

Produkcja i płace poniżej oczekiwań

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł zapowiedź rozejmu między Izraelem a Iranem, czemu towarzyszyły spadek cen ropy Brent poniżej 72 USD/bbl oraz wzrosty amerykańskich indeksów akcyjnych. Europejskie giełdy traciły, w szczególności polski WIG (-1,3%). Euro umocniło się nieco względem dolara, a kurs EURUSD wzrósł w okolice 1,15. Złoty tracił względem głównych walut – EURPLN wzrósł do 4,28, zaś USDPLN do 3,71. Rentowności amerykańskich Treasuries obniżyły się wzdłuż całej długości krzywej, a w ślad za nimi także rentowności krajowych papierów.
- Z USA napłyną dane o saldzie rachunku obrotów bieżących w 1q25 – zgodnie z oczekiwaniami deficyt pogłębił się do około 446 mld USD z 304 mld USD w poprzednim kwartale. Ponadto opublikowane zostaną dane o cenach nieruchomości w kwietniu, a także indeks zaufania konsumentów wg Conference Board.
- W Europie najważniejsze będzie posiedzenie Banku Węgier oraz niemiecki indeks Ifo. Zakładamy, że stopy na Węgrzech pozostaną na niezmienionym poziomie (stopa bazowa wynosi 6,50%). Z kolei indeks koniunktury gospodarczej Ifo, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami, powinien pokazać lekką poprawę nastrojów przedsiębiorstw.
- W Polsce najpierw poznamy dane o sprzedaży detalicznej, a następnie o podaży pieniądza M3. Zarówno my, jak i konsensus, zakładamy wyhamowanie dynamiki sprzedaży detalicznej w maju po podbitym wielkonocnymi zakupami solidnym wzroście w kwietniu (PKOe: 4,4% r/r, kons.: 4,3% r/r vs 7,6% r/r miesiąc wcześniej). Odnosnie do M3 prognozujemy, że jej dynamika w maju utrzymała się na poziomie z kwietnia (10,4% r/r).
- Przed Kongresem wystąpi Prezes Fed J.Powell (wystąpienie będzie kontynuowane w środę), a jego dialog z Komisjami odbędzie się w otoczeniu zarzutów Republikanów, w tym Prezydenta D.Trumpa, że Fed prowadzi szkodliwą dla amerykańskiej gospodarki politykę pieniężną, rosnącego ryzyka otwartego konfliktu zbrojnego USA-Iran, a także rosnących rozbieżności wśród członków FOMC o to czy i kiedy stosowne będzie wznowienie obniżek stóp procentowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

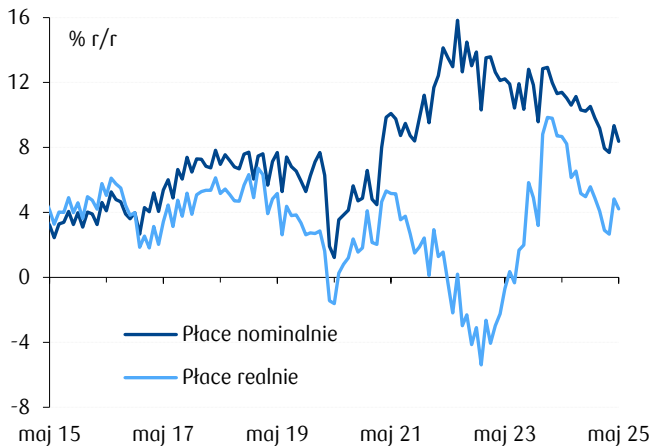
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-06-23	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2778	0,2
USDPLN	3,7100	0,1
CHFPLN	4,5591	0,6
GBPPLN	4,9919	0,2
EURUSD	1,1531	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,61	-5
PL5Y	5,20	-4
PL10Y	5,65	-3
DE10Y	2,51	-1
US10Y	4,34	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	98 984,5	-1,4
DAX	23 269,0	-0,3
S&P500	6 025,2	1,0
Nikkei**	38 793,4	1,0
Shanghai Comp.**	3 415,8	1,7
Surowce:		
Złoto	3387,76	0,6
Ropa Brent	71,48	-7,2

