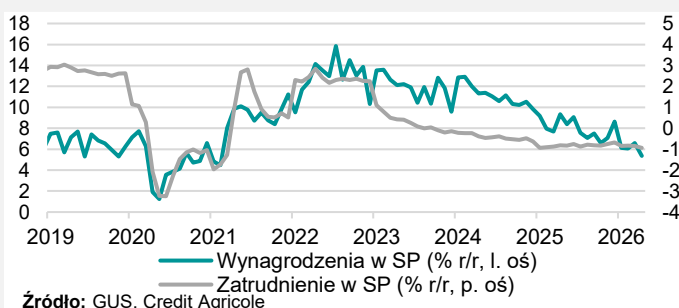


W tym tygodniu

W środę opublikowano wstępne porozumienie między USA a Iranem. Memorandum przedstawia pełną treść osiągniętego w poprzednią niedzielę porozumienia, w tym kluczowe zapisy dotyczące działań, które mają zostać podjęte jeszcze przed ustaleniem ostatecznego porozumienia pokojowego, w tym natychmiastowe i trwałe zakończenie działań zbrojnych (również przez sojuszników obu stron) oraz odblokowanie Cieśniny Ormuz. W związku z tym już w ubiegłym tygodniu można było zaobserwować wzrost liczby tankowców przepływających przez Cieśninę. Liczba ta jednak jest wciąż znacząco niższa od poziomu sprzed wybuchu konfliktu. Memorandum zawierało również szereg dalszych istotnych ustaleń, które mają być sprecyzowane i wdrożone w ramach finalnego porozumienia między USA a Iranem. Obejmuje ono m.in. zakończenie irańskiego programu zbrojeń nuklearnych, pełne zniesienie przez USA sankcji wobec Iranu, odblokowanie zamrożonych irańskich funduszy oraz program odbudowy Iranu o wartości 300 mld USD. Istotną kwestią nieujęłą w ramach memorandum jest możliwość pobierania przez Iran opłat za żeglugę przez Cieśninę Ormuz po zakończeniu 60-dniowego okresu przewidzianego w memorandum. Zaplanowane na piątek bezpośrednie rozmowy pomiędzy przedstawicielami Iranu i USA miały przynieść dalsze informacje, jednak zostały przełożone z uwagi na wznowienie działań zbrojnych pomiędzy Izraelem a Libanem. W odpowiedzi na eskalację Iran w sobotę ponownie ogłosił zamknięcie Cieśniny Ormuz. Dalsza ponowna eskalacja działań zbrojnych wbrew warunkom postanowienia, jak również istotne różnice w interpretacji zapisów memorandum pomiędzy stronami, pozostają głównymi czynnikami ryzyka dla powodzenia rozmów pokojowych, które będą najprawdopodobniej oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

Dzisiaj opublikowany zostanie zestaw danych z polskiej gospodarki za maj. Prognozujemy, że dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się do 6,5% r/r wobec 4,5% w kwietniu, co wskazywałoby na kontynuację stopniowego wzrostu aktywności w budownictwie. W przypadku



danych z rynku pracy oczekujemy przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw do 6,0% r/r w maju z 5,4% w kwietniu, głównie z powodu efektów niskiej bazy. Oczekujemy, że tempo spadku zatrudnienia utrzyma się na poziomie 0,9% r/r, odzwierciedlając zarówno postępujące przechodzenie pracowników na emeryturę, jak i nadal ograniczony popyt na pracę w przetwórstwie przemysłowym. Oczekujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych zwiększyła się do 3,1% r/r w maju wobec 1,3% w kwietniu, co naszym zdaniem wynikało z ustąpienia niekorzystnego efektu przesunięcia terminu Świąt Wielkiejnocy oraz utrzymujących się dobrych nastrojów konsumenckich. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (3,6% r/r) i jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

We wtorek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury PMI w strefie euro za czerwiec. Zgodnie z konsensem rynkowym oczekiwany jest nieznaczny wzrost indeksu zagregowanego PMI Composite do 49,1 pkt. wobec 48,5 pkt. w maju, co oznaczałoby

