-0,3
S&P500	5 935,9	0,4
Nikkei**	37 508,1	-1,2
Shanghai Comp.**	3 359,7	0,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3374,61	2,7
Ropa Brent	64,63	1,1

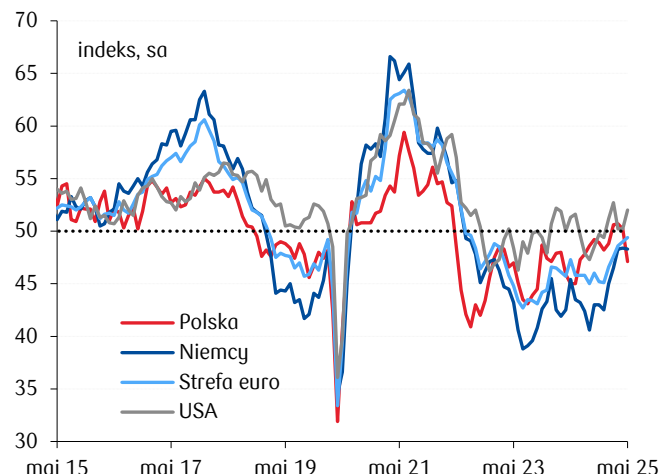
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Dynamika PKB w Polsce



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Wskaźnik PMI w Polsce na tle USA i strefy euro



wskazywał szacunek flash. W strukturze popytowej wzrostu zaskakuje wysoka dynamika inwestycji, które wzrosły o 6,3% r/r po spadku o 6,9% r/r w 4q24. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych w 1q25 spowolniło do 2,5% r/r z 3,5% r/r w 4q24, odzwierciedlając hamowanie realnej dynamiki wynagrodzeń. Utrzymuje się ujemny wkład eksportu netto (-1,1pp), przy stabilizacji dynamiki importu (+3,5% r/r) oraz przyspieszeniu eksportu do 1,1% r/r z 0,2% r/r. **Dane wpisują się w nasz scenariusz zakładający, że w całym 2025 PKB wzrośnie o 3,3%.** Więcej w Makro Flash: [Zaskakująca siła inwestycji w 1q25](#).

- **POL: Indeks PMI dla polskiego przemysłu w maju spadł do 47,1 pkt., wyraźnie poniżej konsensusu i naszych prognoz.** Był to największy miesięczny spadek tego wskaźnika od czerwca 2022 a indeks znalazł się na najniższym poziomie od czerwca 2024. Dane jednoznacznie wskazują na wyraźne pogorszenie koniunktury w sektorze przemysłowym, przerywając krótką serię sygnałów poprawy. Za osłabieniem PMI stoi przede wszystkim gwałtowny, drugi z rzędu i dodatkowo szybszy niż w kwietniu spadek nowych zamówień. Więcej w Makro Flash: [Chwilowa przerwa w działaniu przemysłu](#).
- **POL: Premier D.Tusk zapowiedział, że w najbliższym czasie zwróci się do Sejmu o wotum zaufania dla swojego rządu.** Głosowanie ma potwierdzić jedność koalicji, konieczną do realizacji rządowych planów. **Sz.Hołownia skrytykował pomysł D.Tuska i nie wykluczył, że Polska 2050 wstrzyma się przy głosowaniu o wotum zaufania dla rządu.** Powiedział, że rząd powinien przejść „odświeżenie”. **Koncepcję głosowania nad wotum zaufania dla rządu poparła Nowa Lewica.** Wotum udzielane jest zwykłą większością głosów w obecności co najmniej połowy liczby ustawowych posłów. Ewentualna porażka będzie obligować Premiera do złożenia dymisji Rady Ministrów. Tymczasem J.Kaczyński postuluje, by do zaplanowanych na 2027 kolejnych wyborów parlamentarnych władzę przejął rząd techniczny.
- **GER: Wskaźnik PMI w przetwórstwie w maju obniżył się do 48,3 pkt. z 48,4 pkt. w kwietniu,** choć wstępne dane wskazywały na jego wzrost do 48,8 pkt. Oznacza to, że przemysłowy PMI w Niemczech pozostaje w obszarze recesyjnym nieprzerwanie od 35 miesięcy. Jednocześnie wskaźnik produkcji w przetwórstwie przemysłowym, choć obniżył się względem kwietnia o 0,9 pkt., od 3 miesięcy utrzymuje się powyżej 50 pkt., co wskazuje na wzrosty produkcji w ujęciu m/m. Pozytywny wpływ na odczyt miał wzrost nowych zamówień eksportowych, jednak nowe zamówienia ogółem obniżyły się, co wskazuje na słabość popytu krajowego.
- **EUR: Wskaźnik PMI w przetwórstwie w maju wzrósł do 49,4 pkt. z 49,0 pkt. w kwietniu,** choć wstępny odczyt sugerował spadek do 48,4 pkt. Tym samym przemysłowy PMI osiągnął wartość najwyższą od 33 miesięcy, choć nie sugeruje on jeszcze ożywienia w przetwórstwie. Wskaźnik produkcji w przemyśle pozostał na poziomie z kwietnia (51,5 pkt.) sygnalizując kontynuację wzrostów. Wśród badanych państw strefy euro najlepsza koniunktura panuje w przemyśle greckim (53,2 pkt.) oraz hiszpańskim (50,5 pkt.). Pozostałe państwa odnotowały wskaźniki w obszarze recesyjnym, jednak Francja i Austria osiągnęły poziomy najwyższe od odpowiednio 28 i 32 miesięcy.
- **USA: Wskaźnik PMI w przetwórstwie w maju wzrósł do 52,0 pkt. z 50,2 pkt. w kwietniu,** przy wstępnym wskazaniu na wzrost do 52,3 pkt. Indeks znajduje się na poziomie najwyższym od 3 miesięcy, a od 5 miesięcy przekracza granicę 50 pkt. sygnalizującą ożywienie w przemyśle. W odpowiedziach respondentów najistotniejsze pozostawały kwestie związane z cłami i polityką handlową USA. Rosły nowe zamówienia, rosły ceny półproduktów i wydłużał się czas dostaw. Nadzieje na stabilizację polityki handlowej sprzyjały poprawie oczekiwań i niewielkiemu wzrostowi zatrudnienia. Wzrost wskaźnika PMI w maju wynika przede wszystkim z silnego wzrostu liczby nowych