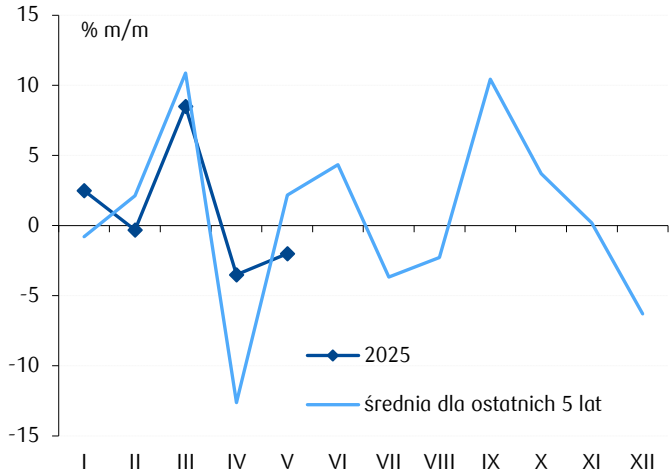
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dynamika wynagrodzeń



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zmiana produkcji przemysłowej na tle wzorca sezonowego

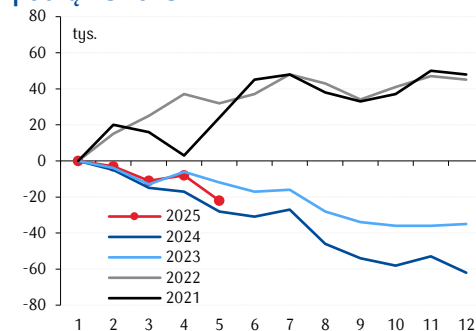


- Ponadto wypowiadać się będą **przedstawiciele EBC**: C.Lagarde, L.de Guindos, oraz P.Lane, a także **FOMC**: S.Collins i J.Williams.
- **Dziś rozpocznie się także szczyt NATO w Hadze**, na którym może zostać sformalizowany wymóg nakładów na cele wojskowe w wysokości 5% PKB, z czego 3,5% PKB bezpośrednio na cele militarne, a 1,5% PKB na powiązane inwestycje (infrastruktura, cyberbezpieczeństwo).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