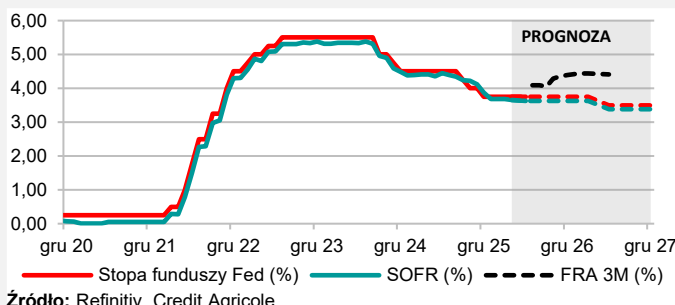


utrzymanie się wskaźnika poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Struktura danych pozostanie najprawdopodobniej zróżnicowana sektorowo - zgodnie z oczekiwaniami indeks PMI w usługach zwiększył się do 48,5 pkt. z 47,7 pkt., trzeci miesiąc z rzędu utrzymując się poniżej 50 pkt., podczas gdy PMI w przetwórstwie ma utrzymać się na poziomie 51,6 pkt., pozostając powyżej 50 pkt. Czynnikiem stabilizującym wskaźnik dla przetwórstwa jest wydłużanie się czasu dostaw, które zgodnie z konstrukcją indeksu oddziałuje w kierunku jego wzrostu. Publikacja indeksów PMI pozwoli ocenić, czy obserwowane w poprzednich miesiącach negatywne skutki szoku energetycznego, wzrostu kosztów i zakłóceń w łańcuchach dostaw zmniejszyły się wraz z deeskalacją sytuacji na Bliskim Wschodzie, co sprzyjałoby zwiększeniu aktywności gospodarczej w strefie euro.

W czwartek opublikowane zostaną dane o inflacji w USA. Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem wzrosła w maju do 4,1% r/r wobec 3,8% w kwietniu, co będzie odzwierciedleniem narastającego proinflacyjnego wpływu szoku energetycznego związanego z wojną na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie prognozujemy, że inflacja bazowa PCE zwiększyła się do 3,4% r/r w maju z 3,3% kwietniu, co oznacza, że jej wzrost był wyraźnie mniejszy niż w przypadku inflacji ogółem. Taka struktura inflacji PCE wzmacniałaby argumentację na rzecz utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas. Nasz scenariusz bazowy nadal zakłada utrzymanie stóp bez zmian do początku 2027 r. i jedną obniżkę w II kw. 2027 r. Skala i trwałość szoku surowcowego są jednak na tyle duże, że nie można wykluczyć jednorazowego „sygnalizacyjnego” zaostżenia polityki pieniężnej przez Fed w 2026 r. (patrz niżej).

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC, na którym zgodnie z oczekiwaniami Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian, utrzymując przedział dla stopy funduszy federalnych na poziomie 3,50-3,75%. Była to czwarta z rzędu decyzja o



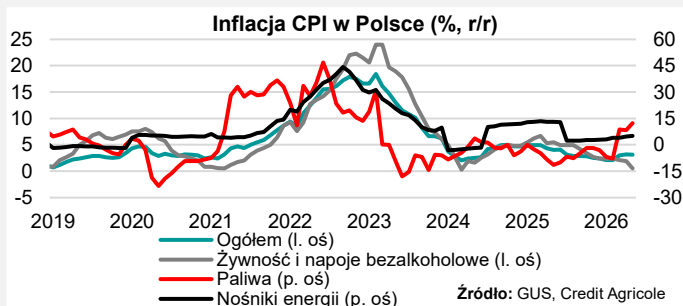
utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie po trzech obniżkach po 25 pb pod koniec 2025 r. Komunikat po posiedzeniu został wyraźnie skrócony na skutek usunięcia zapisów dotyczących przyszłego kierunku polityki pieniężnej. Zgodnie z komunikatem, Fed nadal ocenia aktywność gospodarczą jako solidną, rynek pracy jako względnie stabilny, a inflację jako podwyższoną, akcentując również niepewność związaną z sytuacją na Bliskim Wschodzie. Wystąpienie nowego prezesa Fed Kevina Warsha miało jastrzębi wydźwięk: podkreślił on, że obecnie inflacja stanowi główne wyzwanie dla Fed, podczas gdy rynek pracy pozostaje relatywnie stabilny. Prezes zarysował również kilka istotnych zmian, które mają zajść w polityce Fed. Wyraźnie zaznaczył, że zamierza ograniczyć sygnalizację kierunku przyszłej polityki pieniężnej Fed, oraz zasugerował, że wystąpienia prezesa Fed staną się rzadsze i nie będą miały miejsca po każdym posiedzeniu FOMC jak dotychczas. Wskazał również na możliwość redukcji sumy bilansowej Fed, co sprzyjałoby wzrostowi premii terminowej i podwyższeniu rentowności obligacji długookresowych. Warsh zapowiedział też szerszy przegląd ram działania Fed, powołując pięć grup zadaniowych do spraw komunikacji, bilansu, źródeł danych, produktywności i rynku pracy oraz inflacji. Zrewidowane projekcje makroekonomiczne przyniosły wyraźne podwyższenie prognoz inflacji na 2026 r. oraz niewielką rewizję w górę prognoz na 2027 r., przy jednoczesnym obniżeniu prognozy wzrostu gospodarczego i stopy bezrobocia w 2026 r. Istotnej rewizji w górę uległa mediana oczekiwań

