

### Dryblingi amerykańskiego rynku pracy

- Czwartkowa sesja na rynkach finansowych przebiegała pod dyktando słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy oraz spadających podczas sesji europejskiej notowań ropy naftowej (Brent zbliżył się do 70 USD/bbl). Impuls ten doprowadził do rewizji oczekiwań względem stóp procentowych Fed w 2026, co przełożyło się na spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych i w Polsce, a także obniżyło kurs EURPLN w okolice 4,2860. Piątek, z uwagi na pusty kalendarz makroekonomiczny, powinien przynieść kontynuację dotychczasowych trendów średnioterminowych. W dłuższym horyzoncie spadające oczekiwania inflacyjne mogą skłonić Fed do złagodzenia retoryki, co otworzy drogę do spadku rentowności 10-letnich obligacji USA z obecnych 4,48% do 4,20% w 3q26. W najbliższych tygodniach spodziewamy się ponadto dalszego obniżenia rentowności polskich obligacji – do 3,95% w sektorze 2-letnim oraz poniżej 5,20% w 10-letnim. **Przy braku niespodzianek ze strony geopolityki zakładamy, że w piątek kursy głównych par z PLN nie zmienią się znacząco - EURPLN będzie poruszał się pomiędzy 4,28 a 4,29, natomiast USDPLN w zakresie 3,74–3,76.**
- Podczas gdy Amerykanie świętują swoją niepodległość, a inwestorzy w innych miejscach odliczają godziny do weekendu, dzisiejsze kalendarium wydarzeń makro jest niezwykle ubogie. Wśród danych warto odnotować tylko drugi szacunek czerwcowego PMI dla sektora usług w strefie euro – wstępne dane pokazały nieco mniejszy spadek aktywności niż w maju, czemu towarzyszyło pogłębienie spadków w Niemczech.
- Bankierzy centralni z EBC przeniosą się dziś z portugalskiej Sintry do francuskiej Prowansji, gdzie m.in. Ch.Lagarde i J.Nagel wystąpią podczas konferencji na temat „nawigowania w świecie niepewności”.

**Biuro Analiz Makroekonomicznych  
Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl  
@PKO\_Research  
centrumanaliz.pkobp.pl

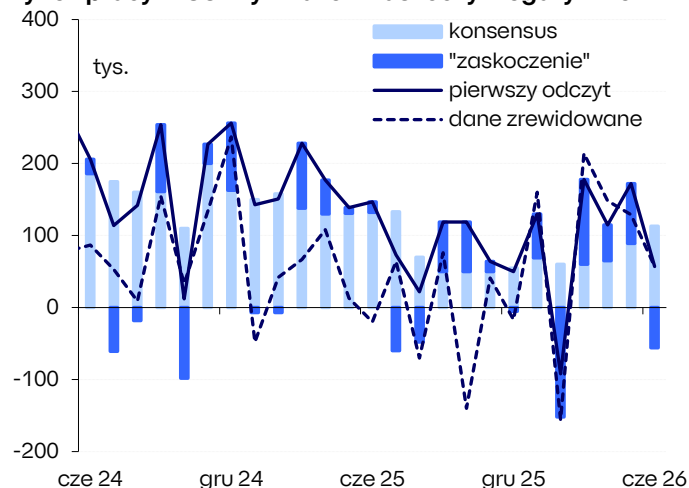
	Wartość 2026-07-02	(%, pb)* Δ 1D
<b>Indeksy akcji:</b>		
WIG	138 668	1,5
STOXX Europe 600	648	1,4
S&P500	7 483	0,0
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,29	-0,1
USDPLN	3,75	-0,6
CHFPLN	4,66	0,2
EURUSD	1,14	0,5
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,01	-5
PL5Y	4,65	-4
PL10Y	5,22	-5
DE10Y	2,90	2
US10Y	4,48	0
<b>Surowce:</b>		
Ropa Brent	72	0,3
Złoto	4123	2,3