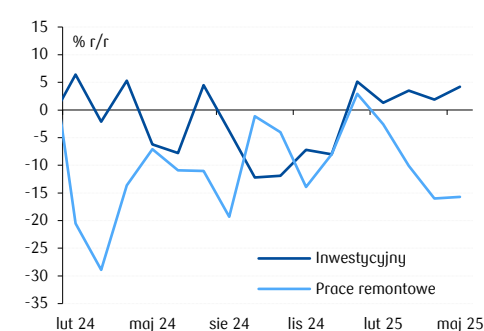
- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw w maju wzrosło nominalnie o 8,4% r/r i wyniosło 8670,51 PLN. Dynamika płac okazała się nieco niższa od oczekiwań (kons. i PKOe: 8,8% r/r) oddając część kwietniowej niespodzianki, gdy płace wzrosły o 9,3% r/r. Realny wzrost płac spowolnił do 4,2% r/r. W ujęciu miesięcznym płace spadły o 4,1%, głębiej niż wskazywałby wzorzec sezonowy. **Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 0,8% niższe niż przed rokiem**, wbrew oczekiwaniom na wyhamowanie spadku (PKOe i kons.: -0,7% r/r). Względem kwietnia liczba etatów została zredukowana o 13,5 tys. (-0,2% m/m), a skala redukcji dla tego miesiąca była najgłębsza od pandemii (2020). Więcej w Makro Flash: [Wyjątkowo zimny maj](#).
- **POL:** Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 3,9% r/r, wyraźnie przyspieszając z 1,2% r/r w kwietniu. Pomimo poprawy, wynik ten okazał się nieco niższy od oczekiwań (kons.: 4,4% r/r, PKOe: 4,2% r/r). Po uwzględnieniu efektów sezonowych wg GUS wzrost wyniósł 1,6% r/r (wg odsezonowania PKO: 3,2% r/r) i 0,8% m/m. Z kolei **produkcja budowlana obniżyła się o 2,9% r/r**. Choć w porównaniu do kwietnia (-4,2% r/r) skala spadku była mniejsza, to dane były słabsze od oczekiwań (kons. i PKOe: -2,5% r/r). Po korekcie sezonowej spadek był głębszy, wyniósł 3,8% r/r. Dane wskazują na umiarkowaną, lecz nierówną poprawę krajowej produkcji. Więcej w Makro Flash: [Krajowa produkcja na majówce](#).
- **POL:** Deflacja cen producentów (PPI) w maju pogłębiła się i wyniosła -1,5% r/r wobec -1,4% r/r w kwietniu, co było nieco głębszym spadkiem niż oczekiwano (kons. i PKOe: -1,4% r/r). Dane potwierdzają utrzymującą się presję deflacyjną w przemyśle, szczególnie w sektorze energetycznym (-0,5% m/m).
- **POL:** L.Kotecki (RPP) powiedział, że jego zdaniem Rada nie zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych w lipcu, natomiast we wrześniu taka obniżka na pewno będzie miała miejsce, o ile do tego czasu nie wystąpią niewyobrażalne szoki. L.Kotecki dodał, że do końca roku RPP powinna obniżyć stopy o łącznie 50pb (zgodnie z naszą prognozą).
- **USA:** A.Goolsbee (Chicago Fed) ocenił, że bank centralny może wznowić obniżki stóp procentowych, jeśli inflacja wynikająca z cel pozostanie niska. Przedstawiciel FOMC zwrócił uwagę, że przez ostatnie 3 miesiące ceny konsumpcyjne rosły wolno. Z kolei członkowie zarządu Fed **Ch.Waller i M.Bowman** powiedzieli, że mogliby poprzeć obniżkę stóp procentowych w lipcu, jeśli inflacja pozostanie pod kontrolą. M.Daly (San Francisco Fed) stwierdziła, że obniżki stóp są bardziej prawdopodobne jesienią.
- **IRS/IRN/USA:** Prezydent D.Trump ogłosił, że Izrael i Iran "w pełni uzgodniły" zawieszenie broni, które ma doprowadzić do zakończenia wojny między dwoma krajami. Ze słów D.Trumpa wynika, że rozejm ma się zacząć od 12-godzinnej przerwy w działaniach zbrojnych Iranu, a następnie podobny okres rozpocznie Izrael, po czym "po 24 godzinach świat przywita oficjalne zakończenie wojny dwunastodniowej". Porozumienie ogłoszone zostało po tym, jak Iran w odwecie ostrzelał amerykańską bazę lotniczą Al Udeid

Skumulowana zmiana zatrudnienia od początku roku



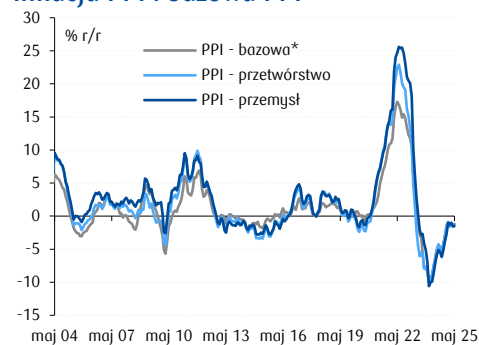
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Produkcja budowlana w podziale na jej charakter



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI i bazowa PPI*



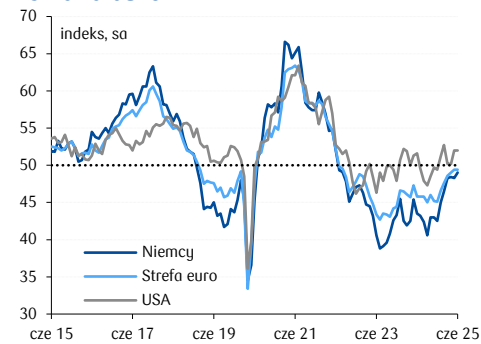
Źródło: GUS, Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

*Przetwórstwo z wyłączeniem rafinacji ropy i produkcji koksu.

w Katarze. W ataku nie było ofiar śmiertelnych ani rannych, a USA zostały o nim uprzedzone.