członków FOMC dotyczących stóp procentowych, która wskazuje obecnie na równomierny podział Komitetu pomiędzy zwolennikami podwyżek stóp procentowych, a członkami opowiadającymi się za utrzymaniem stóp na niezmienionym lub niższym poziomie do końca 2026 r. Zgodnie z medianą projekcji, Fed zakłada utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie do końca 2027 r. oraz jedną obniżkę o 25pb w 2028 r. Jednocześnie uważamy, że wśród najbardziej jastrzębio nastawionych uczestników projekcji nadreprezentowani mogą być członkowie FOMC nieposiadający obecnie prawa głosu, co częściowo łagodziłoby wydźwięk zmian w projekcji. Jastrzębi wydźwięk posiedzenia oraz projekcji stanowią ryzyko w górę dla naszego scenariusza, zakładającego utrzymanie stóp Fed bez zmian do końca 2026 r. i jedną obniżkę o 25 pb w II kw. 2027 r.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały finalne dane o inflacji CPI za maj (por. MAKROpuls z 15.06.2026).

Inflacja spadła do 3,1% r/r wobec 3,2% w kwietniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem, do czego przyczyniła się głównie niższa dynamika cen w kategorii „żywność i

napoje bezalkoholowe”. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost dynamiki cen w kategoriach „paliwa i smary do prywatnych środków transportu” oraz „rekreacja, sport i kultura”. Inflacja bazowa zwiększyła się do 3,1% r/r w maju z 3,0% w kwietniu, co wskazuje na stopniowe „rozlewanie się” szoku surowcowego na ceny towarów i usług bazowych. Nasz zrewidowany scenariusz inflacyjny, uwzględniający wpływ podpisanego w ubiegłym tygodniu porozumienia pomiędzy USA i Iranem oraz przywrócenie pierwotnego poziomu akcyzy na paliwa, przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.



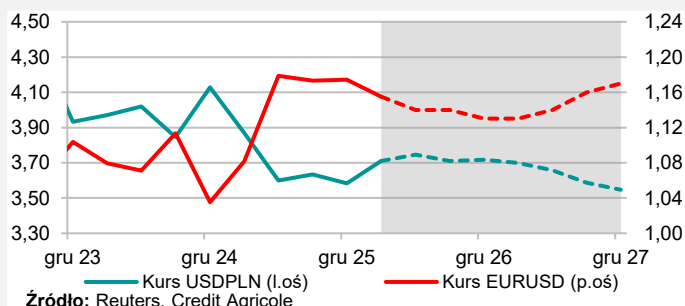
W piątek poznaliśmy dane o produkcji przemysłowej w maju. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 4,1% r/r wobec wzrostu o 3,1% w kwietniu, kształtując się powyżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego (por. MAKROpuls z 19.06.2026). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 1,4% m/m, co wskazuje na kontynuację łagodnego trendu wzrostowego aktywności w przemyśle. Ożywienie aktywności miało szeroki charakter i wynikało zarówno z popytu zewnętrznego, jak i popytu krajowego, wspieranego przez napływ środków z UE w ramach Funduszu Spójności i Krajowego Planu Odbudowy. Do ożywienia przyczyniła się również wysoka produkcja dóbr zaopatrzeniowych, związana z akumulacją zapasów w warunkach konfliktu na Bliskim Wschodzie. Przyspieszył również wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych, co sygnalizuje kontynuację ożywienia inwestycji firm w II kw. Majowe dane o produkcji przemysłowej sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w 2026 r. w II kw. br. (3,0% r/r wobec 3,5% w I kw.).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane z amerykańskiej gospodarki. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w maju do 0,1% m/m wobec 0,9% w kwietniu (rewizja w górę z 0,7%), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,3%) i naszej prognozy (0,4%). Jej obniżenie wynikało ze spadku dynamiki produkcji w przetwórstwie oraz w sektorze użyteczności publicznej, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w górnictwie. Z kolei wykorzystanie mocy wytwórczych wzrosło do 76,2% wobec 76,1% w kwietniu, tym samym pozostając na relatywnie stabilnym poziomie względem ostatnich kwartałów. Miesięczna nominalna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w maju do 0,9% m/m wobec 0,4% w kwietniu (rewizja w dół z 0,5%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,5%). Miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej bez uwzględnienia samochodów i paliw nie zmieniła się

