

Kolejne dostosowanie stóp

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- W USA niespodziewany spadek zatrudnienia w sektorze prywatnym odnowił obawy o spowolnienie na rynku pracy i zachwiał nastrojami na Wall Street. Ostatecznie jednak indeksy giełdowe silnie wzrosły, do czego przyczyniły się doniesienia o podpisaniu umowy handlowej USA z Wietnamem. Rentowności obligacji na rynkach bazowych rosły na fali wyprzedaży obligacji brytyjskich. Dolar minimalnie umocnił się wobec głównych walut. Na rynku krajowym zaskakująca w kontekście wypowiedzi Prezesa NBP obniżka stóp procentowych o 25pb osłabiła złotego. EURPLN pod koniec dnia przekraczał 4,27 a USDPLN 3,63. Rentowności polskich obligacji obniżyły się, zwłaszcza na krótszym końcu krzywej.
- Dzisiaj rynkowa uwaga skoncentruje się na danych z USA, zwłaszcza czerwcowym raporcie z rynku pracy. W jego tle znajdują się dane o zamówieniach fabrycznych, które najpewniej odbiły w maju po kwietniowym spadku oraz koniunktura w usługach (zarówno ISM, jak i finalny PMI powinny pokazać poprawę). W Europie opublikowane zostaną *minutes* EBC i finalny usługowy PMI dla strefy euro, który wg wstępnych danych wzrósł do 50 pkt.
- Na godzinę 15:00 zaplanowana jest konferencja Prezesa NBP, A.Głapińskiego, która powinna rzucić więcej światła na nastawienie Rady po wczorajszym zaskakującym dostosowaniu stóp.
- Szacujemy, że wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w USA w czerwcu spowolnił do 116 tys., a więc w skali zbliżonej do rynkowych oczekiwań (kons.: 113 tys.) wobec 139 tys. w maju. Utrzymywanie się dynamiki zatrudnienia poniżej średniej z ostatniego roku (ok. 150 tys.) byłoby kolejnym sygnałem ograniczonego popytu na pracę w USA (obok danych o ofertach pracy i liczbie osób kontynuujących pobieranie zasiłków). Zgodnie z prognozami stopa bezrobocia w czerwcu wzrosła do 4,3% po stabilizacji na poziomie 4,2% w maju, a dynamika przeciętnego wynagrodzenia obniżyła się do 3,8% r/r z 3,9% r/r. Uzupełnieniem tych informacji, będą tygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych, co do których oczekiwany jest niewielki wzrost (do 241 tys. z 236 tys. przed tygodniem). Dane zgodne z oczekiwaniami (lub gorsze) wspierałyby scenariusz redukcji

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

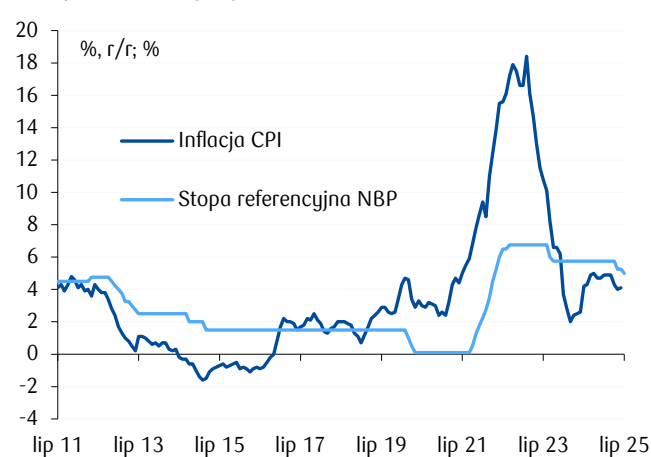
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-02	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2678	0,5
USDPLN	3,6267	0,6
CHFPLN	4,5709	0,5
GBPPLN	4,9296	-0,4
EURUSD	1,1768	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,44	-5
PL5Y	4,87	-7
PL10Y	5,40	-5
DE10Y	2,62	5
US10Y	4,29	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	104 587,9	0,4
DAX	23 790,1	0,5
S&P500	6 227,4	0,5
Nikkei**	39 758,1	-0,6
Shanghai Comp.**	3 457,4	0,0
Surowce:		
Złoto	3342,79	0,0
Ropa Brent	69,11	3,0