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; \*zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

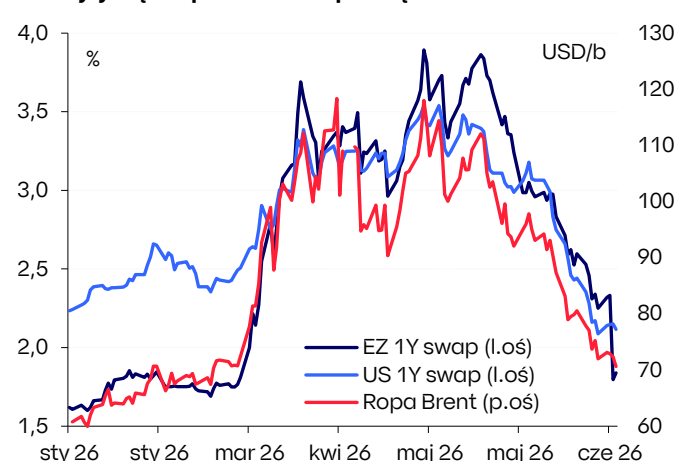
### WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wg raportu NFP w czerwcu wzrosło o 57 tys., znacznie poniżej prognoz** (kons.: 113 tys., PKOe: 161 tys.). Dodatkowo, dane za poprzednie miesiące zrewidowano w dół o łącznie 74 tys. Największy spadek zatrudnienia odnotowano w sektorze rekreacji i hotelarstwa, a także w handlu detalicznym i branży informatycznej. Szczególnie zaskakujący jest spadek zatrudnienia w tej pierwszej grupie, bo

Rynek pracy w USA tym razem zaskoczył negatywnie



Po spadku cen ropy notowania swapów inflacyjnych obniżyły się do poziomów z początku roku



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

w dniu zbierania danych, 12 czerwca, w USA rozpoczynały się mistrzostwa świata w piłce nożnej. Możliwe jest, że wcześniejsze wzrosty zatrudnienia w tym sektorze były oparte o zbyt optymistyczne prognozy popytu, które teraz są rewidowane. Wzrost zatrudnienia utrzymał się natomiast w ochronie zdrowia i pomocy społecznej. **Stopa bezrobocia spadła do 4,2% z 4,3% w maju**, głównie z powodu obniżenia współczynnika aktywności zawodowej do 61,5% z 61,8%, co wskazuje na wycofanie się części osób z rynku pracy. **Dynamika wynagrodzenia wzrosła do 3,5% r/r** wobec 3,4% r/r w maju, zgodnie z oczekiwaniami. Dane wskazują na schłodzenie rynku pracy w czerwcu – wzrost zatrudnienia zwalnia mimo dodatkowego popytu związanego z mundialem, obniża się aktywność zawodowa, a przy inflacji bliskiej 4,0% r/r realne wynagrodzenia najpewniej spadają. **W naszej ocenie, w szerszej perspektywie, rynek pracy pozostaje stabilny** – tempo wzrostu zatrudnienia jest wystarczające do utrzymania stopy bezrobocia na relatywnie niskim poziomie. Natomiast sygnały jego ochłodzenia w czerwcu będą dla Fed argumentem przeciwko podwyżkom stóp procentowych, zwłaszcza w najbliższym czasie.