względem kwietnia i wyniosła 0,5% m/m, wskazując, że wyższe ceny paliw oraz wzrost sprzedaży samochodów miały istotny wkład we wzrost sprzedaży ogółem. Dane o sprzedaży z wyłączeniem samochodów i paliw wskazują, że popyt konsumpcyjny w USA pozostaje relatywnie odporny na wzrost cen paliw, do czego prawdopodobnie przyczyniły się podwyższone zwroty podatkowe związane z ubiegłorocznymi obniżkami podatków w ramach ustawy One Big Beautiful Bill.

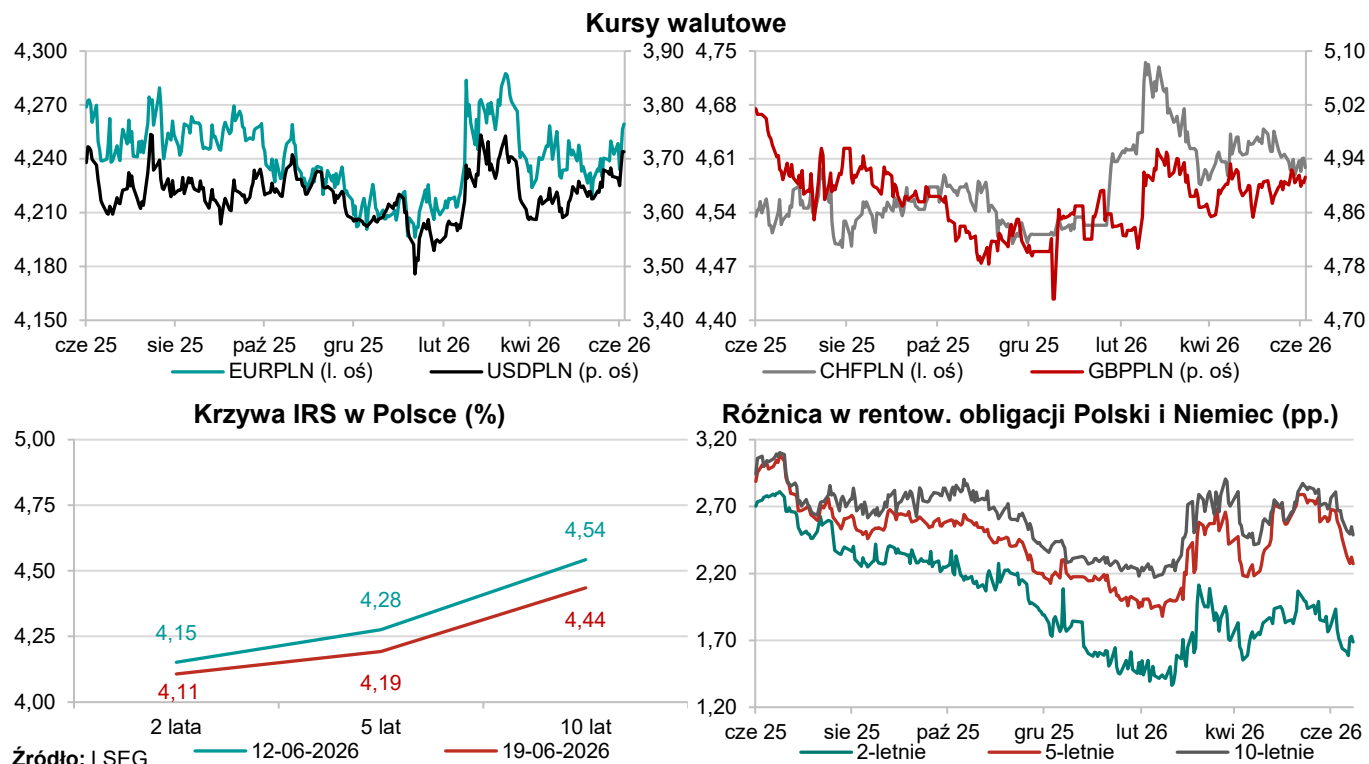
➤ **Opublikowane we wtorek dane z Chin wskazały na pogorszenie aktywności gospodarczej.** Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 4,5% r/r w maju wobec 4,1% w kwietniu, kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego i naszych oczekiwań, podczas gdy dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do -0,6% r/r w maju z 0,2% w kwietniu, co stanowiło pierwszy spadek sprzedaży detalicznej od zakończenia lockdownów pod koniec 2022 r. Spadek sprzedaży wynikał z efektu wysokiej bazy po zeszłorocznym programie wsparcia rządowego dla sprzedaży wybranych towarów oraz dalszego spowolnienia na rynku nieruchomości. Negatywnie zaskoczyły również inwestycje w aglomeracjach miejskich, których dynamika liczona narastająco od początku roku obniżyła się o 4,1% r/r w maju wobec spadku o 1,6% w kwietniu. Spowolnienie aktywności było szczególnie wyraźne w branżach energochłonnych oraz w branżach związanych z budownictwem i konsumpcją. Jednocześnie inwestycje w sektorach związanych z AI, technologią, energią odnawialną i infrastrukturą transportową pozostały relatywnie odporne na spowolnienie gospodarcze. Naszym zdaniem majowe dane zwiększają ryzyko w dół dla realizacji wyznaczonego przez chińskie władze celu wzrostu PKB na poziomie 4,5-5,0% w 2026 r., co może skłonić rząd Chin do zwiększenia skali wsparcia fiskalnego w drugiej połowie roku. Ponadto, majowe dane, sygnalizujące wyraźne spowolnienie popytu krajowego, wskazują, że chińskie firmy przemysłowe mogą zintensyfikować działania zmierzające do zwiększenia sprzedaży na zagraniczne rynki, w tym do krajów UE.

