

5% PKB na obronność

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Intencje wstrzymania ataków wyrażane przez USA, Iran i Izrael przyczyniły się wczoraj do wzrostu apetytu na aktywa ryzykowne i spadku cen surowców energetycznych (ceny ropy i gazu powróciły już do poziomów sprzed ataku Izraela na Iran). Notowania dolara były stabilne. Uspokojenie sytuacji na Bliskim Wschodzie wsparło złotego, a także polskie obligacje. Kurs EURPLN spadł wczoraj lekko poniżej 4,25, a USDPLN poniżej 3,66.
- Dziś w centrum uwagi znajdują się dane z USA, gdzie opublikowane zostaną: kolejny szacunek PKB za 1q25, bilans handlowy w maju oraz tygodniowe informacje o zasiłkach dla bezrobotnych.
- Ostatnie dane za 1q25 wskazały na spadek PKB w USA o 0,2% q/q saar po wzroście o 2,4% q/q saar w 4q24. Tak drastyczny spadek dynamiki to głównie efekt ujemnego wkładu eksportu netto. Wzrost konsumpcji prywatnej również nie był imponujący (1,2% q/q wobec 4,0% q/q saar w 4q24), za to inwestycje prywatne wzrosły o 7,8% q/q saar wobec -1,1% q/q saar w 4q24. Kolejne kwartały powinny przynieść stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego wraz z wygasaniem negatywnego efektu związanego ze zmianami w polityce handlowej. Pewną wskazówką dotyczącą tendencji w eksporcie i imporcie USA mogą być dane o **saldzie handlowym w maju, które najpewniej ponownie pokażą deficyt** (wg konsensusu na poziomie 91 mld USD).
- Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych powinna utrzymać się na poziomie zbliżonym do ubiegłotygodniowego (245 tys.). Interesujące będzie też, czy w danych zobaczymy tendencje sygnalizujące schłodzenie popytu na pracę (m.in. w liczbie długotrwale bezrobotnych).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w maju obniżyła się do 5,0% z 5,2% w kwietniu, zgodnie z wcześniejszym wstępnym szacunkiem MRPIPS. Liczba bezrobotnych zmniejszyła się o 19,9 tys., a więc w skali obserwowanej w maju w ostatnich latach, ale wyraźnie słabiej niż przed pandemią, kiedy sezonowe spadki bezrobocia były dwukrotnie wyższe. W danych można dostrzec bardzo

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

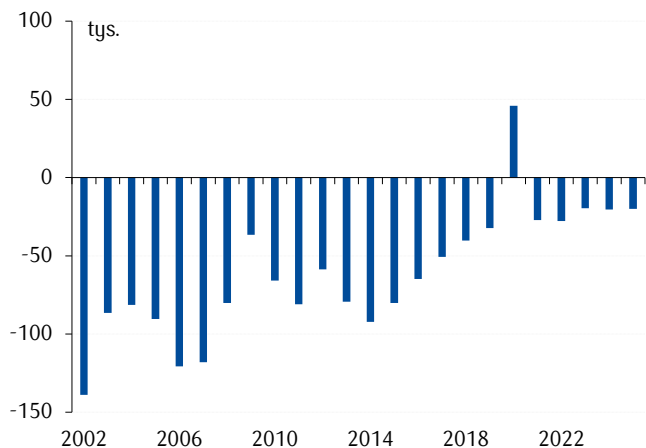
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-06-25	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2480	-0,1
USDPLN	3,6555	-0,2
CHFPLN	4,5356	-0,3
GBPPLN	4,9802	-0,1
EURUSD	1,1621	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,51	-1
PL5Y	5,05	-3
PL10Y	5,50	-2
DE10Y	2,56	3
US10Y	4,29	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	101 221,0	-0,2
DAX	23 498,3	-0,6
S&P500	6 092,2	0,0
Nikkei**	39 501,9	1,8
Shanghai Comp.**	3 459,7	1,1
Surowce:		
Złoto	3325,64	0,7
Ropa Brent	67,68	0,8

