

Biuletyn Makroekonomiczny

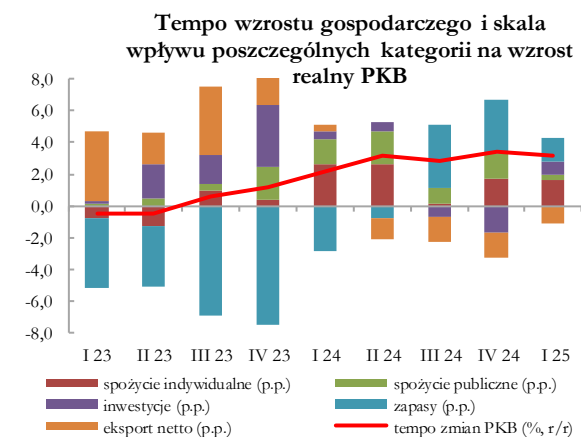
NUMER 6/2025

12 CZERWCA 2025 ROKU



przegląd makroekonomiczny

Polska



Źródło: S&P Global, GUS.

w tym numerze:

Przegląd makroekonomiczny Polski	1
Przegląd makroekonomiczny świata	2
Rynek depozytowy w Polsce	4
Rynek międzybankowy	4
Rynek długu	4
Rynek walutowy	5
Rynek akcji	5
Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	6
Prognozy makroekonomiczne	6

- W I kwartale 2025 r. realny **PKB wyrównany sezonowo** (w cenach stałych przy roku odniesienia 2020) zwiększył się 0,7% k/k i o 3,7% r/r. Realny PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) zwiększył się o 3,2% r/r. Na wzrost PKB złożyło się zwiększenie popytu krajowego o 4,6% i ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego. Nastąpił wzrost akumulacji brutto o 19,9% oraz spożycia ogółem o 2,4%. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zwiększyło się o 2,5%, a inwestycje – o 6,3%. Stopa inwestycji wyniosła 13,2% wobec 12,9% rok wcześniej.
- W badaniach GUS w maju 2025 r. wskaźniki, zarówno wyrównane, jak i niewyrównane sezonowo, w większości sektorów (poza transportem i gospodarką magazynową) wskazywały na stabilizację **konjunktury w gospodarce**. W porównaniu z poprzednim miesiącem największą poprawę odnotowano w zakwaterowaniu i gastronomii oraz w handlu detalicznym. Najbardziej pesymistyczne oceny formułowały podmioty z sekcji przetwórstwa przemysłowego. Odpowiadając na pytanie o przewidywania tegorocznego poziomu inwestycji w odniesieniu do inwestycji zrealizowanych w 2024 r. większość badanych podmiotów wskazała na jego utrzymanie.
- Według GUS w maju 2025 r. odnotowano poprawę obecnych i przyszłych **nastrojów konsumenckich** w porównaniu z ubiegłym miesiącem. Najbardziej poprawiły się oceny obecnej i przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju, obecnej i przyszłej sytuacji gospodarstwa domowego oraz przyszłego poziomu bezrobocia. Nie zmienia to faktu, że saldo zarówno ocen bieżących, jak i wyprzedzających, jest wciąż pesymistyczne, a stan ten utrzymuje się od wybuchu pandemii COVID-19. Respondenci oczekiwali też dalszego wzrostu cen w ciągu 12 miesięcy (75,2% wskazań), a według 54,1% (57,4% miesiąc temu) wzrost miał być szybszy lub porównywalny z obecnym.
- Wskaźnik PMI** dla polskiego sektora przemysłowego w maju 2025 r. spadł poniżej 50 pkt., malejąc z 50,2 pkt. w kwietniu do 47,1 pkt. i sygnalizując najostrejsze pogorszenie konjunktury w przemyśle od czerwca 2024 r. Był to najbardziej znaczący spadek głównego indeksu od czerwca 2022 r. Popyt na polskie wyroby przemysłowe gwałtownie osłabł, a liczba nowych zamówień spadła drugi miesiąc z rzędu i w najszybszym tempie od sześciu miesięcy. Spadek popytu wynikał ze słabszej aktywności gospodarczej, szczególnie w sektorze motoryzacyjnym, energetycznym oraz budowlanym, jak również z braku inwestycji. Ograniczenie zamówień przyczyniło się do zmniejszenia produkcji, która zmalała po raz pierwszy od czterech miesięcy, w dodatku w najszybszym tempie od sierpnia 2024 r. Niższa produkcja skłoniła firmy do rewizji zdolności produkcyjnych. Poziom zatrudnienia spadł po raz trzeci w 2025 r., ponadto w najszybszym tempie od czerwca ubiegłego roku. Producenci gwałtownie zredukowali też zakupy środków produkcji.
- Produkcja sprzedana przemysłu** w kwietniu 2025 r., według oszacowania GUS, w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób, okazała się wyższa o 1,2% r/r i niższa o 3,5% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja okazała się niższa o 0,2% r/r i wyższa o 1,0% m/m. Spośród głównych grupowań przemysłowych odnotowano wzrost w skali roku w produkcji dóbr: inwestycyjnych (o 7,5%) oraz konsumpcyjnych nietrwałych (o 5,0%). Spadła produkcja dóbr zaopatrzeniowych (o 0,3%), konsumpcyjnych trwałych (o 3,4%) i związanych z energią (o 12,5%). W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił w 18 (spośród 34 i 19 miesiąc temu) działach, m.in. w naprawie, konserwacji i instalowaniu maszyn i urządzeń, w produkcji pozosta-

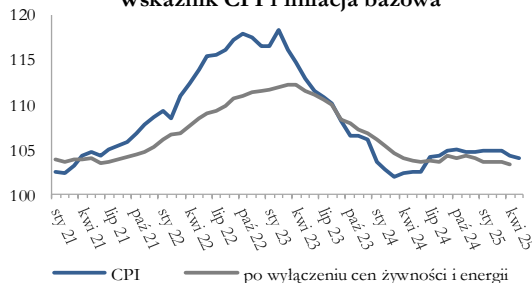
lego sprzętu transportowego, artykułów spożywczych. Spadek wystąpił w 16 działach (15 miesiąc temu).