➤ **Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu dolara.** Nadal nie jest pewne, czy Stany Zjednoczone i Iran będą w stanie osiągnąć porozumienie po zakończeniu wyznaczonego przez obie strony 60-dniowego okresu negocjacji. Jeśli jednak dojdzie do normalizacji przepływu surowców



energetycznych przez Cieśninę Ormuz, ryzyko ponownych gwałtownych wzrostów cen ropy zmniejszy się, a tym samym spadnie ryzyko znaczącego spadku kursu EURUSD. W związku z tym nieznacznie podnieśliśmy naszą prognozę kursu EURUSD na koniec września br. do poziomu 1,14 wobec 1,12 oczekiwanych wcześniej. W konsekwencji, obniżyliśmy również naszą prognozę USDPLN do 3,71 na koniec września br., pozostawiając jednocześnie oczekiwane ścieżki kursów EURUSD i USDPLN w kolejnych kwartałach bez zmian.

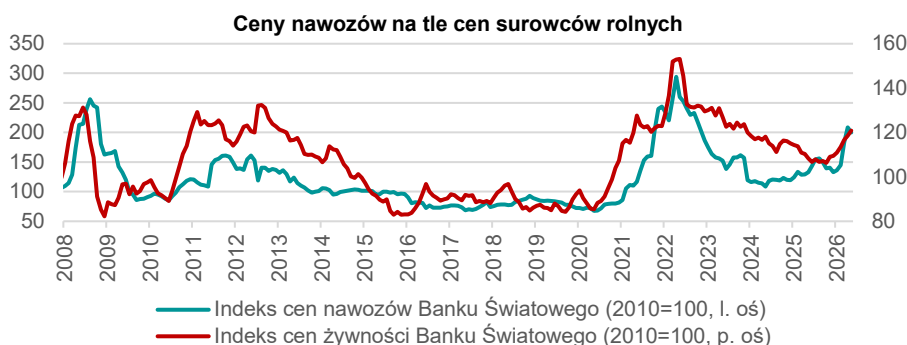
Jastrzębi ton Fed negatywny dla kursu złotego