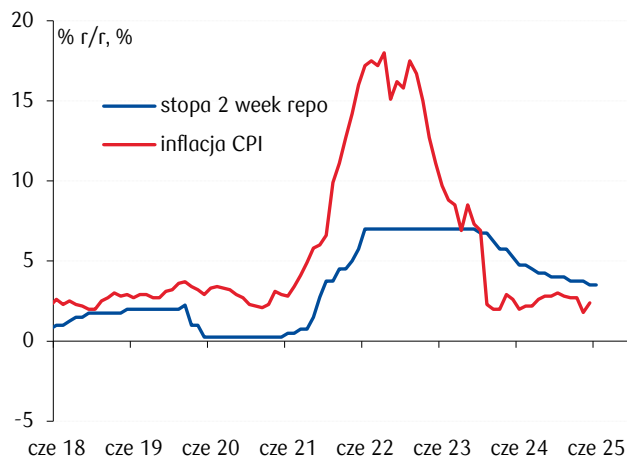
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Miesięczna zmiana liczby bezrobotnych w maju



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa procentowa i inflacja w Czechach



subtelne sygnały schłodzenia popytu na pracę (maj był 3. z rzędu miesiącem z dwucyfrowym wzrostem liczby bezrobotnych zwolnionych z przyczyn zakładu pracy), choć nie widać tu nasilania się negatywnych tendencji – w ujęciu m/m liczba osób zwolnionych przestała rosnać, a liczba osób znajdujących pracę jest nieco wyższa niż przed rokiem. Stopa bezrobocia nie zmieniła się względem maja ubiegłego roku, kiedy również wyniosła 5,0%.

- **POL:** Zamówienia przemysłowe w maju wzrosły o 8,5% r/r, w tym zamówienia przeznaczone na eksport zwiększyły się o 6,5% r/r. Trudno jednak jeszcze mówić o zdecydowanym ożywieniu popytu w przemyśle, biorąc pod uwagę to, że w ujęciu m/m wciąż obserwowaliśmy spadki (choć wyraźnie niższe niż przed miesiącem), zarówno w przypadku zamówień ogółem, jak i tych pochodzących z zagranicy.
- **CZE:** CNB utrzymał główną stopę procentową na poziomie 3,50%, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. Decyzja była jednorodna. W komunikacie towarzyszącym decyzji podano, że kolejne rozstrzygnięcia będą zależały m.in. od oceny trwałości niskiej inflacji, zmian w kursie korony, wpływu polityki fiskalnej na gospodarkę, analizy sytuacji na rynku pracy oraz zmian w popycie krajowym i zagranicznym. CNB będzie także monitorować działania kluczowych zagranicznych banków centralnych, wydarzenia geopolityczne oraz rozwój relacji handlowych między USA a UE. **Na posiedzeniu w sierpniu nie wykluczamy obniżki**, choć czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza jest eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, która mogłaby osłabiać koronę, a także prowadzić do dalszego wzrostu cen ropy, pogarszając perspektywę inflacji.
- **USA:** Sprzedaż nowych domów jednorodzinnych w maju spadła o 13,7% do 623 tys. To najgłębszy spadek od niemal 3 lat, co oznacza, że nawet intensywne zachęty sprzedażowe nie były wystarczające, aby złagodzić ograniczenia związane z dostępnością kosztową (wysokie ceny i oprocentowanie kredytów). Dane były gorsze od najniższej prognozy analityków ankietowanych przez Bloomberg'a i w zestawieniu z informacjami o spowolnieniu nowych budów sygnalizują, że ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości nie nadejdzie szybko.
- **ŚWIAT:** Kraje NATO zadeklarowały na szczycie w Hadze, że będą inwestować 5% PKB w obronność i bezpieczeństwo do 2035. Przywódcy państw NATO potwierdzili również zobowiązanie wynikające z art. 5. Traktatu Waszyngtońskiego, który stanowi, że atak na jedno państwo członkowskie Sojuszu to atak na wszystkie. W deklaracji końcowej znalazły się także zapisy dotyczące udzielania wsparcia Ukrainie w obliczu długoterminowego zagrożenia ze strony Rosji. Jak podkreślono w deklaracji końcowej szczytu, bezpieczeństwo Ukrainy przyczynia się do bezpieczeństwa NATO, i w tym celu uwzględnia się bezpośrednie wkłady w obronność Ukrainy i jej przemysł zbrojeniowy przy obliczaniu wydatków obronnych Sojuszników, o co zabiegała m.in. Polska.
- **POL:** Sejm przyjął projekt ustawy o zmianie ustawy o inwestycjach w zakresie elektrowni wiatrowych oraz niektórych innych ustaw, która zmniejsza minimalną odległość turbin wiatrowych od zabudowań do 500m. Jednocześnie w projekcie znalazł się przepis przedłużający mrożenie cen energii dla gospodarstw domowych na poziomie 500 PLN/MWh do końca 2025 – według obecnie obowiązujących przepisów ceny energii miały pozostać zamrożone do końca września. Projekt trafi do Senatu, a następnie zostanie skierowany do Prezydenta, jednak może zostać przez niego zawetowany. Prezydent A.Duda powiedział, że nie jest zwolennikiem wiatraków na lądzie i preferuje inne rodzaje OZE, a wpisanie przepisów o mrożeniu cen energii do tzw. „ustawy wiatrakowej” nazwał stawianiem go pod ścianą.
- **POL:** Średnia wartość kredytu mieszkaniowego w maju wyniosła 439,3 tys. PLN, co oznacza wzrost o 6,0% r/r. Liczba udzielonych kredytów