- **EUR:** Wskaźnik PMI w przetwórstwie w czerwcu, według wstępnych danych, nie zmienił się względem maja i wyniósł 49,4 pkt. przy oczekiwaniach na wzrost do 49,8 pkt. Jednocześnie wskaźnik PMI w usługach wzrósł do 50,0 pkt. po spadku do 49,7 pkt. miesiąc wcześniej. W efekcie wskaźnik kompozytowy pozostał na poziomie 50,2 pkt. i już od 6 miesięcy utrzymuje się powyżej poziomu neutralnego (50 pkt.). Wskaźnik w przetwórstwie wzrósł w Niemczech (więcej w kropce poniżej), zaś obniżył się we Francji (do 47,8 pkt. z 49,8 pkt. w maju). Optymizm przedsiębiorstw nasilił się, a nastroje są najlepsze od stycznia – mimo nieznacznego pogorszenia wciąż jaśniej widzą przyszłość firmy przetwórcze niż usługowe.
- **GER:** Wskaźnik PMI w przetwórstwie w czerwcu, według wstępnych danych, wzrósł do 49,0 pkt. z 48,3 pkt. w maju. Dane były zgodne z rynkowymi oczekiwaniami i oznaczają, że indeks znalazł się na poziomie najwyższym od 34 miesięcy. Jednocześnie wskaźnik w usługach nieoczekiwanie wzrósł do 49,4 pkt. z 47,1 pkt. (kons.: 47,9 pkt.). Tym samym wskaźnik kompozytowy, po miesięcznej przerwie, wrócił do obszaru wskazującego na ożywienie (50,4 pkt.). W przetwórstwie obserwowany był najsilniejszy wzrost nowych zamówień od ponad 3 lat, a wskaźnik produkcji w przemyśle znalazł się na poziomie najwyższym od 39 miesięcy (52,6 pkt.). Optymizm przedsiębiorstw co do wzrostu w kolejnych 12m nieco osłabł – przede wszystkim za sprawą osłabienia w sektorze usług przy jednoczesnej poprawie nastrojów w przemyśle (do poziomu najwyższego od lutego 2022).
- **USA:** Wskaźnik PMI w przetwórstwie w czerwcu, według wstępnych danych, nie zmienił się względem maja i wyniósł 52,0 pkt, choć oczekiwano spadku do 51,0 pkt. Jednocześnie wskaźnik w usługach obniżył się do 53,1 pkt. z 53,7 pkt. miesiąc wcześniej. W efekcie wskaźnik kompozytowy nieznacznie spadł (do 52,8 pkt z 53,0 pkt.). Solidny odczyt wynika m.in. z nieprzerwanego od 14 miesięcy wzrostu nowych zamówień ogółem, przy spadku nowych zamówień eksportowych. Respondenci wskazywali na rosnące presje cenowe, które wiązały przede wszystkim ze wzrostem ceł. Oczekiwania firm co do aktywności w najbliższych 12 miesiącach pogorszyły się i pozostają głęboko poniżej długookresowej średniej.
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w maju wzrosła do 4,030 mln z 4,000 mln w kwietniu, powyżej oczekiwań na spadek do 3,950 mln.
- **POL:** Ministerstwo Finansów poinformowało, że stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto według budżetu na 2025 wynosi ok. 73%.
- **POL:** Ceny skupu podstawowych produktów rolnych (pszenicy, żyta, żywca wołowego, żywca wieprzowego, drobiu i mleka krowiego) w maju wzrosły o 15,0% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 2,1% wobec wzrostu o 2,2% w kwietniu.