W ubiegłym tygodniu na rynkach finansowych utrzymywała się podwyższona zmienność, a głównymi czynnikami wpływającymi na nastroje rynkowe były posiedzenie Fed oraz doniesienia dotyczące rozmów pokojowych pomiędzy USA a Iranem. Po ogłoszeniu zawarcia wstępnego porozumienia między USA a Iranem w niedzielę, początek tygodnia przyniósł spadek ceny ropy Brent do poziomu ok. 80 USD/baryłkę oraz obniżenie się rentowności obligacji. Skala zmian była jednak ograniczona, ponieważ porozumienie zostało w znacznej mierze zdyskontowane przez rynek już w poprzednim tygodniu. W środę jastrzębi wydzwięk posiedzenia Fed doprowadził do osłabienia złotego i wzrostu rentowności obligacji. W efekcie, w ujęciu całego tygodnia kurs EURPLN wzrósł do poziomu ok. 4,26, kurs USDPLN wzrósł do poziomu ok. 3,72, natomiast rentowności SPW i stawki IRS obniżyły się, szczególnie na długim końcu krzywej dochodowości.

W nadchodzącym tygodniu nastroje na rynkach finansowych będą kształtowane przede wszystkim przez dalszy tok rozmów pokojowych pomiędzy USA a Iranem. Istotny, choć mniejszy wpływ na kurs złotego i krzywą dochodowości mogą mieć również dane o krajowej sprzedaży detalicznej, które w przypadku realizacji naszej prognozy oddziaływać będą w kierunku osłabienia złotego i spadku rentowności obligacji.

Rosnące ceny nawozów podbiją inflację

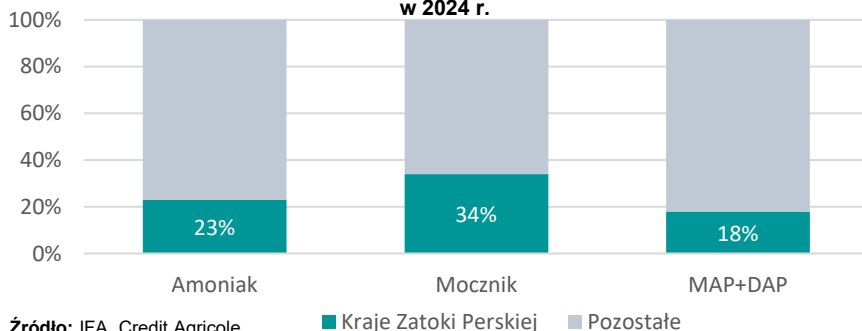


Źródło: Bank Światowy, Datastream, Credit Agricole

surowców rolnych. Tym samym przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób szok na światowym rynku nawozów wpłynie na dynamikę cen żywności w Polsce.

Cieśnina Ormuz ma podwójne znaczenie dla światowego rynku nawozów. Po pierwsze, zgodnie z danymi EIA (U.S. Energy Information Administration) przed eskalacją konfliktu w Iranie ok. 20% światowego handlu LNG odbywało się przez Cieśninę Ormuz. Ma to istotne znaczenie dla rynku nawozów azotowych, ponieważ gaz ziemny, a dokładniej zawarty w nim metan, jest kluczowym surowcem w procesie produkcji amoniaku. Metan stanowi bowiem źródło wodoru, który wraz z azotem pozyskiwanym z powietrza, jest wykorzystywany do syntezy amoniaku w procesie Habera-Boscha. Gaz ziemny dostarcza również znaczną część energii potrzebnej do przeprowadzenia tego procesu technologicznego. Wytwarzany w ten sposób amoniak jest z kolei kluczowym półproduktem wykorzystywanym w większości nawozów azotowych, takich jak mocznik, saletra amonowa czy RSM (roztwór saletrano-mocznikowy).

Udział krajów Zatoki Perskiej w eksporcie nawozów azotowych i ich półproduktów w 2024 r.



Źródło: IFA, Credit Agricole

amonowymi, tj. MAP i DAP, z udziałem na poziomie 18%. Tym samym blokada Cieśniny Ormuz oznacza istotny wzrost kosztów produkcji nawozów azotowych, a także ich mniejszą dostępność ze względu na zerwane łańcuchy dostaw.