**Wskaźnik ISM w przetwórstwie w USA**

Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski

zamówień oraz wkładu zapasów, które rosły najszybciej w 18-letniej historii prowadzenia badania.

- **USA:** Wskaźnik ISM w przetwórstwie w maju obniżył się do 48,5 pkt. z 48,7 pkt. w kwietniu, choć konsensus optymistycznie zakładał wzrost do 49,2 pkt. Poprawiły się subindeksy nowych zamówień (+0,4 pkt.), produkcji (+1,4 pkt.), zatrudnienia (+0,3 pkt.) i czasu dostaw (+0,9 pkt.). Pogorszyły się subindeksy zapasów (-4,1 pkt.) i cen (-0,4 pkt.).
- **CHN:** Koniunktura w sektorze przemysłowym w maju wyraźnie się pogorszyła, mimo oczekiwań na poprawę. Indeks Caixin PMI spadł do 48,3 pkt. z 50,4 pkt. w kwietniu, osiągając najniższy poziom od września 2022 i po raz pierwszy od ośmiu miesięcy znalazł się poniżej granicznego poziomu 50 pkt. Za spadkiem indeksu stał przede wszystkim gwałtowny regres w zakresie nowych zamówień. To efekt słabnącego popytu krajowego oraz wyraźnego spadku zamówień eksportowych. Pomimo pogorszenia sytuacji bieżącej, nastroje wśród producentów uległy poprawie. Przedsiębiorcy spodziewają się poprawy warunków handlowych i szerszego dostępu do rynków zagranicznych w nadchodzących kwartałach.
- **USA:** A.Goolsbee (Chicago Fed z prawem głosu w FOMC) podkreślił, że fundamenty amerykańskiej gospodarki pozostają solidne, a Rezerwa Federalna wróci do obniżek stóp procentowych, jeśli zniknie niepewność związana z polityką handlową. Choć jak dotąd dane nie wskazują na silny wpływ nowych ceł na gospodarkę, Fed pozostaje ostrożny wobec dalszych działań, z uwagi na możliwe ryzyka dla inflacji i rynku pracy.
- **POL:** Komitet Stały Rady Ministrów na posiedzeniu 5 czerwca (czwartek) zajmie się wysokością płacy minimalnej w 2026. Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej wnioskowało o podwyższenie kwoty do 5020 PLN brutto z obecnych 4666 PLN brutto (czyli o 7,6%).
- **POL:** Prezydent A.Duda podpisał nowelizację ustawy o emeryturach i rentach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, która zakłada wzrost zasiłku pogrzebowego od 1 stycznia 2026 do 7 tys. PLN z obowiązujących od 2011 4 tys. PLN.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 1 czerwca podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 42,6% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.
- **POL:** Zgodnie z projektem nowelizacji ustawy o Narodowym Banku Polskim Rada Polityki Pieniężnej będzie zatwierdzać przekazywane co miesiąc aktualne przewidywane wykonanie planu finansowego NBP na dany rok. Projekt ma trafić pod obrady rządu w 3q25.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 30 maja</b>						