- **UE: Stopa bezrobocia zharmonizowanego w strefie euro ustabilizowała się w maju na poziomie 6,2%, a w całej UE wyniosła 5,9%, podobnie jak w kwietniu.** Spośród państw europejskich najniższe bezrobocie w maju, na poziomie 2,9%, odnotowano w Bułgarii i w Czechach. Liczona przez Eurostat stopa bezrobocia w Polsce wzrosła natomiast do 3,1% z 3,0% w kwietniu i uplasowała się tuż za liderami i na równi z Cyprzem. Najwyższą stopą bezrobocia charakteryzują się Finlandia (10,6%) oraz Hiszpania (10,3%), przy czym w przypadku Hiszpanii bezrobocie jest niższe niż przed rokiem, a w Finlandii wzrosło o ok. 1pp.
- **USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych** w ubiegłym tygodniu wyniosła 215 tys. wobec 216 tys. tydzień wcześniej i była niższa od oczekiwań. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku w tygodniu do 20 czerwca wzrosła nieznacznie, do 1,814 mln względem 1,812 mln odnotowanych we wcześniejszym okresie. Dane potwierdzają stabilność rynku pracy z postępującym bardzo powoli ochłodzeniem.
- **USA: Zamówienia w przemyśle w maju spadły o 1,3% m/m po wzroście o 5,3% m/m w kwietniu** i wobec oczekiwanego spadku o 2,0% m/m. Zamówienia na dobra trwale obniżyły się z kolei o 4,5% m/m, po wzroście o 8,5% m/m miesiąc wcześniej, a ostateczny wynik potwierdził wstępny szacunek. Zmienność zamówień na dobra trwale jest generowana przez zmienną kategorię środków transportu. Po ich wykluczeniu, w dwóch ostatnich miesiącach zamówienia rosły o 1,4% m/m, co wskazuje na umiarkowany popyt inwestycyjny w gospodarce.
- **USA: M.Daly** (Fed San Francisco, bierze udział w posiedzeniach FOMC, ale bez prawa głosu) **oceniła, że inflacja, która wzrosła wskutek wyższych cel i wzrostu cen ropy naftowej, powinna zacząć spowalniać**, choć perspektywy gospodarcze pozostają obciążone dużą niepewnością. Dodała, że jest otwarta na wykorzystywanie nowych metod i narzędzi oceny sytuacji gospodarczej, jednak dla wiarygodności Fed kluczowe jest, aby nie zmieniać zasad realizacji jego ustawowego mandatu.

#### WYDARZENIA KRAJOWE:

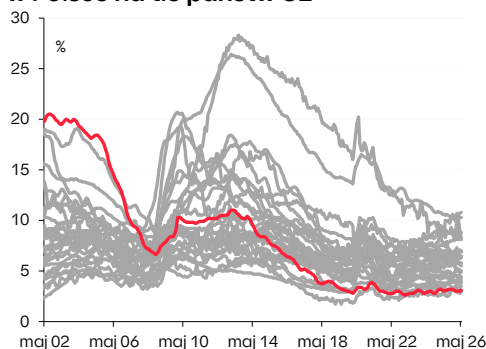
- **POL: Produkcja usług w kwietniu wzrosła o 6,0% r/r po wzroście o 7,3% r/r w marcu** – wynika z nieodsezonowanych danych Eurostat, które zostały skorygowane o efekty kalendarzowe. Średnia 3-miesięczna dla dynamiki surowej produkcji usług od połowy ubiegłego roku przekracza 6,0% r/r, co potwierdza solidny popyt na usługi w polskiej gospodarce i obserwowany w ostatnim czasie wzrost preferencji gospodarstw domowych w kierunku konsumpcji usług.

#### Dynamika wynagrodzeń w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Stopa bezrobocia zharmonizowanego w Polsce na tle państw UE



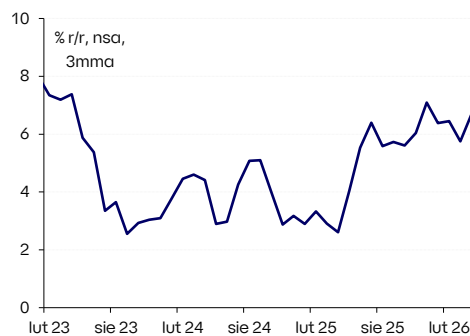
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Zasiłki dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Produkcja usług w Polsce