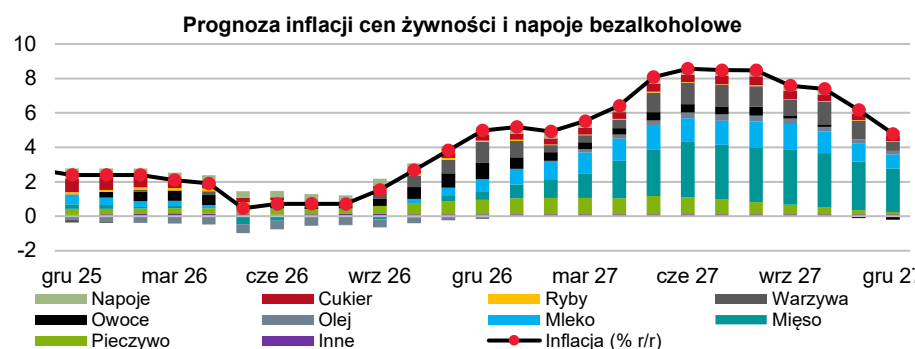
Warto zwrócić uwagę, że wpływ szoku na rynku nawozów na ceny surowców rolnych, a następnie na ceny żywności jest dość złożony. Głównym mechanizmem oddziaływania jest wzrost kosztów produkcji roślinnej. W warunkach wzrostu cen nawozów rolnicy często ograniczają ich dawki poniżej poziomu optymalnego, co ma negatywny wpływ na wielkość plonów oraz ich jakość. To z kolei pośrednio, poprzez wyższe ceny pasz, oddziałuje w kierunku wzrostu kosztów produkcji zwierzęcej. Tym samym szok cenowy na rynku nawozów ostatecznie prowadzi do szerokiego wzrostu cen żywności, zarówno produktów roślinnych, jak i zwierzęcych.

Ostatnie miesiące przyniosły silny wzrost cen nawozów w następstwie blokady Cieśniny Ormuz. Zgodnie z danymi Banku Światowego osiągnęły one w kwietniu br. najwyższy poziom od października 2022 r. i mimo lekkiego spadku pozostają one na historycznie wysokich poziomach. Występuje silna, dodatnia zależność pomiędzy cenami nawozów a cenami

Po drugie, kraje Zatoki Perskiej są istotnymi eksporterami nawozów azotowych i ich półproduktów. Zgodnie z danymi IFA (International Fertilizer Association) w 2024 r. Iran, Katar, Arabia Saudyjska, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Bahrajn oraz Oman odpowiadały łącznie za 23% globalnego handlu amoniakiem oraz 34% globalnego handlu mocznikiem. Kraje Zatoki Perskiej odgrywały również istotną rolę w handlu fosforanami

Szczególnie skomplikowany jest jednak sam przebieg transmisji. Po pierwsze, zależy on od momentu wystąpienia szoku. Przykładowo obecny szok wystąpił w momencie, kiedy rolnicy na półkuli północnej mieli już w dużym stopniu zabezpieczone zapasy nawozów na sezon 26/27, z kolei produkcja na półkuli południowej była już w szczycie sezonu. Stąd można przyjąć, że efekt wyższych cen nawozów w pełni zacznie się realizować dopiero w sezonie 27/28 – dopiero wtedy cała produkcja rolna zostanie wytworzona przy wykorzystaniu wyraźnie droższych nawozów. Po drugie, kolejne opóźnienie pojawia się w przypadku przenoszenia cen surowców rolnych na ceny detaliczne żywności, która w dużym stopniu determinowana jest przez lokalne czynniki, związane m.in. ze strukturą handlu detalicznego żywnością. W Polsce obserwujemy w ostatnich latach silną konkurencję cenową pomiędzy głównymi podmiotami handlu detalicznego, co sprawia, że w niektórych przypadkach mechanizm ten bywa zakłócony.

Jednocześnie poza wpływem szoku na rynku nawozów na dynamikę cen żywności należy uwzględnić również efekt wzrostu cen nośników energii związany z blokadą Cieśniny Ormuz. Zwiększa on koszty w ramach całego łańcucha dostaw żywności, jak również oddziałuje w kierunku większego zastosowania surowców rolnych do produkcji biopaliw.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Z tego powodu podtrzymujemy nasz scenariusz, zakładający przyspieszenie wzrostu cen w kolejnych kwartałach wynikające z opóźnionych efektów szoku na rynku nośników energii i nawozów związanych z blokadą Cieśniny Ormuz, a także zapowiadających się słabych tegorocznych zbiorów owoców i warzyw, będących skutkiem niesprzyjających warunków agrometeorologicznych. W efekcie obecnie prognozujemy, że dynamika cen