Bezrobotni zwolnieni z przyczyn dotyczących zakładu pracy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

mieszkaniowych była wyższa o 23,7% r/r, a ich łączna wartość o 31,2% r/r. Zwiększyła się także liczba i łączna wartość udzielonych kredytów gotówkowych – odpowiednio o 17,8% r/r oraz 24,5% r/r. Z kolei liczba udzielonych kredytów ratalnych obniżyła się o 15,9% r/r, a ich wartość o 4,5% r/r.

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	--	88,4
POL: Sprzedaż detaliczna (maj)	10:00	% r/r	7,6	4,3	4,4	4,4
POL: Podaż pieniądza M3 (maj)	14:00	% r/r	10,4	10,2	10,4	10,3
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	14:30	mld USD	-312,0	-445,5	--	-450,2
USA: Ceny nieruchomości (kwi.)	15:00	% r/r	4,07	4,00	--	3,39
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (cze.)	16:00	pkt.	98,0	99,8	--	93,0
Środa, 25 czerwca						
POL: Stopa bezrobocia (maj)	10:00	%	5,2	5,0	5,0	5,0
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,50	3,50	3,50	3,50
USA: Sprzedaż nowych domów (maj)	16:00	tys.	743	693	--	623
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	--	--

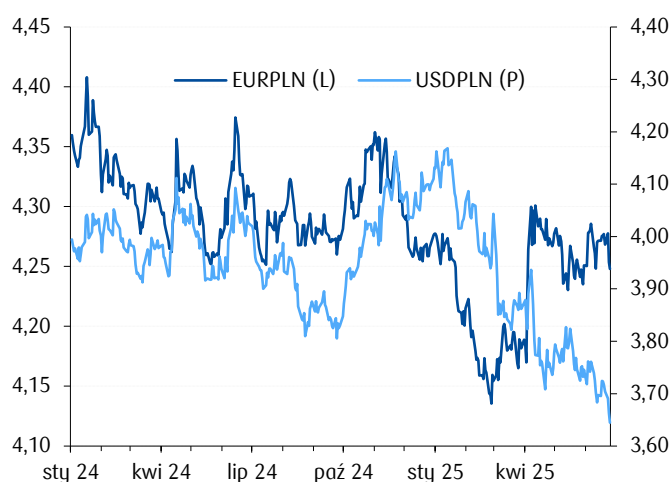
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