Wskaźnik PMI w przemyśle w USA i strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 20 czerwca						
EUR: Koniunktura konsumencka (cze., wst.)	16:00	pkt.	-15,2	-14,6	--	-15,3
Poniedziałek, 23 czerwca						
GER: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	9:30	pkt.	48,3	49,0	--	49,0
GER: PMI w usługach (cze., wst.)	9:30	pkt.	47,1	47,9	--	49,4
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	10:00	% r/r	9,3	8,8	8,8	8,4
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	10:00	% r/r	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
POL: Produkcja przemysłowa (maj)	10:00	% r/r	1,2	4,4	4,2	3,9
POL: Inflacja PPI (maj)	10:00	% r/r	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5
POL: Produkcja budowlano-montażowa (maj)	10:00	% r/r	-4,2	-2,5	-2,5	-2,9
EUR: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	10:00	pkt.	49,4	49,8	--	49,4
EUR: PMI w usługach (cze., wst.)	10:00	pkt.	49,7	50,0	--	50,0
USA: PMI w przetwórstwie (cze., wst.)	15:45	pkt.	52,0	51,0	--	52,0
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (maj)	16:00	mln	4,00	3,95	--	4,03
Wtorek, 24 czerwca						
GER: Indeks Ifo (cze.)	10:00	pkt.	87,5	88,2	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (maj)	10:00	% r/r	7,6	4,3	4,4	--
POL: Podaż pieniądza M3 (maj)	14:00	% r/r	10,4	10,2	10,4	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	14:30	mld USD	-303,9	-445,5	--	--
USA: Ceny nieruchomości (kwi.)	15:00	% r/r	4,07	4,00	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (cze.)	16:00	pkt.	98,0	99,8	--	--
Środa, 25 czerwca						
POL: Stopa bezrobocia (maj)	10:00	%	5,2	5,0	5,0	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	--
USA: Sprzedaż nowych domów (maj)	16:00	tys.	743	693	--	--
Czwartek, 26 czerwca						
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-87,6	-91,0	--	--
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%q/q saar	2,4	-0,2	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%q/q saar	4,0	1,2	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, wst.)	14:30	% m/m	-6,3	8,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	245	245	--	--
Piątek, 27 czerwca						
EUR: Koniunktura konsumencka (cze., rew.)	11:00	pkt.	-15,1	-15,3	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (cze.)	11:00	pkt.	94,8	95,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,8	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,2	0,1	--	--
USA: Deflator PCE (maj)	14:30	% r/r	2,1	2,3	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (maj)	14:30	% r/r	2,5	2,6	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., rew.)	16:00	pkt.	52,2	60,5	--	--

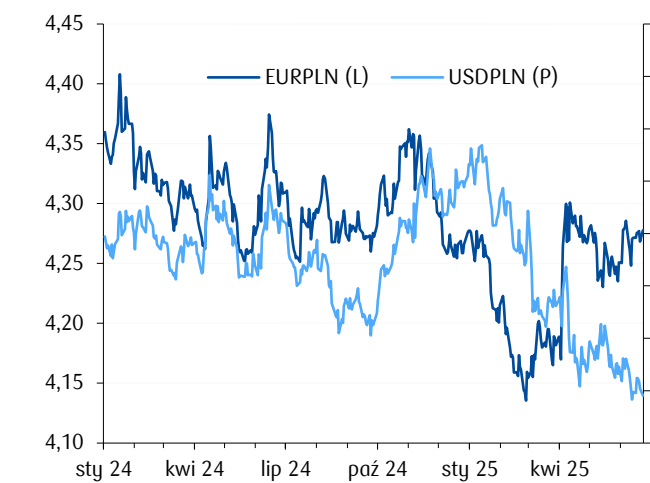
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