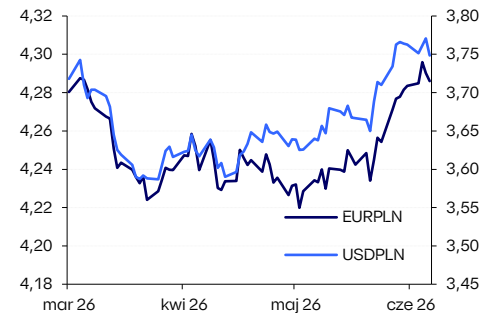


Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Kurs EURPLN w piątek w godzinach porannych spadł w lekko poniżej 4,29, a USDPLN do 3,7430. Na rynkach bazowych EURUSD wzrósł do 1,1450.**
- Wyraźne umocnienie jena, mającego ok. 14% udziału w koszyku tworzącym indeks dolara (rynek spekulował o możliwej interwencji MF Japonii) oraz niższe względem rynkowego konsensusu miesięczne dane o nowych miejscach pracy poza rolnictwem w USA, które schłodziły rynkowe wyceny skali podwyżek stóp Fed, przyczyniły się w czwartek do globalnej deprecjacji USD. Niewielkie wycofywanie się rynku z wycen podwyżek stóp Fed początkowo poprawiło globalny apetyt na ryzyko, co wsparło złotego również w relacji do euro, jednak spadki indeksów akcji w USA ten efekt finalnie zniwelowały. **Na skutek oddziaływania wskazanych czynników indeks dolara (DXY) testował ważne wsparcie znajdujące się nieco poniżej 101 pkt., EURUSD przetestował górne ograniczenie strefy technicznych oporów 1,14–1,1460, a na rynku krajowym kurs USDPLN próbował przełamać strefę wsparć 3,74–3,7550.**
- W piątek płynność na globalnych rynkach finansowych będzie obniżona, gdyż z powodu dnia wolnego w USA tamtejsze giełdy będą zamknięte. Inwestorzy skupią się zatem na odczytach czerwcowych wskaźników koniunktury w usługach z Europy, a zakładając brak znaczących różnic względem konsensusu ich wpływ na kursy walut będzie raczej ograniczony. Przy braku niespodzianek ze strony geopolityki zakładamy zatem, że w piątek kursy głównych par z PLN nie zmienią się znacząco - EURPLN będzie poruszał się pomiędzy 4,28 a 4,29, natomiast USDPLN w zakresie 3,74–3,76. **W naszej opinii dopiero przyszły tydzień da odpowiedź na pytanie, czy wskazane w powyższym akapicie poziomy — istotne dla kierunku krótkoterminowych trendów indeksu dolara, EURUSD i USDPLN — zostaną utrzymane, czy też pokonane.**
- **Na rynku stopy procentowej czwartkowa sesja przyniosła spadek rentowności polskich obligacji, podążających za ruchem na rynku amerykańskich papierów skarbowych.** Wsparciem dla wycen była przede wszystkim publikacja danych z rynku pracy w USA, które okazały się wyraźnie słabsze od oczekiwań. Dodatkowo pozytywny impuls dla obligacji stanowiły podczas sesji europejskiej dalsze spadki cen ropy naftowej — notowania ropy Brent zbliżyły się do poziomu 70 USD/bbl. **W perspektywie najbliższych tygodni nadal widzimy przestrzeń do dalszego spadku rentowności krajowych obligacji. W sektorze 2-letnim mogą one zmierzać w kierunku 3,95%, natomiast w sektorze 10-letnim możliwe jest zejście poniżej 5,20%.**
- **Przy pustym kalendarzu wydarzeń makroekonomicznych w piątek rynek powinien poruszać się w ramach dotychczasowych średnioterminowych trendów.** Po publikacji danych z amerykańskiego rynku pracy oczekiwania dotyczące przyszłych obniżek stóp procentowych Fed zmniejszyły się, choć rynek nadal wycenia w 2026 cięcie stóp o ponad 25pb. Takie podejście może być częściowo uzasadnione ostatnimi sygnałami płynącymi z banku centralnego i jego przedstawicieli. Niemniej, biorąc pod uwagę spadające ceny surowców energetycznych, niższe od oczekiwań odczyty czerwcowej inflacji w Europie oraz generalny globalny spadek oczekiwań inflacyjnych, można zakładać, że również FOMC zdecyduje się z czasem na złagodzenie tonu komunikacji. Podobny proces rozpoczął się już wcześniej w przypadku EBC. W efekcie rynek nie wycenia obecnie już w pełni obniżki stóp procentowych w strefie euro w 2026. **Jeśli — zgodnie z naszym scenariuszem — analogiczna zmiana nastawienia nastąpi również w przypadku Fed, pojawi się istotna przestrzeń do spadku rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. Obecnie rentowność 10-letnich UST utrzymuje się w pobliżu 4,48%. W perspektywie 3q26 spodziewamy się jej wyraźnego spadku w kierunku 4,20%.**