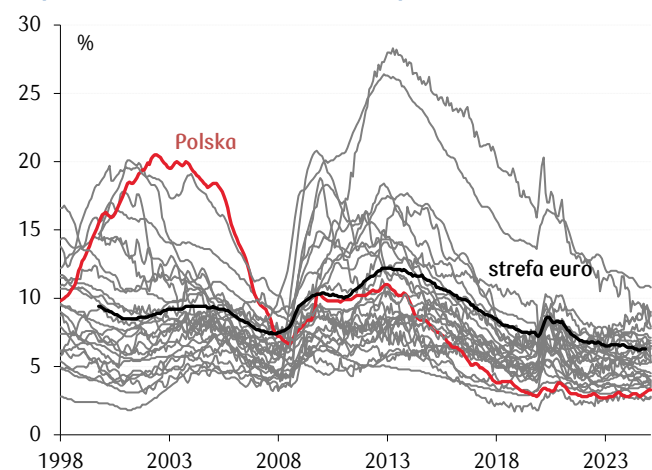
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Inflacja CPI i stopa procentowa NBP



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia w Polsce na tle państw UE



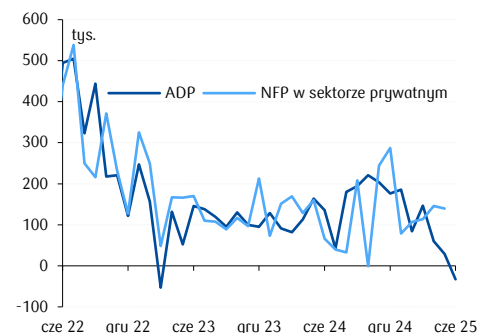
stóp latem. Wczorajsze słabe dane ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym zwiększyły ryzyko negatywnego zaskoczenia.

- **Dziś opublikowany zostanie opis dyskusji na czerwcowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC**, na którym stopy zostały obniżone o 25 pb. Szczegóły dyskusji mogą dostarczyć wskazówek co do dalszych ruchów EBC, w kontekście sugestii Prezes Ch.Lagarde, że zbliża się koniec cyklu obniżek.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