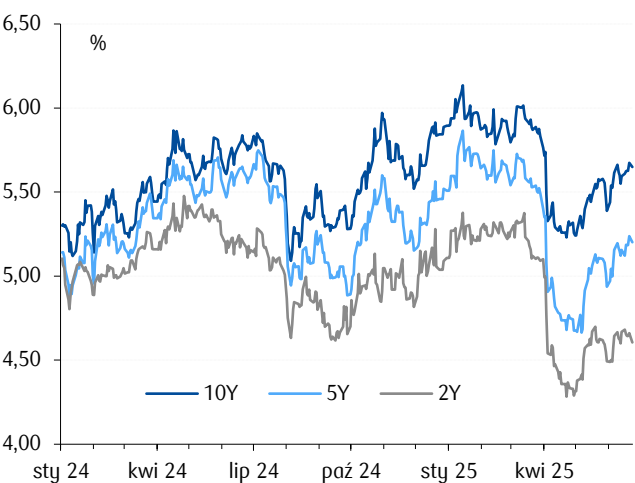
		Wartość 2025-06-23	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2778	0,2	0,1	0,9	-0,5	-8,1
	USDPLN	3,7100	0,1	0,7	-0,4	-7,4	-16,0
	CHFPLN	4,5591	0,6	0,3	0,4	1,7	-0,2
	GBPPLN	4,9919	0,2	-0,5	-1,2	-1,7	-7,8
	EURUSD	1,1531	0,1	-0,5	1,3	7,5	9,4
	EURCHF	0,9383	-0,3	-0,2	0,5	-2,2	-7,9
	GBPUSD	1,3489	0,2	-0,8	-0,5	6,3	10,1
	USDJPY	146,59	0,5	1,8	2,7	-8,2	8,6
	EURCZK	24,84	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,6
	EURHUF	404,00	0,2	0,7	0,0	2,2	1,6
Obligacje	PL2Y	4,61	-5	-8	-1	-56	-375
	PL5Y	5,20	-4	8	10	-39	-325
	PL10Y	5,65	-3	4	7	-13	-250
	DE2Y	1,84	-1	-1	5	-97	69
	DE5Y	2,11	-1	-1	0	-33	56
	DE10Y	2,51	-1	-2	-6	8	75
	US2Y	3,85	-5	-12	-14	-88	69
	US5Y	3,91	-6	-14	-17	-36	57
	US10Y	4,34	-4	-12	-17	10	110
Akcje	WIG	98 984,5	-1,4	-0,6	-3,2	12,7	87,0
	WIG20	2 691,5	-1,6	-0,9	-3,6	5,9	60,2
	S&P500	6 025,2	1,0	-0,1	3,8	10,6	64,0
	NASDAQ100	21 856,3	1,1	-0,4	4,5	12,2	94,0
	Shanghai Composite**	3 414,9	1,6	0,8	2,0	15,2	3,0
	Nikkei**	38 782,1	1,0	1,2	3,3	-0,1	50,5
	DAX	23 269,0	-0,3	-1,8	-3,2	27,0	75,4
	VIX	20,76	-1,7	2,3	-5,8	44,2	-32,8
Surowce	Ropa Brent	71,5	-7,2	-2,4	10,4	-16,9	-37,4
	Ropa WTI	69,4	-8,4	-4,4	10,3	-16,1	-36,7
	Złoto	3387,8	0,6	-0,4	1,5	45,2	84,3

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

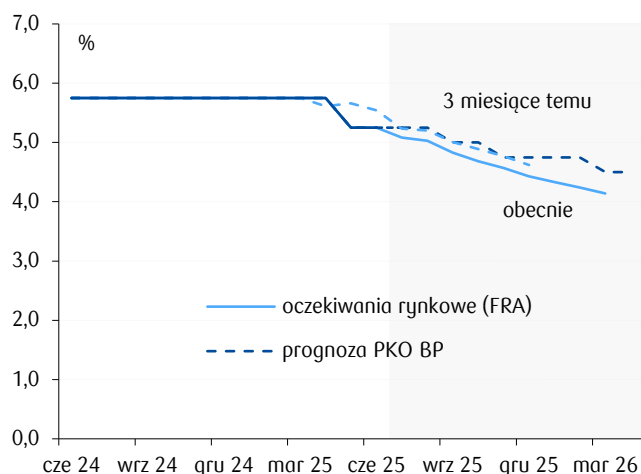
Notowania złotego wobec głównych walut



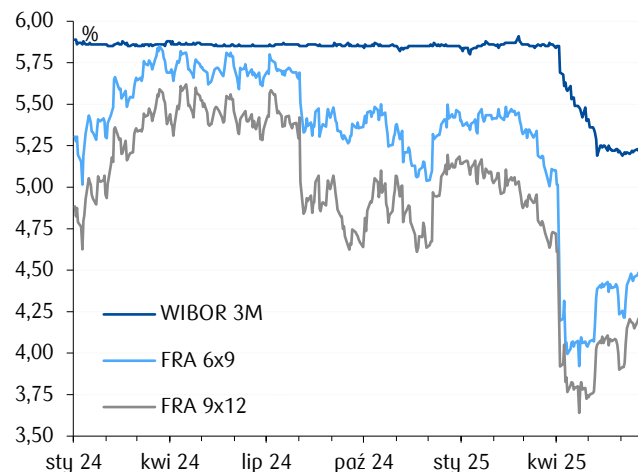
Rentowności polskich obligacji skarbowych