## Waluty



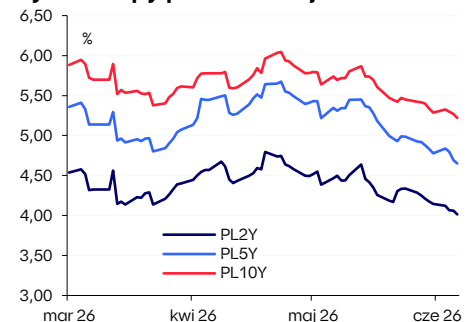
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

## Rynek stopy procentowej



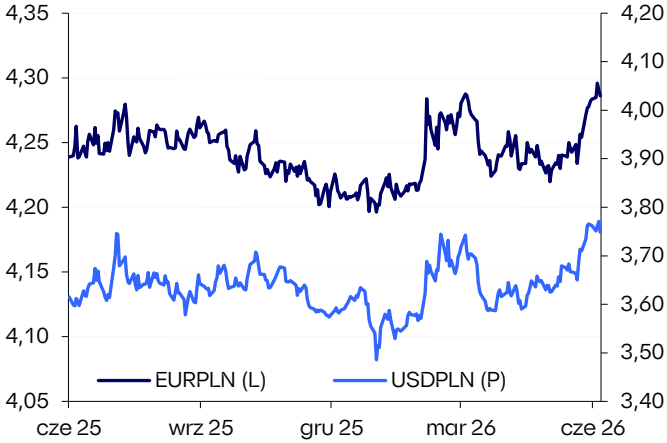
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

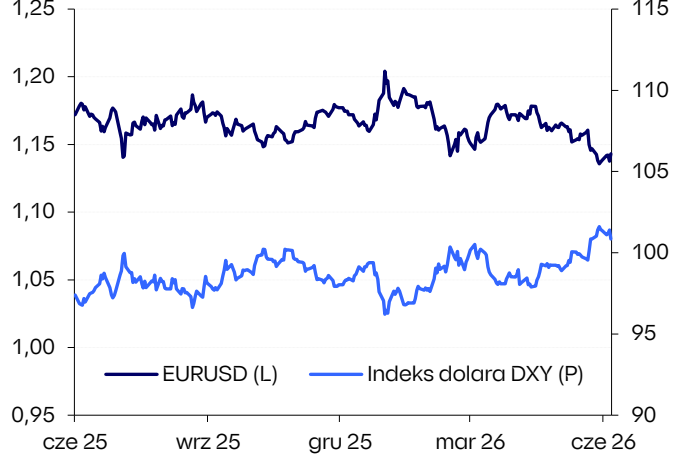
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.ól