- **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w kwietniu 2025 r. spadły zarówno w porównaniu do marca 2025 r. (o 0,2%), jak i do kwietnia 2024 r. (o 1,4%). W sekcji przetwórstwo przemysłowe ceny utrzymały się na poziomie zbliżonym do notowanych w poprzednim miesiącu.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w kwietniu 2025 r., zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, była niższa o 4,2% r/r, rosnąc o 5,6% w porównaniu do marca 2025 r. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja była niższa o 2,9% r/r i o 0,8% m/m. W okresie od stycznia do kwietnia 2025 r. produkcja budowlano-montażowa spadła o 0,5% r/r. W skali roku pogłębiły się spadki aktywności w segmencie budowy budynków oraz w inżynierii lądowej.
- Według danych GUS w kwietniu 2025 r. **cenę produkcji budowlano-montażowej** wzrosło o 3,4% r/r, a w porównaniu z marcem br. okazały się wyższe o 0,2%. Wzrost cen w obu ujęciach osłabł po przyspieszeniu obserwowanym w poprzednim miesiącu.
- W **budownictwie mieszkaniowym** według wstępnych danych w okresie od stycznia do kwietnia 2025 r. oddano do użytkowania 62,2 tys. mieszkań, mniej o 3,3% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 37,7 tys. mieszkań – o 2,9% r/r mniej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali ich 22,9 tys., o 4,5% mniej. Narastając od początku 2025 r. liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (51,1 tys.) była niższa o 25,0% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (26,1 tys.) – wyższa o 4,7% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 48,4 tys. mieszkań (o 11,4% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 25,9 tys. mieszkań (o 1,4% r/r więcej). Budownictwo mieszkaniowe jest pogrążone w stagnacji.
- Według GUS **sprzedaż detaliczna** w cenach stałych w kwietniu 2025 r. zwiększyła się o 7,6% r/r i o 6,2% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż okazała się wyższa o 3,5% m/m i o 6,4% r/r. Wzrost (w cenach stałych) w porównaniu z analogicznym okresem 2024 r. odnotowano m.in. w sprzedaży pojazdów (o 14,9%), mebli, sprzętu rtv i agd (o 13,2%), żywności (o 9,7%), odzieży (o 8,4%). Sprzedaż była wspierana efektem świąt wielkanocnych.
- **Obroty towarowe handlu zagranicznego**, zgodnie z danymi GUS, w I kwartale 2025 r. wyniosły w cenach bieżących 372,79 mld zł w eksporcie (spadek o 2,7%) oraz 381,70 mld zł w imporcie (wzrost o 3,3%). Ujemne saldo wyniosło 8,0 mld zł. Według NBP w marcu 2025 r. wartość eksportu towarów spadła o 1,5% r/r, do 122,1 mld zł, a importu – wzrosła o 5,9% r/r, do 130,1 mld zł. Deficyt wyniósł 7,9 mld zł wobec nadwyżki 1,3 mld zł w analogicznym miesiącu poprzedniego roku. Negatywny wpływ na dynamikę eksportu miało dalsze zmniejszenie sprzedaży zagranicznej części motoryzacyjnych oraz towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Największy wzrost przywozu nastąpił za to w towarach konsumpcyjnych, do czego przyczynił się m.in. dwucyfrowy wzrost wartości importowanych towarów trwałego użytku. Po wielu miesiącach spadków w marcu 2025 r. zwiększył się także import towarów zaopatrzeniowych.
- W kwietniu 2025 r. przeciętne **zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw** (zatrudniających ponad dziewięć osób) spadło o 0,8% r/r. W porównaniu z marcem 2025 r. zatrudnienie nie zmieniło się. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się nominalnie o 9,3% r/r i spadło o 0,1% m/m. Realny fundusz płac wzrósł 21 miesiąc z rzędu, o niespełna 4,0% r/r.
- **Ceny towarów i usług konsumpcyjnych** w kwietniu 2025 r., według oszacowania GUS, były wyższe o 4,3% r/r i o 0,4% m/m. W porównaniu z kwietniem 2024 r. wyższe ceny m.in. w zakresie mieszkania (o 8,3%) i żywności (o 5,3%), wpłynęły na wzrost wskaźnika ogółem odpowiednio o 2,01 i 1,24 p.p. Niższe ceny m.in. w za-

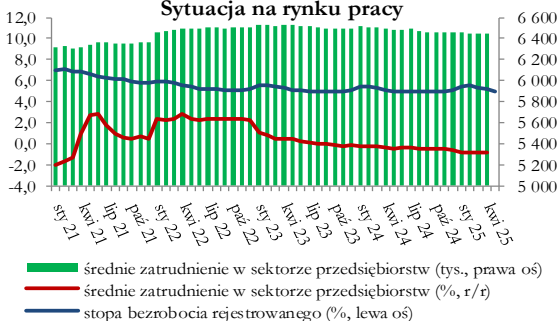
kresie transportu (o 5,6%) obniżyły wskaźnik odpowiednio o 0,64 p.p. Inflacja bazowa w kwietniu br. wyniosła 3,4% r/r i 0,6% m/m. Według wstępnego oszacowania wskaźnik CPI wyniósł 4,1% r/r i -0,2% m/m w maju 2025 r.