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	4,3	4,3	4,2	4,1
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,1
USA: Dochody Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	0,8
USA: Wydatki Amerykanów (kwi.)	14:30	% m/m	0,7	0,2	--	0,2
USA: Deflator PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,3	2,2	--	2,1
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi.)	14:30	% r/r	2,7	2,5	--	2,5
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-162	-140	--	-88
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	52,2	50,8	--	52,2
<b>Poniedziałek, 2 czerwca</b>						
POL: PMI w przetwórstwie (maj)	9:00	pkt.	50,2	50,4	50,3	47,1
GER: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	9:55	pkt.	48,4	48,8	--	48,3
POL: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	3,4	3,2	3,2	3,2
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	10:00	pkt.	49,0	48,4	--	49,4
USA: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	15:45	pkt.	50,2	52,3	--	52,0
USA: ISM w przetwórstwie (maj)	16:00	pkt.	48,7	49,2	--	48,5
<b>Wtorek, 3 czerwca</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (maj)	3:45	pkt.	50,4	50,8	--	48,3
EUR: Inflacja HICP (maj, wst.)	11:00	% r/r	2,2	2,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (maj, wst.)	11:00	% r/r	2,7	2,4	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (kwi.)	16:00	% m/m	4,3	-3,1	--	--
USA: Raport JOLTS (kwi.)	16:00	mln	7,192	7,100	--	--
<b>Środa, 4 czerwca</b>						
CZE: Inflacja CPI (maj, wst.)	9:00	% r/r	1,8	2,0	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, rew.)	10:00	pkt.	50,1	48,9	--	--
USA: Raport ADP (maj)	14:15	tys	62	110	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	5,25	5,25	5,25	--
<b>Czwartek, 5 czerwca</b>						
GER: Zamówienia w przemyśle (kwi.)	8:00	% r/r	3,8	2,4	--	--
EUR: Inflacja PPI (kwi.)	11:00	% r/r	1,9	1,2	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (.)	14:15	%	2,25	2,00	2,00	--
USA: Bilans handlowy (kwi.)	14:30	mld USD	-140,5	-117,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	240	235	--	--
<b>Piątek, 6 czerwca</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (kwi.)	8:00	% r/r	-0,2	-1,0	--	--
GER: Eksport (kwi.)	8:00	% m/m	1,1	-0,8	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (kwi.)	11:00	% r/r	1,5	1,6	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	0,9	1,2	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys	177	130	153	--
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	4,2	4,2	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	% r/r	3,8	3,6	--	--

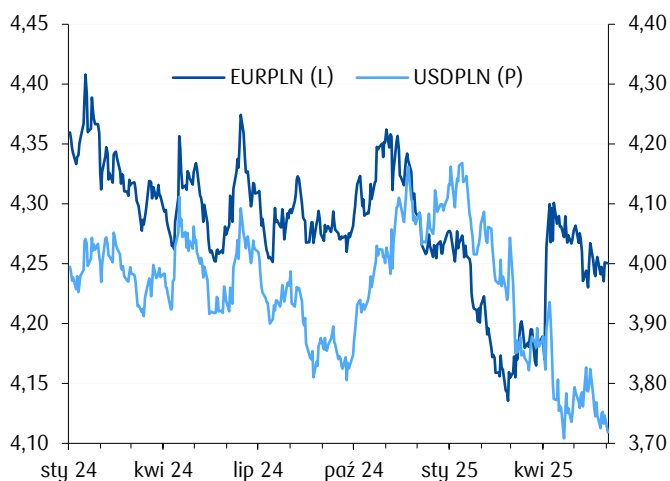
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