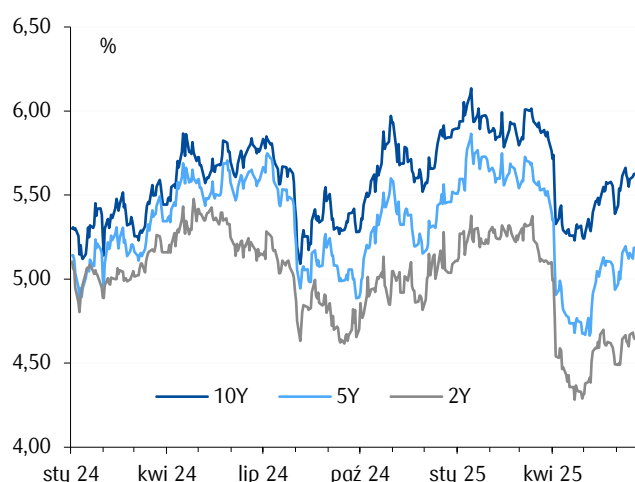
		Wartość 2025-06-25	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2480	-0,1	-0,6	0,2	-1,6	-9,5
	USDPLN	3,6555	-0,2	-1,6	-2,6	-9,6	-17,5
	CHFPLN	4,5356	-0,3	-0,2	-0,1	0,7	-1,8
	GBPPLN	4,9802	-0,1	-0,4	-1,5	-2,3	-8,7
	EURUSD	1,1621	0,0	1,0	2,8	8,8	9,7
	EURCHF	0,9366	0,1	-0,5	0,3	-2,3	-7,9
	GBPUSD	1,3624	0,0	1,3	1,1	7,9	10,7
	USDJPY	145,72	0,7	0,6	0,6	-9,3	7,3
	EURCZK	24,74	-0,2	-0,3	-0,7	-0,6	0,1
	EURHUF	400,95	-0,1	-0,5	-0,6	1,1	1,2
Obligacje	PL2Y	4,51	-1	-13	-8	-67	-322
	PL5Y	5,05	-3	-14	-3	-54	-259
	PL10Y	5,50	-2	-13	-5	-27	-171
	DE2Y	1,85	0	0	5	-97	82
	DE5Y	2,14	2	4	4	-31	74
	DE10Y	2,56	3	6	1	11	94
	US2Y	3,78	-4	-16	-22	-97	72
	US5Y	3,84	-2	-14	-23	-49	62
	US10Y	4,29	-1	-10	-20	-3	113
Akcje	WIG	101 221,0	-0,2	1,3	-2,6	15,2	91,0
	WIG20	2 749,2	-0,5	1,0	-3,1	8,2	63,6
	S&P500	6 092,2	0,0	1,9	3,5	11,2	62,0
	NASDAQ100	22 237,7	0,2	2,4	4,3	12,6	92,9
	Shanghai Composite**	3 459,7	1,1	2,1	3,6	16,4	5,9
	Nikkei**	39 500,8	1,8	1,6	4,7	-0,4	51,1
	DAX	23 498,3	-0,6	0,8	-2,2	29,4	78,8
	VIX	19,02	-1,2	-8,6	-4,5	36,7	-34,4
Surowce	Ropa Brent	67,7	0,8	-11,8	4,3	-20,6	-39,4
	Ropa WTI	66,0	0,8	-13,1	5,5	-19,7	-38,7
	Złoto	3325,6	0,7	-1,8	0,8	44,5	80,8

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

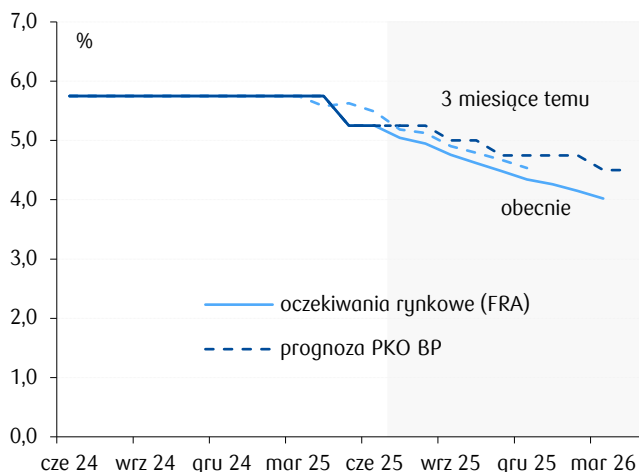
Notowania złotego wobec głównych walut



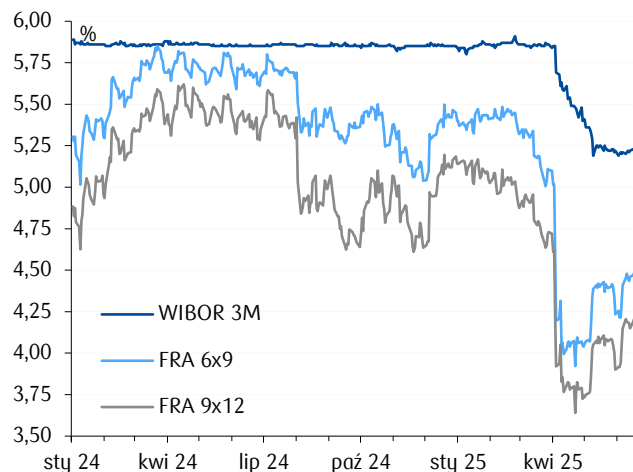
Rentowności polskich obligacji skarbowych