- **Podstawowe produkty rolne** w kwietniu 2025 r. zdrożały o 2,2% m/m i o 12,5% r/r. W porównaniu do marca br. w skupie najmocniej zdrożały ziemniaki i trzoda chlewna. Staniały jęczmień, pszenżyto, owies, mleko i bydło.
- W kwietniu 2025 r. stan **bankowych kredytów złotych** dla przedsiębiorstw niefinansowych zwiększył się o 4,4% r/r i o 0,4% m/m. W porównaniu z kwietniem 2024 r. silniej wzrósł stan kredytów o charakterze inwestycyjnym, niż kredytów bieżących (o 5,1% vs 4,4%). Stan złotych kredytów dla gospodarstw domowych zwiększył się o 0,6% m/m i o 5,6% r/r, w obu ujęciach prawie tak samo, jak w marcu. W skali roku o 6,5% zwiększył się stan kredytów mieszkaniowych, a o 6,6% stan kredytów konsumpcyjnych. Stan kredytów o charakterze bieżącym dla przedsiębiorców indywidualnych i rolników indywidualnych w porównaniu do kwietnia 2024 r. spadł za to o 0,1%, a kredytów inwestycyjnych – o 5,2%.
- Na czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła **stopy procentowe NBP** bez zmian. Z konferencji prezesa A. Głapińskiego wynika, że w lipcu nie dojdzie do kolejnej obniżki tych stóp, ponieważ Rada RPP nie będzie jeszcze знаła projektu budżetu na 2026 r. i rządowych decyzji sprawie cen prądu.

Wskaźnik CPI i inflacja bazowa



Sytuacja na rynku pracy



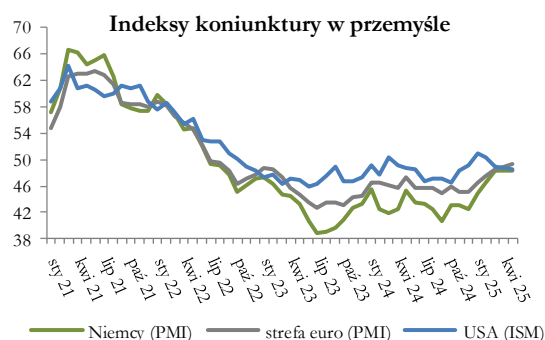
Źródło: GUS, NBP.

Świat

- Amerykańska **produkcja przemysłowa** w kwietniu 2025 r. nie zmieniła się w porównaniu z marcem, rosnąc o 1,5% r/r. Wykorzystanie mocy produkcyjnych również niemal się nie zmieniło (77,7% vs 77,8% w marcu). Produkcja w przetwórstwie przemysłowym spadła o 0,4% m/m. Zamówienia w przemyśle zmalały o 3,7% m/m, głównie dzięki redukcji zamówień dotyczących środków transportu.

- **Zamówienia na dobra trwałego użytku** w Stanach Zjednoczonych po marcowym wystrale zakupów środków transportu spadły o 6,3% m/m. Po wyłączeniu środków transportu zamówienia zwiększyły się o 0,2% m/m po spadku o 0,2% m/m w marcu.

- Zgodnie z drugim odczytem **PKB w Stanach Zjednoczonych** w I kwartale 2025 r. w ujęciu annualizowanym spadł o 0,2%, wobec spadku o 0,3% w poprzednim oszacowaniu. Konsumpcja zwiększyła się o tylko o 1,2%, podczas gdy poprzednio wzrost ten szacowano na 1,8%. Prognozy Banku Rezerwy Federalnej w Atlancie z początku czerwca br. zakładają odbicie PKB w II kwartale 2025 r. do ponad 2,0% w ujęciu annualizowanym.
- **Zatrudnienie w amerykańskim sektorze pozarolniczym** w maju 2025 r. wzrosło o 139 tys., a odczyt za kwiecień obniżono o 30 tys., do 147 tys. miejsc pracy. Zatrudnienie w sektorze prywatnym zwiększyło się o 140 tys., słabiej niż miesiąc temu (wzrost o 146 tys., korekta ze 167 tys.). Stopa bezrobocia utrzymała poziom 4,2%, a płaca godzinowa zwiększyła się o 3,9% r/r i o 0,4% m/m, nieco silniej, niż w kwietniu.
- **Sprzedaż detaliczna** w Stanach Zjednoczonych w kwietniu 2025 r. (w ujęciu nominalnym) zwiększyła się o 0,1% m/m i o 5,2% r/r. Po wyeliminowaniu grupy samochodów i paliw sprzedaż była ona wyższa o 0,2% m/m. Sprzedaż powróciła na swoją trajektorię po ubiegłomiesięcznym wybiciu, spowodowanym zakupami samochodów przed wprowadzeniem nowych stawek cel.
- **Wskaźnik Conference Board**, mierzący koniunkturę w konsumpcji w Stanach Zjednoczonych, w maju 2025 r. przełamał negatywną tendencję, rosnąc z 85,7 pkt. w kwietniu do 98,9 pkt. Poprawie uległy przede wszystkim oczekiwania, choć mierzący je indeks pozostał poniżej granicy 80 pkt., której naruszenie zwykle zapowiadać recesję, wynosząc 72,8 pkt. Konsumenci nie obawiali się już tak silnie utraty pracy, jak miesiąc temu, jednak wyrażali niepokój związany z sytuacją finansową gospodarstwa domowego.
- **Wskaźnik ISM** dla amerykańskiego przemysłu w maju 2025 r. spadł czwarty raz z rzędu, z 48,7 pkt. w kwietniu do 48,5 pkt. Główną tego przyczyną było obniżenie liczby nowych zamówień eksportowych, spowodowane rosnącą niepewnością związaną z polityką handlową i celną na świecie.
- **Inflacja PCE** w Stanach Zjednoczonych w kwietniu 2025 r. wyniosła 2,1% r/r i 0,1% m/m, mniej, niż w poprzednich miesiącach. Inflacja bazowa PCE osiągnęła 2,5% r/r i 0,1% m/m. Inflacja CPI w kwietniu 2025 r. wyniosła 2,3% r/r oraz 0,2% m/m, a w ujęciu bazowym – 2,8% r/r i 0,2% m/m. Odczyty wskazują na słabnięcie presji inflacyjnej.
- Według protokołu z majowego posiedzenia **Federalnego Komitetu Otwartego Rynku** wśród jego członków nie ma przekonania co do szybkich obniżek stopy funduszy federalnych. Podczas dyskusji uznano, że należy poczekać, by móc lepiej ocenić perspektywę aktywności gospodarczej i inflacji. Stwierdzono, że w warunkach rosnącej niepewności odpowiednie jest podejście ostrożnościowe, umożliwiające ocenę zmian dokonanych w polityce gospodarczej Stanów Zjednoczonych.
- Agencja ratingowa Moody's obniżyła **rating Stanów Zjednoczonych** z najwyższego poziomu AAA do poziomu AA1. Nastąpiło to pierwszy raz od 1917 r. W komunikacie podkreślono, że pogorszyła się kondycja i perspektywy amerykańskich finansów publicznych. Tym samym agencja Moody's dołączyła do agencji Fitch i S&P, które obniżyły amerykański rating odpowiednio w 2023 r. i w 2011 r.
- Po uwzględnieniu czynników sezonowych **PKB w strefie euro** wzrósł o 1,5% r/r i o 0,6% k/k w I kwartale 2025 r. Komisja Europejska prognozuje, że tempo zmian PKB w strefie euro w całym 2025 r. wyniesie 0,9% r/r, czyli prawie tak samo, jak w 2024 r., a w 2026 r. będzie to 1,4%. Ostrożność prognostyczną Komisja uzasadniła niekorzystnym oddziaływaniem zwiększonych cel oraz niepewności spowodowanej nagłymi zmianami w polityce handlowej w Stanach Zjednoczonych oraz jej nieprzewidywalnością.
- **Produkcja budowlano-montażowa** w strefie euro w marcu 2025 r. po wyeliminowaniu sezonowości wzrosła o 0,1% m/m, malejąc o 1,1% r/r. **Produkcja przemysłowa** w marcu 2025 r. zwiększyła się o 2,6% m/m i o 3,6% r/r. W skali roku zwraca uwagę bardzo silny wzrost produkcji nietrwałych dóbr konsumpcyjnych (o 15,5% r/r). **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w kwietniu 2025 r. spadły o 2,2% m/m i wzrosły o 0,7% r/r. Po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią odnotowano wzrost cen o 0,1% m/m i o 1,1% r/r. Był on jednak słabszy, niż miesiąc temu.
- **Sprzedaż detaliczna** w strefie euro w kwietniu 2025 r. nieznacznie wzrosła, o 0,1% m/m, w skali roku była jednak wyższa już o 2,3%. Wzrosty obserwowano we wszystkich kategoriach. Skorygowana sezonowo **stopa bezrobocia BAEL** w kwietniu 2025 r. wyniosła 6,2%.
- Zgodnie ze wstępnym odczytem, **inflacja HICP** w strefie euro w maju 2025 r. wyniosła 1,9% r/r oraz 0,0% m/m. Inflacja bazowa osiągnęła 2,3% r/r i 0,0% m/m. W skali roku nadal taniała jedynie energia. W porównaniu z kwietniem najmocniej zdrożała żywność (o 0,6%). Staniały usługi i energia.
- **Wskaźnik ESI** w strefie euro, mierzący klimat koniunktury, w maju 2025 r. poprawił się o 1,0 p.p. w porównaniu z kwietniem, do 94,8 pkt. Poprawa była obserwowana w handlu detalicznym i – w mniejszym stopniu – w budownictwie. Lepsze były też nastroje konsumentów w wyniku osłabienia pesymizmu dotyczącego sytuacji makroekonomicznej. Nastroje w przemyśle zmieniły się nieznacznie, a w usługach – osłabły wskutek gorszej oceny popytu.
- **Wskaźnik PMI** dla przemysłu strefy euro w maju nieznacznie wzrósł w porównaniu z kwietniem (49,4 pkt. vs 49,0 pkt.). Wzrost produkcji przemysłowej nastąpił trzeci miesiąc z rzędu. Ustabilizowała się liczba nowych zamówień, a zamówienia zagraniczne spadły nieznacznie. Stan zatrudnienia zmniejszył się, ale w najsłabszym tempie od roku. Oczekiwania przedsiębiorców na kolejne 12 miesięcy poprawiły się i były najlepsze od lutego 2022 r. Odnotowano oznaki poprawy sytuacji przemysłu w największych gospodarkach w Europie, czyli w Niemczech i we Francji.
- Rada Prezesów EBC zdecydowała na czerwcowym posiedzeniu o obniżce **podstawowych stóp procentowych** w strefie euro o 25 p.b. Stopa referencyjna wynosi obecnie 2,15%. Prezes EBC, Ch. Lagarde, podczas konferencji prasowej stwierdziła, że dalsze decyzje będą podejmowane w zależności od napływających danych, niemniej cykl łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro zbliża się już do końca.



Podstawowe stopy procentowe głównych banków centralnych (w %)

BoE	BoJ	EBC	Fed	SNB
4,25	0,50	2,15	4,25–4,50	0,25
od 8 maja 2025 r.	od 24 stycznia 2025 r.	od 11 czerwca 2025 r.	od 19 grudnia 2024 r.	od 21 marca 2025 r.

Źródło: S&P Global, Institute for Supply Management, banki centralne.

przegląd rynku depozytowego oraz rynków finansowych

rynek depozytowy

Według danych NBP zobowiązania banków wobec gospodarstw domowych na koniec kwietnia zwiększyły się o 16 772,8 mln zł (1,23%) w porównaniu z ubiegłym miesiącem osiągając poziom 1 384 921,3 mln zł. W stosunku do marca stan depozytów terminowych złożonych w bankach zmniejszył się o 292,9 mln zł, a stan na rachunkach zwiększył się o 17 065,7 mln zł.

Na koniec marca stan odsetek od depozytów i innych zobowiązań wobec gospodarstw domowych wyniósł 4 258,0 mln zł i tym samym zmniejszył się o 0,20% w porównaniu z poprzednim miesiącem. Według najnowszych danych NBP średnie oprocentowanie dla nowo zakładanego depozytu terminowego wynosi 4,05% (bez zmian m/m).

Przed dniem 7 maja (datą ogłoszenia ostatniej obniżki stóp procentowych przez RPP) część banków skorygowała oprocentowanie depozytów w swojej ofercie na podstawie wcześniejszej wyceny rynku. Inne banki obniżyły oprocentowanie lokat i rachunków oszczędnościowych bezpośrednio po decyzji Rady. Według ekonomistów spodziewane są jeszcze obniżki stóp w tym roku. Należy oczekiwać, że oferta depozytowa banków podążać będzie za zmianami stóp procentowych NBP.

W konsekwencji na początku czerwca średnie oprocentowanie depozytów dla terminu 1 miesiąca wyniosło 0,75% (bez zmian m/m), 3 miesiące – 1,64% (spadek o 0,11 p.p. m/m), 6 miesięcy – 1,81% (spadek o 0,09 p.p. m/m). Oprocentowanie dla lokat rocznych wyniosło 2,09% (spadek o 0,05 p.p. m/m), natomiast dla dwuletnich osiągnęło 3,00% (bez zmian m/m).

Lepiej prezentuje się oferta oprocentowania depozytów terminowych, które obwarowane są dodatkowymi warunkami. Dla tego typu lokat o stałej stopie średnie oprocentowanie na początku czerwca wyglądało następująco. Dla depozytów 1-miesięcznych wyniosło 3,00% (spadek o 0,5 p.p. m/m), a dla 3-miesięcznych 4,11% (spadek o 0,14 p.p. m/m). W przypadku lokat półrocznych i rocznych średnie oprocentowanie ukształtowało się na poziomie odpowiednio 4,16% (spadek o 0,16 p.p. m/m) i 3,47% (spadek o 0,27 p.p. m/m). Średnie oprocentowanie lokat dwuletnich osiągnęło poziom 2,20% (bez zmian m/m), natomiast oprocentowanie rachunków oszczędnościowych było równe 3,87% (spadek o 0,99 p.p. m/m).

rynek międzybankowy

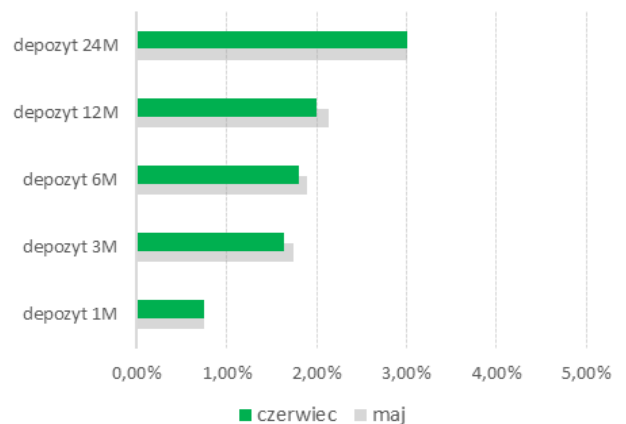
W maju w dalszym ciągu utrzymywał się trend spadku stóp procentowych. Na koniec maja WIBID na trzy miesiące wynosił 5,02%, a WIBOR kształtował się na poziomie 5,22% (koniec kwietnia odpowiednio 5,21% i 5,41%). Roczny WIBID zanotował spadki w porównaniu do kwietnia i kształtował się na poziomie 4,63% (koniec kwietnia 4,70%), natomiast WIBOR 4,83% (koniec kwietnia 4,90%).

rynek długu

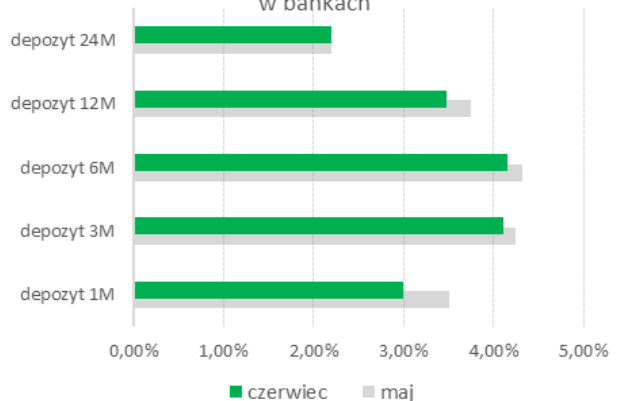
Maj przyniósł korektę dynamicznych spadków rentowności, które obserwowaliśmy na polskim rynku długu od początku kwietnia i pamiętnych słów Prezesa NBP Adama Glapińskiego „jestem gołębiem na czele gołębi”. Krzywa przesunęła się w górę od 13 (tenor dziesięcioletni) do 27 punktów bazowych (tenor pięcioletni) mimo szeregu danych wspierających dalsze luzowanie monetarne. Inflacja jest niższa od oczekiwań, pojawiły się też informacje o obniżce od drugiego półrocza taryfy za gaz dla gospodarstw domowych.

Głównymi motorami wzrostu rentowności były po pierwsze ruchy na rynkach bazowych, a po drugie wypowiedzi prezesa A. Glapińskiego. Po zgodnym

Średnie oprocentowanie depozytów standardowych w bankach

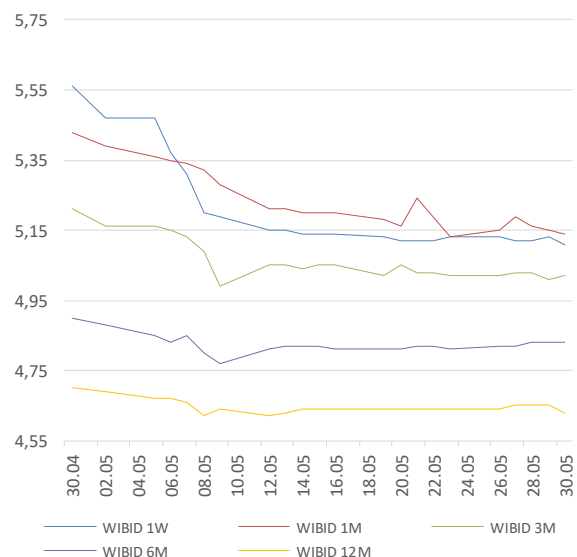


Średnie oprocentowanie depozytów, których oprocentowanie jest uzależnione od spełnienia dodatkowych warunków w bankach



Źródło: strony internetowe banków

Kształtowanie się stawek WIBID



Źródło: LSEG Workspace

z prognozami rynkowymi cięciu stóp o 50 p.b. przez RPP, prezes na konferencji prasowej wypowiadał się w mniej gołęmbim tonie niż miesiąc wcześniej i schłodził oczekiwania rynku co do przyspieszenia cyklu obniżek.

Na rynku pierwotnym MF zorganizował trzy przetargi sprzedaży planując na nich łączną podaż w widelkach 18 do 28 mld zł. Na każdej aukcji popyt przekraczał maksymalne widelki, a łącznie ze sprzedażą dodatkową na trzech aukcjach uplasowano 29,4 mld zł wartości nominalnej nowych obligacji. Największą popularnością cieszyła się seria PS0730. Warto też odnotować kolejną aukcję bonów skarbowych. MF sprzedał 3,4 mld serii zapadającej w lutym 2026 roku z rentownością 4,90%.

Podsumowując miesiąc, na koniec maja rentowność polskich obligacji 2-letnich kształtowała się na poziomie 4,49%, obligacji 5-letnich na 4,88%, a obligacji 10-letnich na 5,32% wobec odpowiednio 4,28%, 4,61% i 5,19% miesiąc wcześniej.

rynek walutowy

Światowy rynek ostatnio w coraz mniejszym stopniu reaguje na kolejne doniesienia z frontu wojen handlowych. Informacje o cłach nakładanych, zdejmowanych i odraczanych w czasie przez Stany Zjednoczone nie wywierają już specjalnego wrażenia na rynkach. Inwestorzy (jak i firmy ze sfery realnej) zdają się oczekiwać końca tej sagi w celu pozycjonowania się w nowej rzeczywistości gospodarczej, gdy ta w końcu się wykrystalizuje. To sprzyja nieco mniejszej zmienności rynków finansowych, lecz oczywiście nie oznacza, że zmienność całkowicie zniknęła. W maju EURUSD odnotował najpierw zjazd z okolic 1,13 do 1,11, by potem wrócić do punktu wyjścia. Brak większej zmiany tej pary miesiąc do miesiąca, połączony z bardziej jastrzębią retoryką RPP, pozwolił złotemu na umocnieniu do głównych par walut. W kolejnych miesiącach na notowania PLN nadal będą miały bardzo duże znaczenie wspomniane dwa czynniki, czyli nowy ład celny na świecie oraz krajowa polityka monetarna. Podsumowując miesiąc na krajowym rynku, złoty umocnił się o 0,75% w relacji do euro oraz o 0,86% do dolara amerykańskiego.

Na koniec maja na rynku walutowym za euro płacono 4,2411 zł, a za dolara 3,7415 zł, w porównaniu do odpowiednio 4,2731 zł, zł i 3,7741 zł na koniec kwietnia.

rynek akcji

Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) wzrósł w maju o 2,79% m/m, w stosunku do maja ub.r. odnotowano wzrost o 17,56%. Na ostatniej sesji wartość indeksu WIG osiągnęła 101 476,07 pkt., miesięczne minimum wyniosło 97 940,90 pkt., maksimum wyniosło 105 302,83 pkt.

Wartość obrotów akcjami na rynku kasowym WIG wyniosła 44,89 mld zł wobec 42,73 mld zł w kwietniu br. i wobec 32,8 mld zł w maju ub.r.

Indeks WIG20 w maju zanotował wzrost o 1,24% m/m. W relacji do maja ub.r. WIG20 zwiększył się o 11,52%. Obroty na największych spółkach (WIG20) wyniosły 36,24 mld zł, co stanowiło około 80,73% całkowitego obrotu na rynku kasowym (w kwietniu br. 83,64%).

Jeśli chodzi o kierunek zmian na rynkach globalnych, GPW zachowywała się zgodnie z trendem.

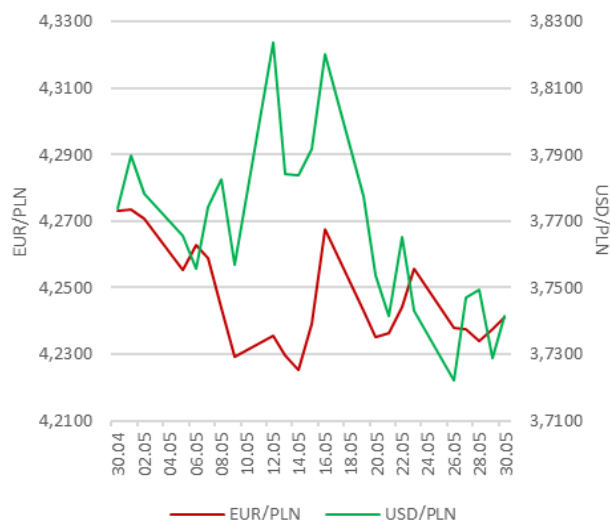
Najlepiej w maju 2025 r. radziły sobie spółki z branży energetycznej, osiągając wzrost o 15,42% (WIG-ENERGIA), następnie informatyka, notująca wzrost o 14,30% (WIG-INFO). Najgorzej radziły sobie spółki z branży leków, notując spadek o 4,21% (WIG-LEKI) oraz z branży odzieżowej, których notowania spadły o 4,02% (WIG-ODZIEŻ). WIG-BANKI wzrósł o 2,13%.

W maju na GPW nie było debiutów.

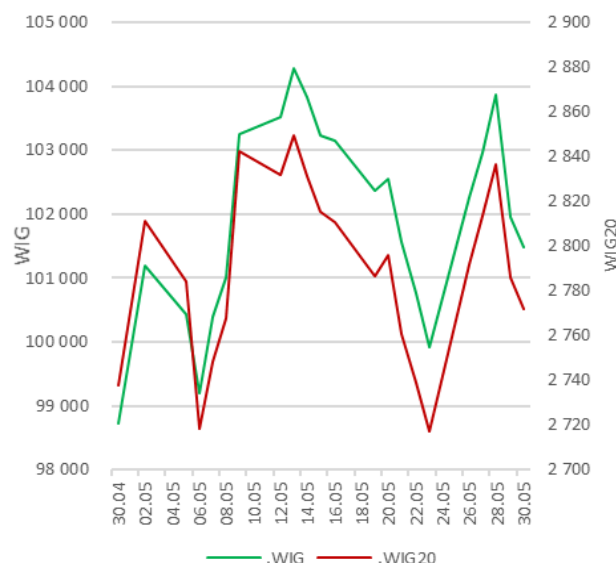
Rentowność obligacji skarbowych



Kształtowanie się kursów walutowych



Indeks WIG oraz WIG20



wybrane wskaźniki makroekonomiczne

Wyszczególnienie	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25
PKB (% r/r)	3,2	2,8	3,4	3,2
Konsumpcja prywatna (% r/r)	4,5	0,2	3,5	
Inwestycje (% r/r)	3,9	-4,3	-6,9	

Wyszczególnienie	V'24	VI'24	VII'24	VIII'24	IX'24	X'24	XI'24	XII'24	I'25	II'25	III'25	IV'25	V'25
Inflacja CPI (% m/m)	0,1	0,1	1,4	0,1	0,1	0,3	0,5	0,0	1,0	0,3	0,1	0,4	-0,2
Inflacja CPI (% r/r)	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,1
Saldo budżetu Państwa	-53,1	-69,9	-82,8	-88,6	-107,3	-129,8	-141,8	-210,9	-3,2	-36,3	-76,3	-91,4	b.d.
Zadłużenie Skarbu Państwa (mld zł)	1 449,2	1 475,0	1 476,8	1 492,7	1 516,5	1 537,0	1 568,5	1 629,4	1 657,2	1 709,6	1 740,6	1 750,4	b.d.
Saldo rachunku obrotów bieżących (w mln euro)	-468	-142	-491	-2 276	-1 160	1 510	313	-1 119	558	-77	-1 419	b.d.	b.d.
Produkcja sprzedana przemysłu (% r/r)	98,4	100,3	105,2	98,8	99,6	104,6	98,7	100,2	99,1	98,1	102,4	101,2	b.d.
Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw	7 999,69	8 144,83	8 278,63	8 189,74	8 140,98	8 316,57	8 478,26	8 821,25	8 482,47	8 613,14	9 055,92	9 045,11	b.d.
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0
Stopa referencyjna NBP (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25
WIBOR 3M (%)	5,85	5,85	5,86	5,85	5,85	5,85	5,85	5,84	5,86	5,86	5,84	5,41	5,22
WIBOR 6M (%)	5,86	5,86	5,87	5,86	5,85	5,84	5,79	5,80	5,81	5,81	5,76	5,10	5,03
WIRON 3M (%)	5,12	5,17	5,13	5,18	5,17	5,21	5,15	5,11	5,09	4,98	4,93	4,95	4,98
WIRON 6M (%)	5,02	5,05	5,14	5,20	5,21	5,20	5,20	5,18	5,18	5,09	5,05	5,05	5,02
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,9389	4,0320	3,9689	3,8644	3,8193	4,0059	4,0770	4,1012	4,0576	3,9993	3,8643	3,7617	3,7537
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2628	4,3130	4,2953	4,2798	4,2791	4,3530	4,3043	4,2730	4,2130	4,1575	4,1839	4,2778	4,2507

Źródło: GPW Benchmark, GUS, NBP, MF, MRPiPS

prognozy makroekonomiczne

Wyszczególnienie	2Q 25	3Q 25	4Q 25	1Q 26
PKB (% r/r)	3,3	3,5	3,6	3,7
Konsumpcja prywatna (% r/r)	2,8	3,3	3,1	3,2
Inwestycje (% r/r)	7,5	9,2	11,5	8,8

Wyszczególnienie	VI'25	VII'25	VIII'25	IX'25	X'25	XI'25	XII'25	I'26	II'26	III'26	IV'26	V'26
Inflacja (% r/r)	4,1	4,0	3,6	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,1	3,1	3,1	3,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	5,0	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	5,0	5,2	5,2	5,1	5,0	4,9
Stopa referencyjna NBP (%)	5,25	5,25	5,25	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50
WIBOR 1W (%)	5,32	5,32	5,27	5,02	4,77	4,55	4,52	4,27	4,02	3,77	3,55	3,55
WIBOR 1M (%)	5,30	5,29	5,23	4,98	4,71	4,54	4,48	4,23	3,98	3,74	3,60	3,60
WIBOR 3M (%)	5,23	5,18	5,09	4,87	4,67	4,51	4,38	4,15	3,93	3,75	3,68	3,68
WIBOR 6M (%)	5,09	5,02	4,96	4,77	4,59	4,43	4,31	4,09	3,87	3,76	3,75	3,75
WIBOR 12M (%)	4,86	4,84	4,78	4,61	4,46	4,35	4,25	4,07	3,90	3,78	3,80	3,80
WIRON 1M (%)	4,70	4,53	4,53	4,50	4,39	4,09	3,85	3,65	3,60	3,34	3,10	3,05
WIRON 3M (%)	4,90	4,70	4,70	4,56	4,46	4,12	3,90	3,72	3,62	3,37	3,12	3,08
WIRON 6M (%)	4,99	4,94	4,69	4,60	4,55	4,31	4,12	3,97	3,74	3,53	3,34	3,23
Obligacje SP 2Y (%)	4,56	4,41	4,34	4,23	4,16	4,05	4,00	3,96	3,95	3,96	3,95	3,95
Obligacje SP 5Y (%)	5,05	4,95	4,77	4,66	4,52	4,47	4,40	4,39	4,37	4,34	4,33	4,32
EURIBOR 1M (%)	1,91	1,89	1,84	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65
EURIBOR 3M (%)	1,96	1,92	1,87	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
EURIBOR 6M (%)	2,01	1,96	1,91	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
SOFR (%)	4,30	4,28	4,26	4,06	4,05	4,03	3,80	3,79	3,77	3,55	3,55	3,55
Średni kurs USD w NBP na ostatni dzień miesiąca	3,7662	3,7655	3,7741	3,8151	3,8244	3,8382	3,8104	3,7990	3,7978	3,7939	3,7844	3,7820
Średni kurs EUR w NBP na ostatni dzień miesiąca	4,2554	4,2570	4,2527	4,2508	4,2507	4,2509	4,2514	4,2521	4,2531	4,2543	4,2557	4,2573

PRZEGLĄD
MAKROEKONOMICZNY
WSKAŹNIKI I PROGNOZY

PRZEGLĄD RYNKÓW



Michał Jurek

Ewa Masztalerz

Tel : (061) 6312108

E-mail: michal.jurek@sso.sgb.pl

E-mail: ewa.masztalerz@sgb.pl

Niniejszy materiał jest materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być uznany za rekomendację do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Opinie i prognozy przedstawione w dokumencie są wyrazem niezależnych poglądów autorów publikacji.