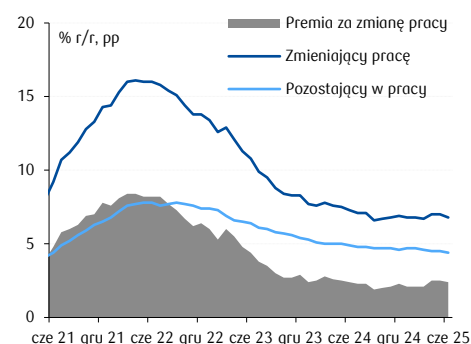
- **POL:** Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25pb. W obliczu ostatnich wypowiedzi członków RPP decyzja zaskoczyła i nas, i rynkowy konsensus, chociaż wg nas wpisuje się ona w obraz procesów inflacyjnych. Stopa referencyjna NBP wynosi obecnie 5,00%. Na dziś pozostajemy przy założeniu, że stopa NBP na koniec tego roku wyniesie 4,75% (z kolejną obniżką w listopadzie), a z ewentualną rewizją prognoz wstrzymamy się do dzisiejszej konferencji prasowej Prezesa NBP. Więcej w Makro Flash: [A jednak obniżka](#).
- **USA:** Zatrudnienie w sektorze prywatnym (mierzone przez raport ADP) w czerwcu obniżyło się o 33 tys., wbrew oczekiwaniom na wzrost o 90 tys. W dół zrewidowano też dane za maj (do 29 tys.). Był to pierwszy spadek od ponad 2 lat, a odpowiadała za niego redukcja zatrudnienia w usługach (o 66 tys.), koncentrująca się w sektorze usług profesjonalnych i biznesowych, opiece zdrowotnej i edukacji. Jednocześnie wzrosło zatrudnienie w przemyśle, budownictwie i górnictwie. Średni wzrost zatrudnienia w ostatnich 3 miesiącach spowolnił do poziomu najniższego od pandemii. Dane są kolejnym, obok ograniczonych planów firm dot. zatrudniania oraz percepcji konsumentów dot. dostępności ofert pracy, sygnałem schłodzenia popytu na pracę. Tendencje te widoczne są również w wynagrodzeniach, których wzrost spowolnił. W czerwcu osoby zmieniające prace mogły liczyć na podwyżkę o 6,8% r/r, a osoby pozostające u dotychczasowego pracodawcy – o 4,4% r/r. Jeżeli dzisiejsze dane o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym również zaskoczą negatywnie, prawdopodobieństwo obniżki stóp na lipcowym posiedzeniu FOMC, które obecnie wynosi 25% może się zwiększyć.
- **USA:** Prezydent D.Trump oznajmił, że Stany Zjednoczone osiągnęły porozumienie handlowe z Wietnamem po tygodniach intensywnych negocjacji. W swoim wpisie w mediach społecznościowych D.Trump poinformował, że na eksport z Wietnamu do USA zostanie nałożone 20% cło, a na wszelkie towary uznane za reeksportowane przez ten kraj – 40% stawka celna. D.Trump dodał, że Wietnam zgodził się znieść wszystkie cła na import z USA.
- **EUR:** M.Centeno (EBC, Bank Portugalii) powiedział, że EBC nie musi się spieszyć z dalszym obniżaniem stóp procentowych i zwrócił uwagę na konieczność obserwowania sytuacji i napływających danych. Z kolei O.Rehn (EBC, Bank Finlandii) obawia się, że inflacja utrzymująca się poniżej 2% przez dłuższy czas może zmienić perspektywę cenową konsumentów w strefie euro. My wciąż widzimy przestrzeń do jeszcze jednej obniżki stóp EBC w tym roku, która naszym zdaniem nastąpi we wrześniu.
- **EUR:** Stopa bezrobocia zharmonizowanego w maju, po uwzględnieniu czynników sezonowych, wzrosła do 6,3% wobec 6,2% w kwietniu. Dane były marginalnie wyższe od oczekiwań (kons. 6,2%). W całej UE stopa bezrobocia pozostała na poziomie 5,9%. Polska utrzymuje się w czołówce krajów z najniższym bezrobociem (3,3%), pod tym względem wyprzedzając nas jedynie Malta (2,7%) i Czechy (2,8%).
- **POL:** Wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe w czerwcu 2025 wzrosła o 47,1% r/r, zaś liczba wniosków o 36,3% r/r. Średnia wartość wnioskowanego kredytu mieszkaniowego wyniosła 477 tys. PLN, co przekłada się na wzrost o 7,7% r/r oraz 2,0% m/m.

Zatrudnienie w USA wg ADP i NFP



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wzrost wynagrodzeń w USA wg ADP