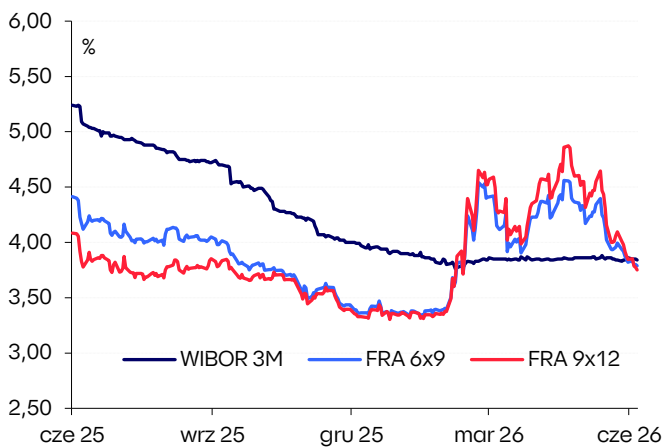
PLN vs główne waluty



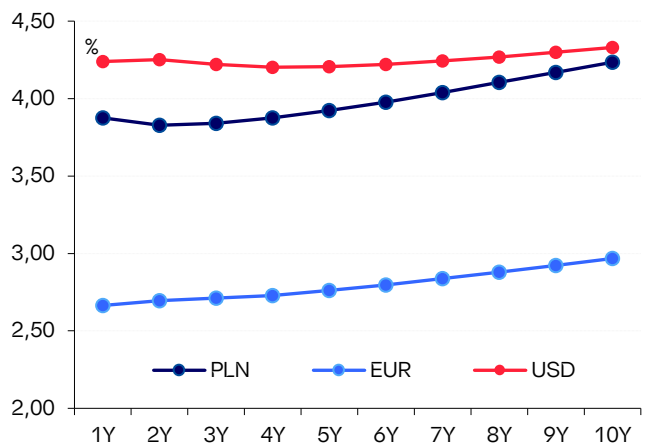
Notowania USD



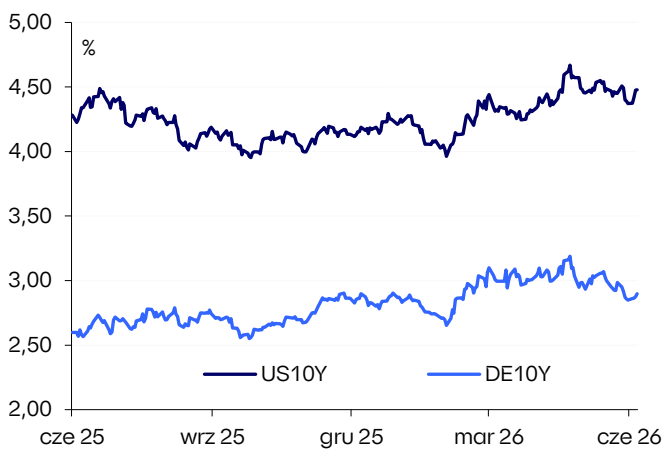
Krótkoterminowe stopy procentowe



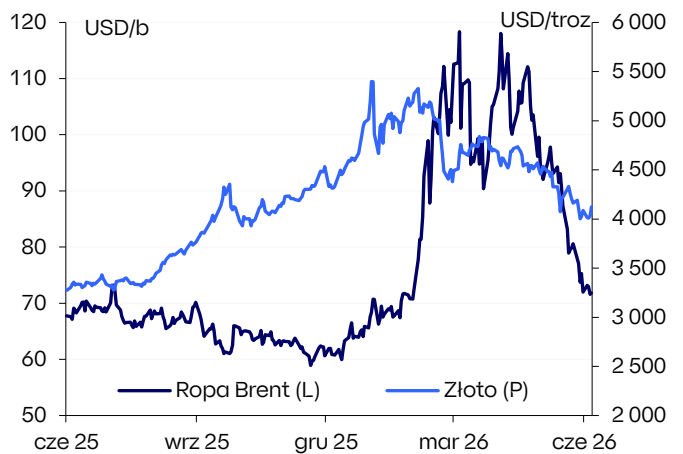
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 26 czerwca</b>						
HUN: Saldo rachunku obrotów bieżących (1q)	08:30	mIn EUR	321	215	--	251
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-83,0	-85,1	--	-105,8
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze., rew.)	16:00	pkt.	44,8	50	--	--
<b>Poniedziałek, 29 czerwca</b>						
EUR: Podaż pieniądza M3 (maj)	10:00	% r/r	2,7	2,7	--	3,1
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (cze.)	11:00	pkt.	93,5	94,3	--	95,0
EUR: Koniunktura konsumencka (cze., rew.)	11:00	pkt.	-19,0	-17,7	--	-17,7
<b>Wtorek, 30 czerwca</b>						
HUN: Saldo handlowe (maj)	8:30	mIn EUR	370	-200	--	502
CZE: Wzrost PKB (1q)	9:00	% r/r	2,7	2,2	--	2,2
<b>POL: Inflacja CPI (cze., wst.)</b>	<b>9:30</b>	<b>% r/r</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
GER: Stopa bezrobocia (cze.)	9:55	%	6,3	6,3	--	6,3
CZE: Podaż pieniądza M3 (maj)	10:00	% r/r	6,1	--	--	5,0
GER: Inflacja CPI (cze., wst.)	14:00	% r/r	2,6	2,6	--	2,3
GER: Inflacja HICP (cze., wst.)	14:00	% r/r	2,7	2,5	--	2,4
USA: Ceny nieruchomości (kwi.)	15:00	% r/r	0,88	0,90	--	1,13
USA: Indeks zaufania konsumentów (cze.)	16:00	pkt.	93,1	94,4	--	91,2
USA: Raport JOLTS (maj)	16:00	mIn	7,585	7,300	--	7,594
<b>Środa, 1 lipca</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (cze.)	3:45	pkt.	51,8	52,0	--	51,7
<b>POL: PMI w przetwórstwie (cze.)</b>	<b>9:00</b>	<b>pkt.</b>	<b>49,4</b>	<b>49,7</b>	<b>49,4</b>	<b>46,1</b>
GER: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	9:55	pkt.	50,1	50,0	--	50,3
EUR: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	10:00	pkt.	51,6	51,3	--	51,4