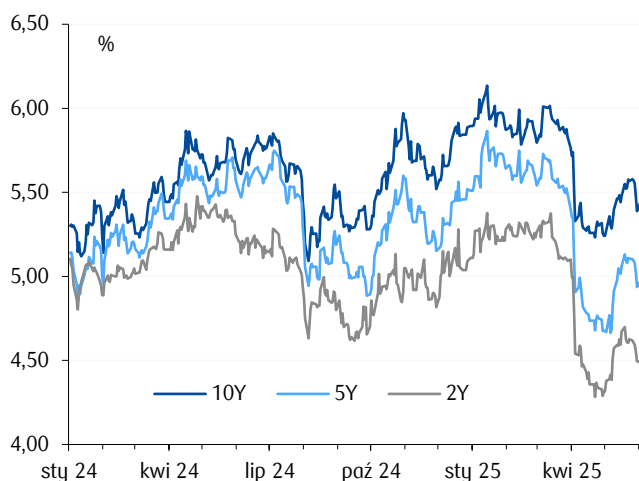
		Wartość 2025-06-02	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2503	0,0	0,2	-0,4	-0,7	-7,3
	USDPLN	3,7167	-0,7	-0,2	-1,2	-5,7	-12,6
	CHFPLN	4,5512	-0,1	0,2	-0,6	3,6	2,5
	GBPPLN	5,0358	-0,1	-0,3	0,5	0,3	-6,4
	EURUSD	1,1436	0,7	0,4	0,8	5,2	6,1
	EURCHF	0,9339	0,1	0,0	0,2	-4,2	-9,5
	GBPUSD	1,3554	0,5	-0,1	1,9	6,1	7,2
	USDJPY	142,65	-1,1	-0,1	-0,8	-8,7	11,8
	EURCZK	24,89	-0,3	0,1	-0,2	0,8	0,7
	EURHUF	403,05	-0,2	-0,2	-0,1	3,0	2,6
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,49	0	-13	10	-72	-203
	PL5Y	4,97	4	-13	20	-54	-192
	PL10Y	5,44	5	-14	8	-19	-118
	DE2Y	1,79	1	0	2	-124	135
	DE5Y	2,09	1	-2	2	-54	132
	DE10Y	2,52	1	-4	0	-6	148
	US2Y	3,94	5	-5	10	-88	144
	US5Y	4,01	5	-7	7	-41	127
	US10Y	4,45	6	-6	11	4	170
<b>Akcje</b>	WIG	100 908,6	-0,6	-1,3	0,5	16,2	74,5
	WIG20	2 755,3	-0,6	-1,3	-1,0	10,3	48,2
	S&P500	5 935,9	0,4	2,3	5,1	12,4	42,8
	NASDAQ100	21 491,8	0,7	2,8	7,6	15,5	69,5
	Shanghai Composite**	3 359,0	0,3	0,4	2,4	9,1	6,7
	Nikkei**	37 503,3	-1,2	-0,1	1,8	-3,6	37,0
	DAX	23 930,7	-0,3	-0,4	2,5	28,6	64,2
	VIX	20,90	4,4	-5,2	-8,4	44,0	-22,2
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	64,6	1,1	-0,2	7,3	-17,5	-46,9
	Ropa WTI	63,3	2,9	0,6	8,2	-15,9	-45,0
	Złoto	3374,6	2,7	1,1	1,9	44,3	81,7

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

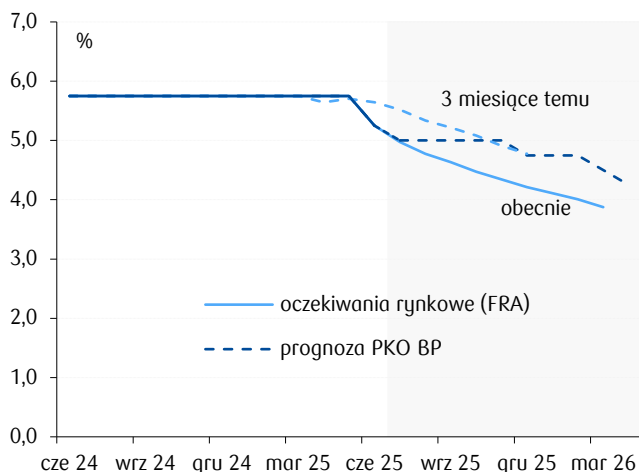
## Notowania złotego wobec głównych walut



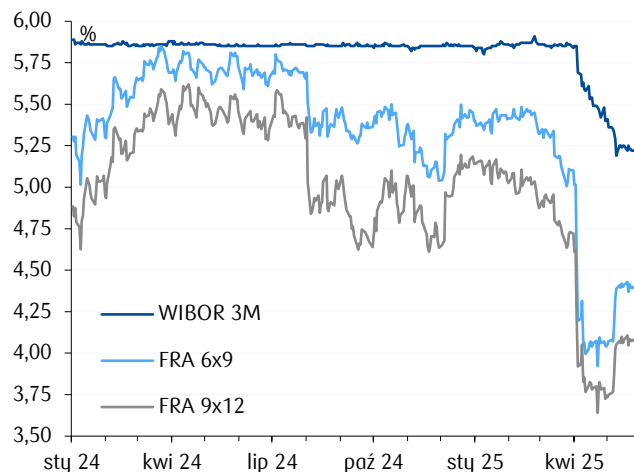
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