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 27 czerwca						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (cze.)	11:00	pkt.	94,8	95,0	--	94,0
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	-0,4
USA: Deflator PCE (maj)	14:30	% r/r	2,2	2,3	--	2,3
USA: Inflacja bazowa PCE (maj)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	2,7
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., rew.)	16:00	pkt.	52,2	60,5	--	60,7
Poniedziałek, 30 czerwca						
POL: Inflacja CPI (cze., wst.)	10:00	% r/r	4,0	4,0	4,1	4,1
EUR: Podaż pieniądza M3 (maj)	10:00	% r/r	3,9	4,0	--	3,9
GER: Inflacja CPI (cze., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,0
GER: Inflacja HICP (cze., wst.)	14:00	% r/r	2,1	2,1	--	2,0
Wtorek, 1 lipca						
CHN: PMI w przetwórstwie (cze.)	3:45	pkt.	48,3	49,2	--	50,4
POL: PMI w przetwórstwie (cze.)	9:00	pkt.	47,1	48,0	47,9	44,8
GER: Stopa bezrobocia (cze.)	9:55	%	6,3	6,4	--	6,3
GER: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	9:55	pkt.	48,3	49,0	--	49,0
EUR: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	10:00	pkt.	49,4	49,4	--	49,5
EUR: Inflacja HICP (cze., wst.)	11:00	% r/r	1,9	2,0	--	2,0
EUR: Inflacja bazowa (cze., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,3
USA: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	15:45	pkt.	52,0	52,0	--	52,9
USA: ISM w przetwórstwie (cze.)	16:00	pkt.	48,5	48,8	--	49,0
USA: Raport JOLTS (maj)	16:00	mln	7,395	7,300	--	7,769
Środa, 2 lipca						
USA: Raport ADP (cze.)	14:15	tys.	29	90	--	-33
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	5,25	5,25	5,25	5,00
Czwartek, 3 lipca						
EUR: PMI w usługach (cze., rew.)	10:00	pkt.	49,7	50,0	--	--
EUR: Minutes EBC (maj)	13:30	--	--	--	--	--
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-61,6	-69,8	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze.)	14:30	tys.	139	113	116	--
USA: Stopa bezrobocia (cze.)	14:30	%	4,2	4,3	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze.)	14:30	% r/r	3,9	3,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	236	241	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (maj)	16:00	% m/m	-3,7	8,1	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, rew.)	16:00	% m/m	-6,6	16,4	--	--
Piątek, 4 lipca						
GER: Zamówienia fabryczne (maj)	8:00	% m/m	0,6	0,6	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (maj)	8:00	% r/r	4,8	5,7	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (maj)	8:30	% r/r	-2,3	-1,5	--	--
CZE: Inflacja CPI (cze., wst.)	9:00	% r/r	2,4	2,9	--	--
EUR: Inflacja PPI (maj)	11:00	% r/r	0,7	0,3	--	--

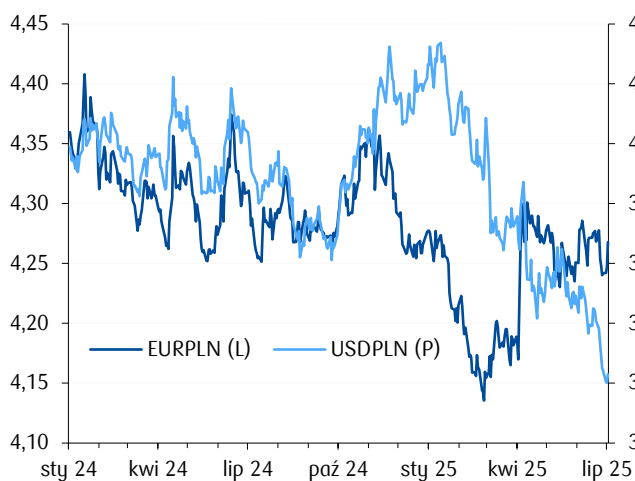
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

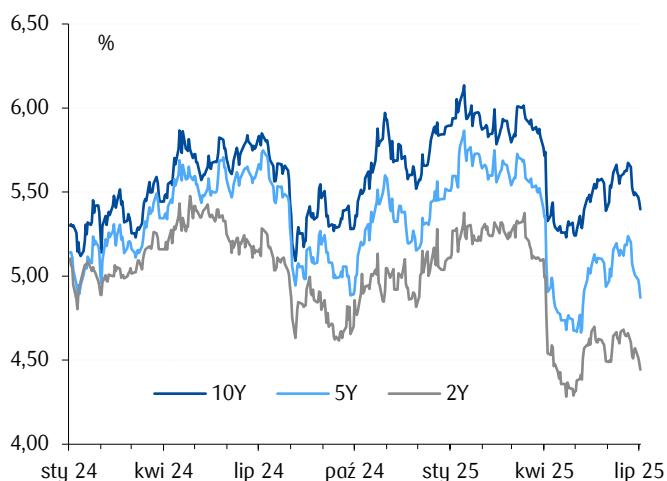
		Wartość 2025-07-02	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2678	0,5	0,5	-0,3	-0,7	-8,6
	USDPLN	3,6267	0,6	-0,8	-3,1	-8,8	-18,6
	CHFPLN	4,5709	0,5	0,8	-0,1	3,5	-2,3
	GBPPLN	4,9296	-0,4	-1,0	-2,9	-2,9	-9,1
	EURUSD	1,1768	-0,1	1,3	2,9	8,9	12,3
	EURCHF	0,9337	0,0	-0,3	-0,2	-4,1	-6,5
	GBPUSD	1,3594	-0,9	-0,2	0,1	6,5	12,1
	USDJPY	144,03	0,4	-1,2	0,6	-10,7	5,3
	EURCZK	24,67	0,0	-0,3	-0,6	-1,9	-0,3
Obligacje	EURHUF	400,45	0,2	-0,1	-0,7	1,4	1,5
	PL2Y	4,44	-5	-7	-5	-68	-330
	PL5Y	4,87	-7	-17	-12	-76	-259
	PL10Y	5,40	-5	-10	-13	-38	-173
	DE2Y	1,86	2	1	7	-105	103
	DE5Y	2,18	4	4	9	-37	92
	DE10Y	2,62	5	6	10	6	111
	US2Y	3,79	0	1	-9	-91	73
	US5Y	3,87	2	2	-6	-44	71
Akcje	US10Y	4,29	3	0	-8	-6	119
	WIG	104 587,9	0,4	3,3	3,2	18,9	91,2
	WIG20	2 839,8	0,5	3,3	2,5	11,6	63,8
	S&P500	6 227,4	0,5	2,2	4,3	12,5	63,1
	NASDAQ100	22 641,9	0,7	1,8	4,2	12,2	94,2
	Shanghai Composite**	3 457,4	0,0	0,0	2,4	15,9	2,9
	Nikkei**	39 760,8	-0,6	2,1	5,3	-2,0	48,3
	DAX	23 790,1	0,5	1,2	-2,0	29,5	83,0
Surowce	VIX	20,18	0,0	6,1	-1,5	40,7	-28,8
	Ropa Brent	69,1	3,0	2,1	6,6	-20,9	-40,6
	Ropa WTI	68,7	3,0	4,1	8,0	-19,4	-38,5
	Złoto	3342,8	0,0	0,5	-0,9	41,4	84,0

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

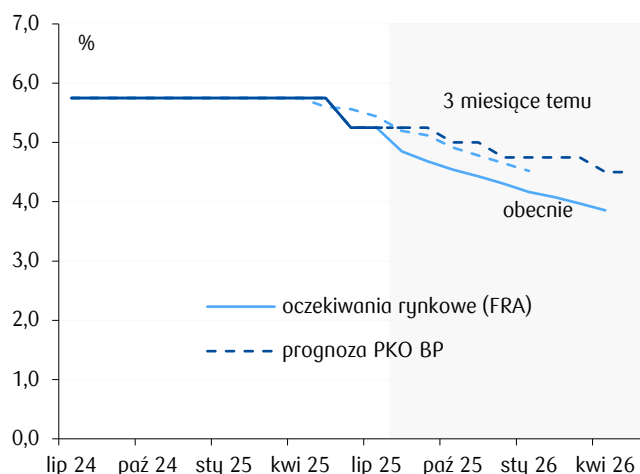
Notowania złotego wobec głównych walut



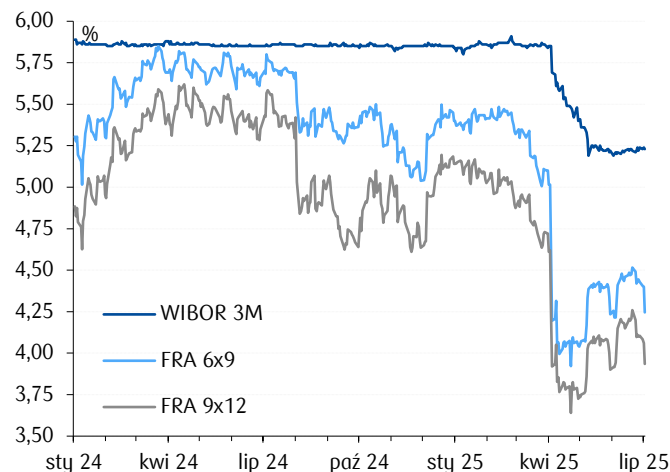
Rentowności polskich obligacji skarbowych



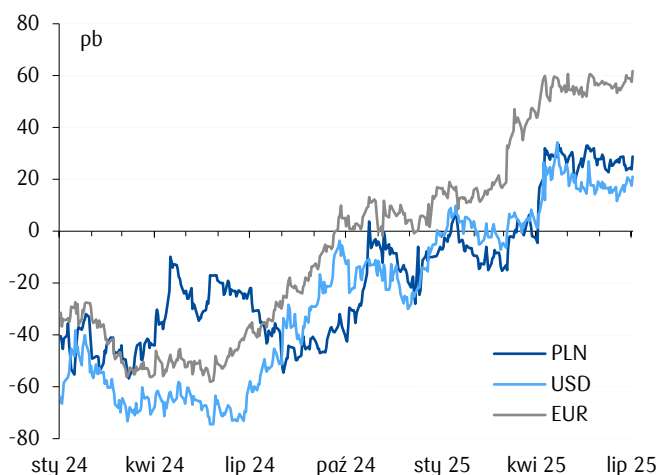
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



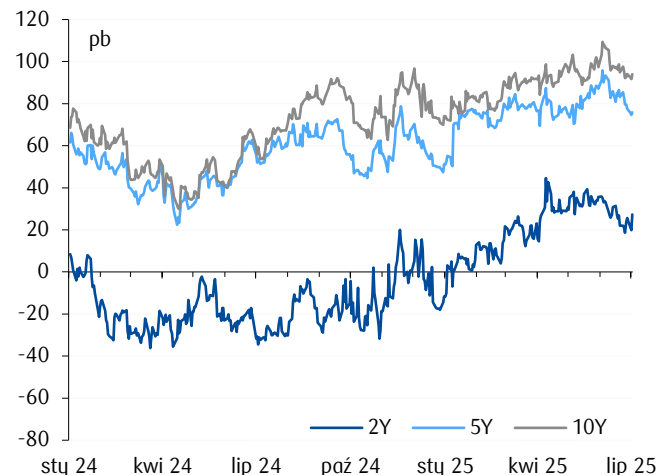
Krótkoterminowe stopy procentowe



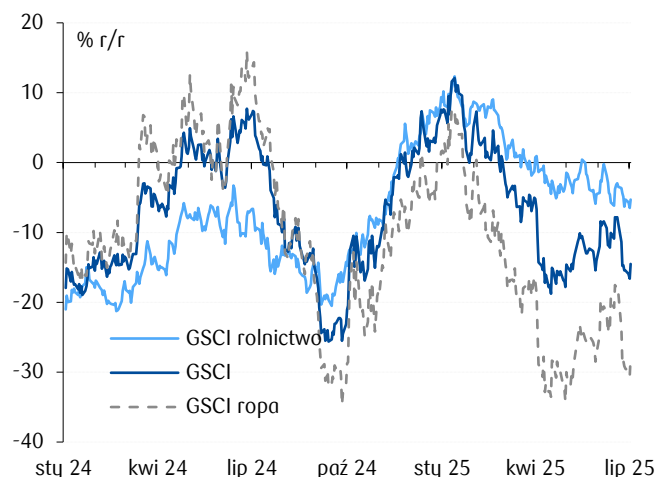
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



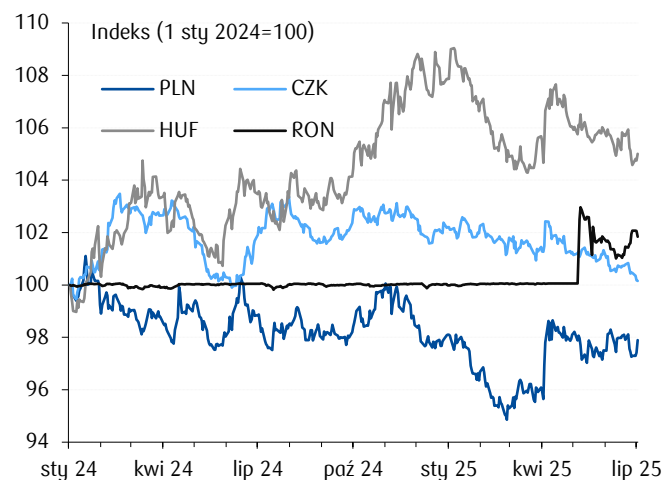
Spread asset swap dla PLN



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): Urszula Kryńska

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 przy ul. Świętokrzyskiej 36. 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.