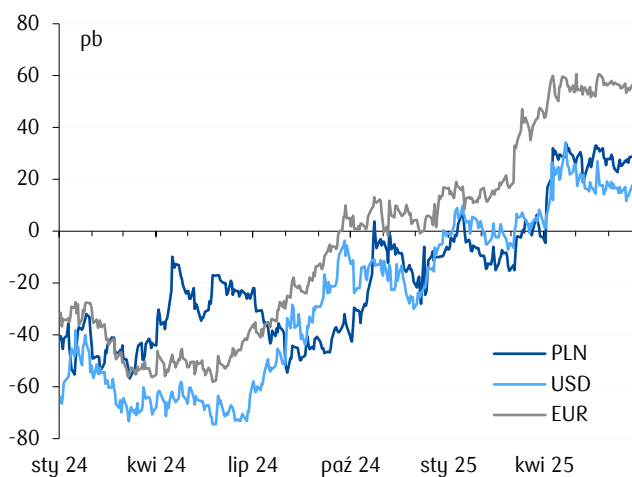
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



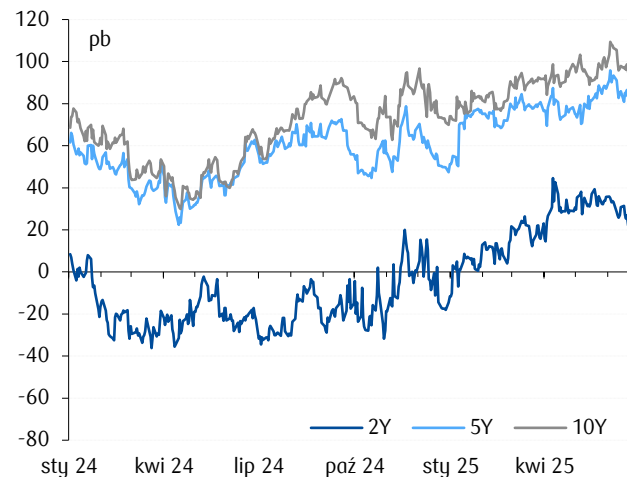
Krótkoterminowe stopy procentowe



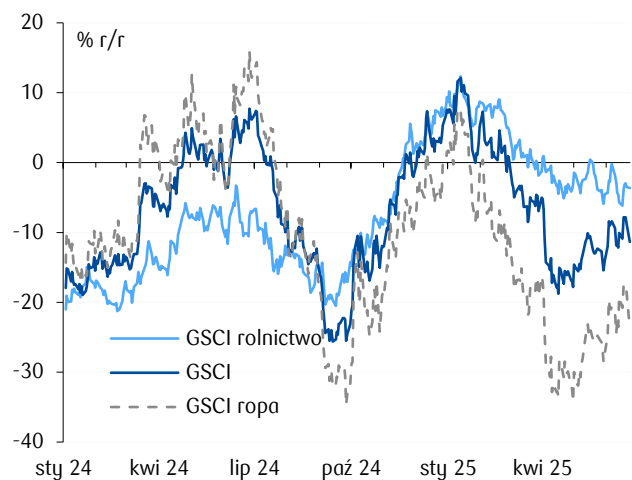
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



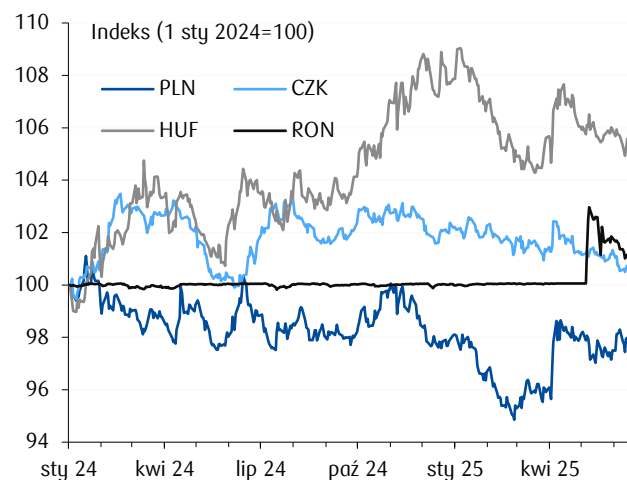
Spread asset swap dla PLN



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:

 @PKO_Research



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.