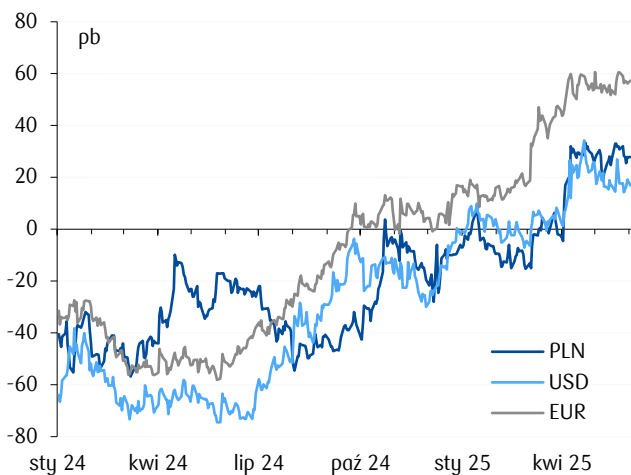
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



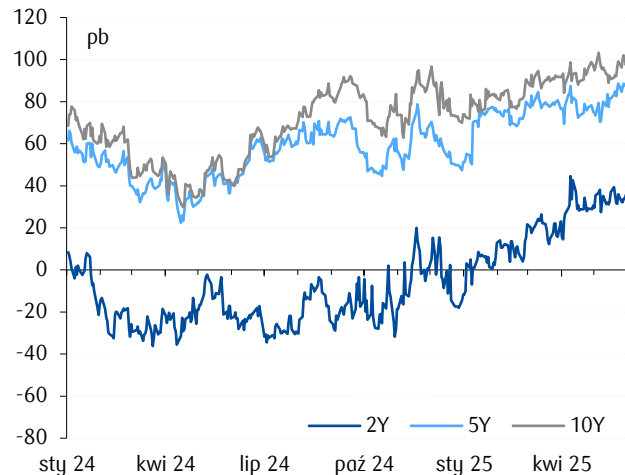
### Krótkoterminowe stopy procentowe



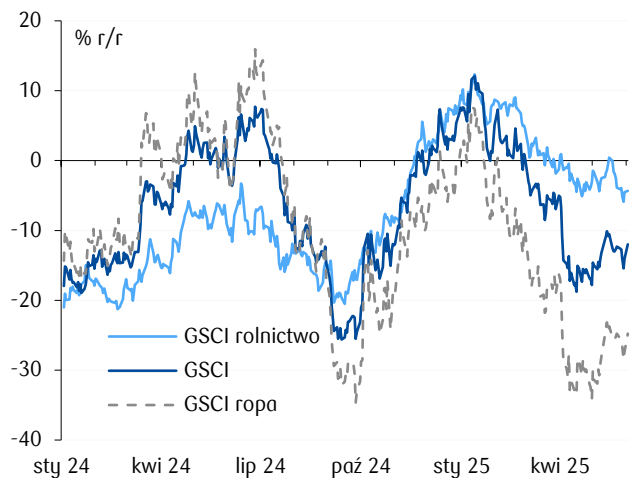
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



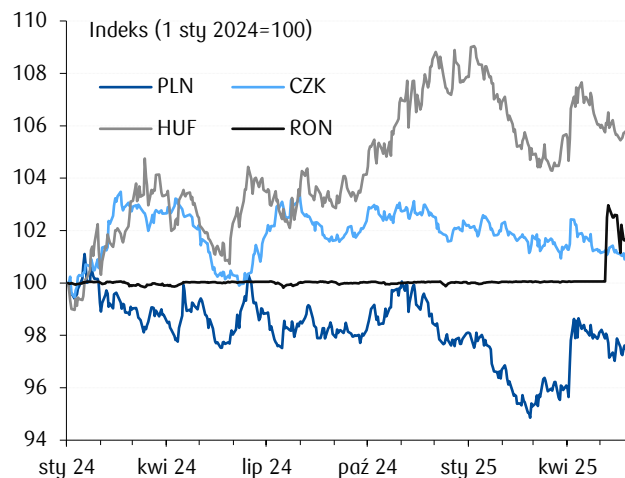
### Spread asset swap dla PLN



### 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](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista. Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

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

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