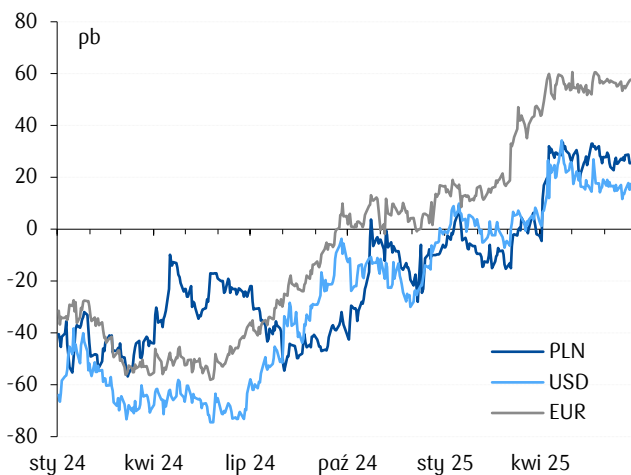
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



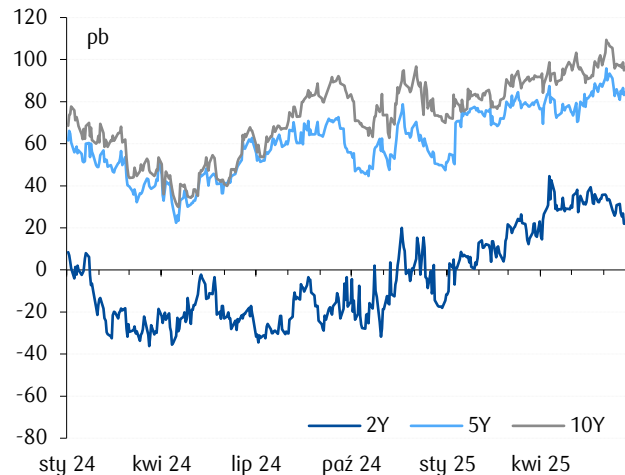
Krótkoterminowe stopy procentowe



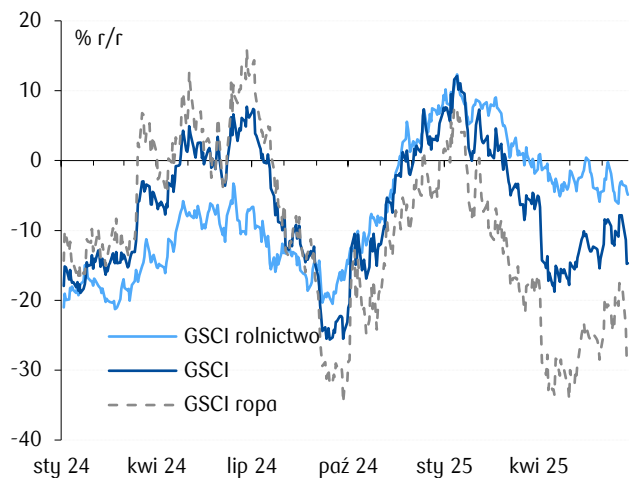
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



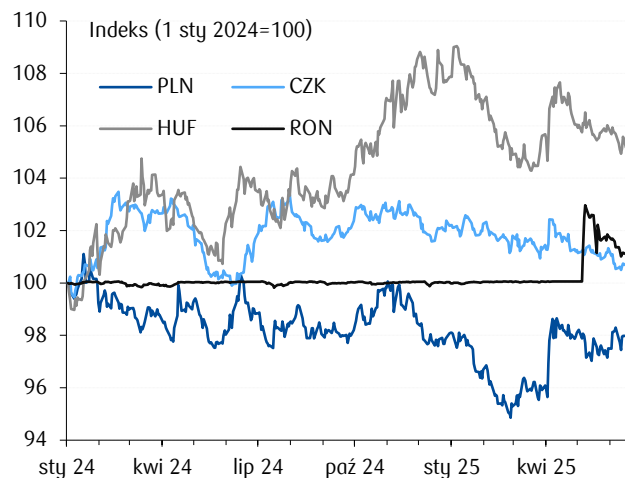
Spread asset swap dla PLN



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.