EUR: Inflacja HICP (cze., wst.)	11:00	% r/r	3,2	3,0	--	2,8
EUR: Inflacja bazowa (cze., wst.)	11:00	% r/r	2,6	2,5	--	2,4
USA: Raport ADP (cze.)	14:15	tys.	122	120	--	98
USA: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	15:45	pkt.	55,1	55,7	--	53,7
USA: ISM w przetwórstwie (cze.)	16:00	pkt.	54,0	53,9	--	53,3
<b>Czwartek, 2 lipca</b>						
ROM: Stopa bezrobocia (maj)	8:00	%	6,3	--	--	6,4
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze.)	14:30	tys.	129	113	161	57
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze.)	14:30	% r/r	3,4	3,5	--	3,5
USA: Stopa bezrobocia (cze.)	14:30	%	4,3	4,3	--	4,2
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (cze.)	14:30	tys.	216	219	--	215
USA: Zamówienia fabryczne (maj)	16:00	% m/m	5,3	-2,0	--	-1,3
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, rew.)	16:00	% m/m	8,5	-4,5	--	-4,5
<b>Piątek, 3 lipca</b>						
GER: PMI w usługach (cze., rew.)	9:55	pkt.	48,1	46,8	--	--
EUR: PMI w usługach (cze., rew.)	10:00	pkt.	47,7	48,9	--	--

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

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa  
email: [pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	<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
dr Anna Sznajderska	<a href="mailto:anna.sznajderska@pkobp.pl">anna.sznajderska@pkobp.pl</a>	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

### Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a>	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	<a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](https://centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja)

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO\\_Research](#)



**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 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.