żywności i napojów bezalkoholowych w 2026 r. obniży się do 2,0% r/r wobec 4,7% w 2025 r., a w 2027 r. wzrośnie do 6,8% (por. MAKROmapa z 08.06.2026). Jednocześnie uważamy, że osiągnie ona swoje maksimum lokalne w III kw. 2027 r. na poziomie ok. 8,2%, co jest spójne z opóźnieniami w transmisji szoków na rynku nawozów i energii na detaliczne ceny żywności. W konsekwencji prognozujemy, że w II kw. 2027 r. inflacja ogółem przekroczy górną granicę odchyłeń od celu, a w III kw. inflacja osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 4,2% r/r. Tym samym średnioroczna inflacja CPI w 2026 r. obniży się do 2,8% wobec 3,6% w 2025 r., a w 2027 r. wzrośnie do 3,8%. Głównym czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy jest ostatnia deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i odblokowanie Cieśniny Ormuz. W tym kontekście kluczowa jest trwałość porozumienia USA z Iranem, jak również tempo odbudowy światowej podaży nawozów.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26	maj 26	cze 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75
Kurs EURPLN*	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,27
Kurs USDPLN*	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,75
Kurs CHFPLN*	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,59
Inflacja CPI (r/r, %)	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,5	6,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	1,9	2,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	5,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	6,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	
Saldo ROB (mln EUR)	-1168	-445	-1780	-2593	-797	2103	-250	-1975	1053	-1034	-234	-1558		
Eksport (r/r, % EUR)	6,0	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,6	1,9	7,4	6,6		
Import (r/r, % EUR)	7,9	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-6,3	3,4	3,8	7,8		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2026				2027				2025	2026	2027	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,5	3,0	3,2	3,3	2,7	2,9	3,1	3,0	3,6	3,3	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	3,3	2,8	2,0	2,1	2,8	3,3	3,3	3,0	3,7	2,5	3,2	
Inwestycje (% r/r)	2,4	10,3	7,8	7,5	6,8	6,1	5,9	5,5	4,4	7,3	6,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	4,9	4,5	5,0	5,2	5,4	5,5	5,5	5,5	5,0	5,6	
Import (ceny stałe, % r/r)	6,1	5,5	5,6	5,9	5,2	6,1	6,5	6,1	6,8	5,8	6,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,6	1,1	1,0	1,7	1,9	1,9	1,5	2,1	1,5	1,8
	Inwestycje (pp.)	0,3	1,6	1,3	1,7	0,9	1,0	1,0	1,3	0,8	1,2	1,1
	Eksport netto (pp.)	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-1,3	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	6,1	5,5	5,5	5,6	5,8	5,4	5,4	5,5	5,7	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,7	6,5	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	8,7	6,4	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,4	3,0	2,6	3,3	3,3	3,9	4,2	3,8	3,6	2,8	3,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,99	3,85	3,85	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	3,75	
EURPLN**	4,29	4,27	4,23	4,20	4,18	4,17	4,16	4,15	4,21	4,20	4,15	
USDPLN**	3,71	3,75	3,71	3,72	3,70	3,66	3,59	3,55	3,58	3,72	3,55	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.06.2026 r.						
9:30	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Maj	4,5	6,5	4,9
9:30	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	5,4	6,0	6,0
9:30	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Maj	-0,9	-0,9	-0,9
9:30	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	1,9	2,6	2,4
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Maj	2,8	5,2	5,3
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Maj	1,3	3,1	3,6
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-19,0		-17,5
Wtorek 23.06.2026 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	50,1		50,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Czerwiec	47,7		48,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Czerwiec	51,6		51,6
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Czerwiec	48,5		49,1
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	11,3	11,5	11,4
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	55,1		54,8
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Czerwiec	13,0		
Środa 24.06.2026 r.						
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Maj	6,0	5,9	5,9
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Czerwiec	84,9		85,6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Maj	622		638
Czwartek 25.06.2026 r.						
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	I kw.	1,6	1,6	1,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Maj	8,0	-5,0	-4,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Maj	3,3	3,4	3,4
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Maj	3,8	4,1	4,1
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Maj	0,1		
Piątek 26.06.2026 r.						
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	48,9	50,0	50,3

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet