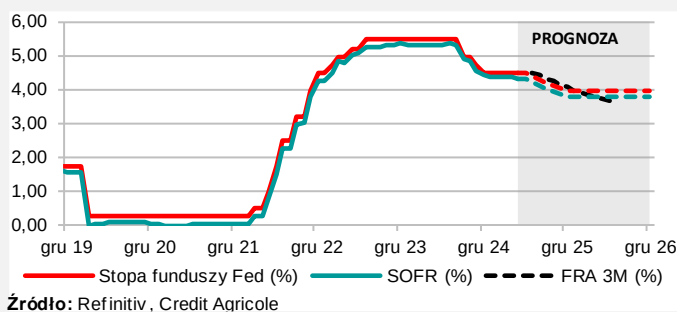


W tym tygodniu

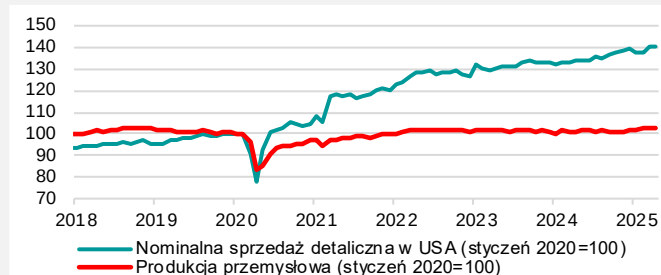
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Przedstawiciele Fed sygnalizowali w ostatnim czasie, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej najprawdopodobniej zostanie utrzymany na poziomie [4,25%,



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

4,50%], co oznaczałoby czwartą z rzędu pauzę po łącznym obniżeniu stóp procentowych o 100pb w drugiej połowie 2024 r. Uważamy, że wydzwięk konferencji po posiedzeniu będzie zbliżony do tej po majowym posiedzeniu. Oczekujemy również, że z jednej strony Fed dostrzeże podwyższoną niepewność i rosnące ryzyko w dół dla perspektyw wzrostu gospodarczego, a z drugiej strony J. Powell najprawdopodobniej podtrzyma swoją dotychczasową narrację, iż gospodarka wciąż znajduje się w „dobrym miejscu”. Uważamy również, że członkowie Fed zwrócą uwagę, że proinflacyjny wpływ wojny celnej będzie w dużej mierze przejściowy, a inflacja powróci do celu w latach 2026-2027, tym samym umożliwiając dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w nadchodzących latach. Ewentualne zmiany w narracji FOMC będą związane głównie z publikacją czerwcowej projekcji makroekonomicznej. W zaktualizowanej projekcji mediana oczekiwań członków FOMC dot. poziomu stóp procentowych najprawdopodobniej nadal zasygnalizuje dwie obniżki w 2025 r. Jednocześnie przedstawi ona szeroki rozstrzał indywidualnych prognoz członków FOMC podkreślając niepewność w zakresie przyszłej polityki pieniężnej oraz różnice zdań wewnątrz FOMC. Z kolei zrewidowane prognozy makroekonomiczne mogą zasygnalizować niższy wzrost PKB w krótkim okresie oraz nieznacznie wyższą inflację i stopę bezrobocia. Prezes Fed prawdopodobnie pozostawi sobie pole do manewru w kontekście przyszłych decyzji podkreślając brak pośpiechu w luzowaniu polityki pieniężnej. Naszym zdaniem konferencja po posiedzeniu FOMC będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w maju o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,1% w kwietniu. Uważamy, że sprzedaż samochodów istotnie spadnie, sygnalizując koniec zwiększonego popytu związanego z oczekiwanym



Źródło: Datastream, Credit Agricole

wzrostem cen artykułów importowanych w kolejnych miesiącach. Negatywny wpływ na nominalną sprzedaż może mieć również spadek sprzedaży paliw, wynikający ze spadku ich cen. Uważamy, że produkcja przemysłowa wzrosła o 0,1% m/m w maju wobec 0,0% w kwietniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury (indeks ISM w maju ukształtował się trzeci miesiąc z rzędu poniżej granicy 50 pkt.), sygnalizującymi ograniczony potencjał do wzrostu aktywności w tym sektorze. Według administracji D. Trumpa cła mają prowadzić do wzrostu aktywności przemysłu w USA poprzez ograniczenie konkurencji ze strony importu. Cła będą jednak prowadzić do jednoczesnego wzrostu cen wielu importowanych półproduktów i surowców, co będzie miało z kolei negatywny wpływ na koniunkturę w przetwórstwie. Zgodnie z naszą prognozą, dane dotyczące nowych pozwoleń na budowę (1435 tys. w maju wobec 1422 tys. w kwietniu) oraz liczby rozpoczętych budów (1380 tys. wobec 1361 tys.) wskażą łącznie na

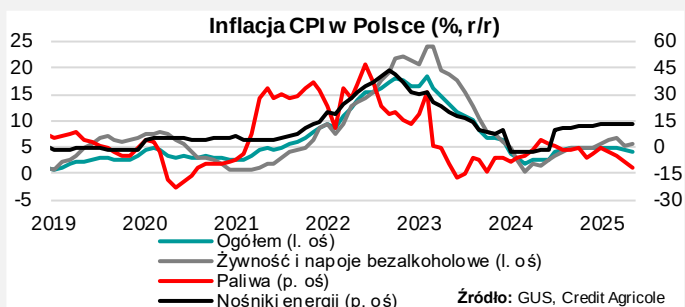
utrzymującą się osłabioną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.

Dzisiaj poznaliśmy istotne dane z Chin. Gorsze od oczekiwań rynku okazały się dane o produkcji przemysłowej (5,8% r/r w maju wobec 6,1% w kwietniu, przy oczekiwaniach równych 6,0%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (3,7% wobec 4,0%, przy oczekiwaniach równych 3,9%). Spowolnienie wzrostu produkcji można łączyć z napięciami handlowymi na linii USA-Chiny. Warto przypomnieć, że eksport z Chin do USA spadł w maju o ponad 30% r/r (por. MAKROmapa z 9.06.2025). Powyżej konsensusu rynkowego ukształtowały się natomiast dane o sprzedaży detalicznej (6,4% wobec 5,1%, przy oczekiwaniach równych 5,0%). Dynamika sprzedaży ukształtowała się tym samym na najwyższym poziomie od grudnia 2023 r. Przyspieszenie wzrostu sprzedaży było po części powiązane z przesunięciem w czasie corocznej akcji promocyjnej organizowanej przez sklepy internetowe. Wskazuje ono jednak również na ożywienie popytu konsumpcyjnego w Chinach, wspierane przez działania rządu. Dane nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą tempo wzrostu PKB w Chinach obniży się w 2025 r. do 4,6% wobec 5,0% w 2024 r. Oczekujemy, że osłabienie koniunktury stanie się bardziej widoczne w II poł. roku, kiedy wygaśnie efekt zwiększonych w oczekiwaniu na wprowadzenie ceł zamówień, i zmaleje oddziaływanie rządowych programów stymulujących popyt.

W zeszłym tygodniu

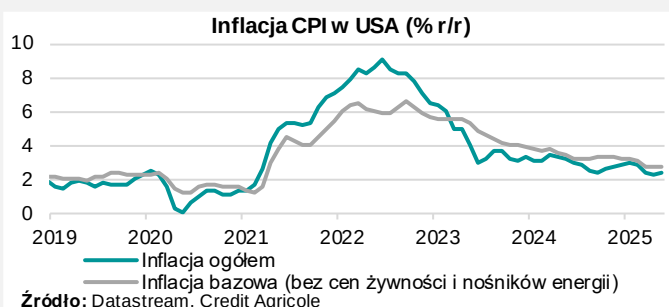
W ubiegłym tygodniu miały miejsce istotne wydarzenia dotyczące globalnej polityki handlowej. Prezydent D. Trump poinformował, że rozmowy handlowe pomiędzy USA a Chinami doprowadziły do niewielkich ustępstw z obu stron. Niemniej, stawki celne pomiędzy państwami pozostają podwyższone, wynosząc odpowiednio 55% na chińskie produkty i 10% na amerykańskie. Ograniczony zakres ustępstw sugeruje, że konflikt handlowy może wydłużać się w czasie, a oba państwa pozostawiają sobie pole do jego reeskalacji. Tym samym, zwiększa się ryzyko przekierowania chińskiego eksportu na rynek UE, w szczególności obejmując branże z sektora produkcji maszyn (m.in. maszyny biurowe, maszyny przemysłowe), branżę motoryzacyjną, oraz branżę produkującą wyroby takie jak odzież, obuwie, meble i artykuły wyposażenia wnętrz, artykuły podróżne czy wyroby tekstylne (por. MAKROmapa z 19.05.2025). Warto również zaznaczyć, że zbliża się koniec okresu negocjacyjnego, w którym cła zostały zawieszone, a ich przywrócenie na poziomie, na którym zostały przedstawione podczas tzw. „Liberation Day”, jest istotnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw dynamiki PKB m.in. państw UE oraz samego USA. W czwartek przypominał o tym prezydent D. Trump, zapowiadając wysłanie w ciągu najbliższych dwóch tygodni listów z jednostronnymi propozycjami nowych stawek celnych. Z kolei w piątek miała miejsce eskalacja konfliktu pomiędzy Izraelem a Iranem. Atak Izraela na Iran wiązał się z istotnymi stratami po stronie Iranu, a co za tym idzie może doprowadzić do poważnej eskalacji napięć i konfliktów zbrojnych na Bliskim Wschodzie. Tym samym można oczekiwać dalszego wzrostu globalnej niepewności oraz wzrostu światowych cen ropy naftowej.

Zgodnie z finalnymi danymi GUS inflacja CPI w Polsce spadła w maju do 4,0% r/r wobec 4,3% w kwietniu, kształtując się lekko poniżej wstępnego szacunku GUS (4,1%). W kierunku spadku inflacji oddziaływała przede wszystkim niższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (-11,4% w maju wobec -8,3%), co było efektem odnotowanego w ostatnim czasie obniżenia światowych cen ropy naftowej wyrażonych w



złoty. Spadek inflacji ogółem wynikał również ze zmniejszenia inflacji bazowej, która według naszych szacunków obniżyła się w maju do 3,2% r/r wobec 3,4% w kwietniu. Miesięczna dynamika cen bazowych ukształtowała się w maju na poziomie ok. -0,1%, czyli zbliżonym do swojego wzorca sezonowego (ok. 0,0% m/m w maju), co sygnalizuje słabnącą presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Warto również zwrócić uwagę, że choć dynamika cen usług (6,0% r/r w maju wobec 6,3% w kwietniu) kształtuje się wyraźnie powyżej dynamiki cen towarów (3,3% wobec 4,5%), to w maju osiągnęła ona najniższy poziom od stycznia 2020 r. Obserwowany w ostatnich miesiącach spadkowy trend dla cen usług stanowi wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą presja inflacyjna w Polsce stopniowo słabnie (por. MAKROpuls z 13.06.2025). Głównym czynnikiem proinflacyjnym nadal pozostaje presja płacowa. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w całym 2025 r. inflacja wyniesie średniorocznie 3,5% wobec 2,7% w 2024 r. (por. MAKROmapa z 9.06.2025). Istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza stanowi eskalacja konfliktów na Bliskim Wschodzie, która może prowadzić do istotnego wzrostu światowych cen ropy, a co za tym idzie istotnie podwyższyć dynamikę cen paliw.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja CPI w USA zwiększyła się w maju do 2,4% r/r wobec 2,3% w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,5%). W kierunku wzrostu inflacji oddziaływało zwiększenie dynamiki cen nośników energii oraz żywności.



Inflacja bazowa nie zmieniła się w kwietniu w porównaniu do kwietnia i trzeci miesiąc z rzędu wyniosła 2,8%. Odsezonowane tempo wzrostu cen bazowych zwiększyło się w kwietniu do 0,2% wobec 0,1% w marcu, co wskazuje na utrzymującą się presję inflacyjną w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w czerwcu do 60,5 pkt. wobec 52,2 pkt. w maju, kształtując się istotnie powyżej oczekiwań rynku (53,5 pkt.) i naszej prognozy (52,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia się jego składowych zarówno dla bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku zmniejszyła się w czerwcu do 5,1% r/r wobec 6,6% w maju, co w połączeniu z indeksem wskazuje, że nastroje amerykańskich konsumentów poprawiły się względem pesymistycznych wyników na przestrzeni kwietnia i maja, a opinia publiczna częściowo przywykła do wysokiej zmienności polityki gospodarczej administracji D. Trumpa. Niemniej, pomimo istotnego wzrostu indeks w dalszym ciągu kształtuje się na niskim poziomie. Podtrzymujemy naszą prognozę kwartalnej ścieżki PKB w USA, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5% wobec -0,2% w I kw. Jednocześnie z uwagi na niższy od oczekiwań odczyt PKB w I kw., nieznacznej rewizji w dół uległ wzrost PKB w całym 2025 r., który naszym zdaniem obniży się do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r.

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zwiększyło się w kwietniu do -374 mln EUR wobec -1419 mln EUR w kwietniu, kształtując się znacznie poniżej oczekiwań rynku (123 mln EUR) i powyżej naszej prognozy (-436 mln EUR). Wzrost salda na rachunku obrotów bieżących wynikał ze zwiększenia salda obrotów towarowych (o 954 mln EUR wyższe niż w marcu), usług (o 19 mln EUR wyższe) i dochodów wtórnych (o 513 mln EUR wyższe), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływało niższe saldo dochodów pierwotnych (o 441 mln EUR). Jednocześnie odnotowano spadek dynamiki eksportu (-2,4% r/r w kwietniu wobec 1,4% w marcu) oraz dynamiki importu (3,5% wobec 9,1%). W danych na uwagę zasługują utrzymujące się dysproporcje między dynamiką importu i eksportu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki eksportu pomiędzy marcem a kwietniem były utrzymujące się pogorszenie

koniunktury w europejskiej branży motoryzacyjnej oraz zaostrzenie się konkurencji na rynkach Unii Europejskiej. Z drugiej strony w kierunku dynamika importu pomimo spadku pozostaje dodatnia, co wskazuje na postępujące ożywienie popytu wewnętrznego w Polsce. Uważamy, że kolejne kwartały mogą przynieść pogłębienie deficytu w obrotach towarowych. Sprzyjać temu będzie prognozowana przez nas kontynuacja ożywienia popytu wewnętrznego w Polsce, wspierana przez wyższą dynamikę inwestycji finansowanych ze środków unijnych (por. MAKROmapa z 13.01.2025), przy niskim wzroście popytu zewnętrznego.

Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURPLN. Naszym zdaniem wyniki drugiej tury wyborów prezydenckich i wynikające z nich wysokie prawdopodobieństwo znaczących napięć na linii rząd-prezydent sygnalizują wzrost ryzyka impasu instytucjonalnego, opóźnień w realizacji reform wymaganych przez Komisję Europejską oraz zwiększenie presji na rozluźnienie polityki fiskalnej (por. MAKROmapa z 26.05.2025). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki uważamy, że do końca br. kurs EURPLN będzie kształtował się blisko swojego obecnego poziomu (4,28). W 2026 r., wraz z ożywieniem wzrostu gospodarczego i spadkiem globalnej awersji do ryzyka oczekujemy umiarkowanego umocnienia złotego z zasięgiem 4,24 na koniec roku. (patrz tabela)

Prognozy dla krajów EŚW-3

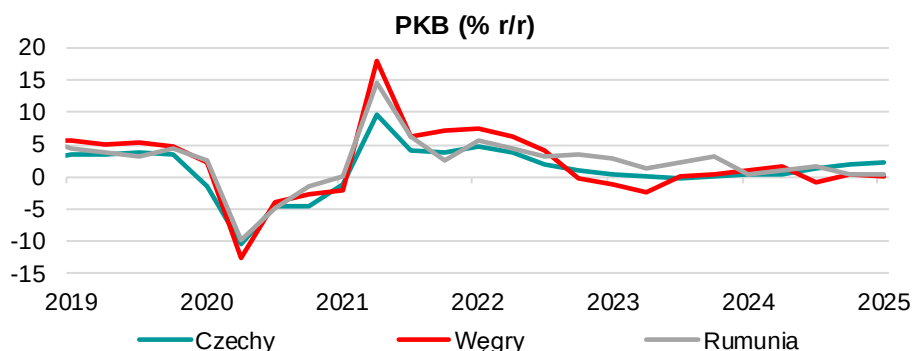
	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Czechy	1,0	2,0	2,1	2,5	2,4	2,2
Węgry	0,5	1,0	2,5	3,7	4,5	3,5
Rumunia	0,8	1,5	2,3	5,6	4,8	3,5

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2025-2026 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW-3): Czech, Węgier i Rumunii.

Czeska gospodarka kontynuowała ożywienie w I kw. 2025 r., a roczna dynamika PKB zwiększyła się do 2,2% r/r wobec 1,8% w IV kw. 2024 r. W kolejnych kwartałach spodziewamy się utrzymania solidnego tempa wzrostu (2,0% w 2025 r. i 2,1% w 2026 r.), wspieranego głównie przez konsumpcję prywatną napędzaną szybkim wzrostem realnych wynagrodzeń oraz spadkiem stopy oszczędności. Dodatkowy impuls zapewni odbicie inwestycji – zarówno prywatnych (w tym rozwijanie produkcji półprzewodników), jak i publicznych, finansowanych ze środków unijnych oraz funduszu odbudowy. W 2025 r. uruchomiono tzw. Czeskie Centrum Półprzewodników, które ma na celu wspieranie rozwoju tej gałęzi przemysłu i współpracę z zagranicznymi inwestorami. Obecnie trudno jednak ocenić jaki będzie wpływ tej inicjatywy na tempo wzrostu gospodarczego w średnim okresie. Eksport netto pozostanie czynnikiem ograniczającym wzrost, głównie z powodu strukturalnych trudności partnerów handlowych (w tym Niemiec) oraz efektów wojen celnych, które nasilają niepewność i zmniejszają aktywność w handlu międzynarodowym. W efekcie silnego popytu krajowego oraz umiarkowanego wzrostu importu, saldo handlu zagranicznego pozostanie ujemne w latach 2025-2026.

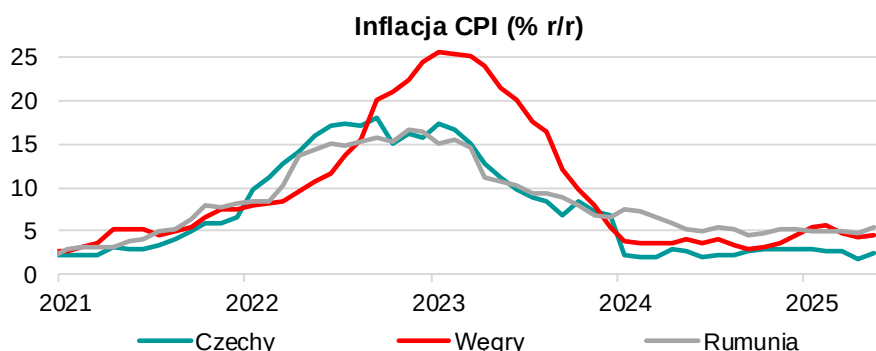
Inflacja w Czechach kontynuowała trend spadkowy, osiągając w kwietniu 2025 r. siedmioletnie minimum na poziomie 1,8% r/r. W kolejnych miesiącach oczekiwany jest przejściowy wzrost CPI w kierunku górnego przedziału dopuszczalnych odchyleń od celu CNB (3%), głównie z powodu wyższych cen żywności oraz kosztów związanych z usługami mieszkaniowymi i transportowymi. Warto zwrócić uwagę na szczególnie silny wzrost ceny usług, wspierany przez rosnące płace oraz wzrost (tzw. „imputowane koszty użytkowania mieszkania”) w warunkach rosnących cen nieruchomości. Inflacja bazowa (2,8% r/r w maju) utrzymuje się powyżej inflacji ogółem (2,4%), a jej dalszy wzrost w krótkim okresie jest naszym zdaniem prawdopodobny. W kierunku wzrostu inflacji bazowej oddziaływać będą najpewniej wspomniane wyżej rosnące ceny czynszów oraz utrzymująca się relatywnie wysoka dynamika zarobków. Uwzględniając zarysowane powyżej tendencje, średnioroczna inflacja powinna ustabilizować się na poziomie 2,4% w 2025 r., a w 2026 r. zbliżyć się do celu CNB (2,2%).



Źródło: Datastream, Credit Agricole

hamowane przez zapaść w inwestycjach, wciąż zamrożone środki unijne, niepewność geopolityczną oraz osłabienie eksportu, szczególnie w sektorze motoryzacyjnym. Ożywienie konsumpcji prywatnej będzie natomiast wspierane przez ulgi podatkowe i wzrost realnych dochodów. W 2026 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu do 2,5% r/r, wspieranego przez odbicie inwestycji, napływ FDI oraz uruchomienie nowych zakładów BYD i BMW, które mogą dodać ok. 0,5 pkt proc. do rocznego tempa wzrostu PKB w latach 2025-2026.

W kontekście perspektyw gospodarczych Węgier kluczowe znaczenie mają środki unijne, które pozostają zamrożone z uwagi na niespełnienie przez rząd wymogów związanych z praworządnością. Do tej pory wypłacono jedynie 919 mln EUR w formie zaliczek w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (odpowiednik KPO), co stanowi zaledwie 8,8% dostępnej puli i plasuje Węgry na przedostatnim miejscu w UE pod względem absorpcji środków w tym zakresie. W ostatnich miesiącach sytuacja polityczna dodatkowo pogorszyła perspektywy odblokowania funduszy – rząd kontynuuje działania uznawane za niezgodne z wartościami UE, w tym ograniczanie działalności organizacji pozarządowych i niezależnych mediów. W reakcji na nowe projekty ustaw dotyczących przejrzystości i ingerencji w system sądowniczy, grupa europosłów wezwała Komisję Europejską do całkowitego wstrzymania wypłat dla Węgier. W kontekście nadchodzących wyborów parlamentarnych zaplanowanych na kwiecień 2026 r., należy zakładać utrzymanie blokady funduszy co najmniej do czasu rozstrzygnięcia głosowania. Zakładamy, że w przypadku zwycięstwa opozycyjnego ruchu Tisza, który od początku 2025 r. utrzymuje trwałą przewagę sondażową nad rządzącym Fidesem, możliwe będzie częściowe odmrożenie środków – podobnie jak miało to miejsce w Polsce po zmianie rządu. Do tego czasu jednak prawdopodobieństwo utrzymywania się napięć na linii Węgry-UE pozostaje wysokie.



Źródło: Datastream, Credit Agricole

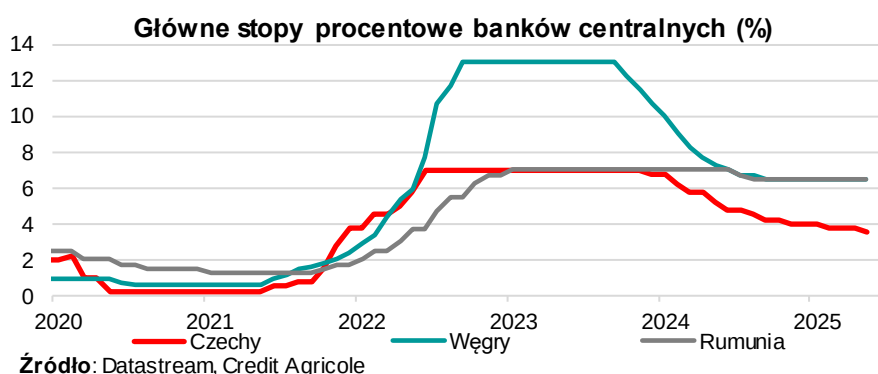
W maju 2025 r. inflacja na Węgrzech wyniosła 4,4% r/r wobec 4,2% w kwietniu potwierdzając utrzymującą się wysoką presję inflacyjną. Inflacja bazowa, spadła nieznacznie do 4,8% r/r w maju wobec 5,0% w kwietniu, pozostając istotnie powyżej celu inflacyjnego banku centralnego (3,0%). W strukturze inflacji głównym komponentem o działaniu dezinflacyjnym pozostają usługi

objęte tzw. „dobrowolnymi obniżkami cen” w sektorze finansowym i telekomunikacyjnym. Choć nie wprowadzono formalnych regulacji ustawowych, w odpowiedzi na rządową presję telekomunikacji zrezygnowały z indeksowania swoich taryf inflacją i zamroziły opłaty na obecnym poziomie co najmniej do lipca 2026 r. Z kolei banki detaliczne wstrzymały wzrost opłat za usługi finansowe, utrzymując je na poziomach z początku 2025 r., a w niektórych przypadkach oferując klientom rekompensaty za wcześniejsze podwyżki. Rząd węgierski ogłosił również, że obowiązujący od połowy marca limit marży na

30 podstawowych produktów spożywczych zostaje przedłużony do końca sierpnia 2025 r. – mimo pierwotnej zapowiedzi zakończenia tej interwencji pod koniec maja. Uważamy, że choć takie działania mogą krótkoterminowo ograniczyć inflację, ich przedłużenie zwiększa ryzyko opóźnionej korekty cen po wygaśnięciu regulacji. Prognozujemy, że inflacja wyniesie średniorocznie 4,5% w 2025 r. i spadnie do 3,5% w 2026 r.,

Wzrost gospodarczy Rumunii spowolnił do 0,2% r/r w I kw. z 0,5% w IV kw. 2004 r. i ukształtował się znacząco poniżej oczekiwań rynkowych (1,2% r/r). W II poł. roku impulsem dla wzrostu będą dalsze inwestycje współfinansowane ze środków UE oraz oczekiwane ożywienie w eksporcie w związku z członkostwem w strefie Schengen. Niepewność w zakresie kształtu polityki fiskalnej (potrzeba dalszej konsolidacji fiskalnej, której szczegóły wciąż nie są znane), możliwe opóźnia w realizacji projektów unijnych oraz wciąż podwyższona niestabilności w otoczeniu zewnętrznym (handel światowy, sytuacja geopolityczna) stanowią czynniki ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Prognozujemy, że w 2025 r. dynamika PKB wyniesie 1,5%, a w 2026 r. przyspieszy do 2,3%.

Presja inflacyjna w Rumunii utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Inflacja wyniosła średnio 5,0% w okresie styczeń-maj br. Pomimo tego, przewidujemy stopniowy spadek inflacji – do 4,8% średniorocznie w 2025 r. i 3,5% w 2026 r. Proces ten będzie wspierany przez słabnącą dynamikę cen energii oraz stabilizację cen żywności. Jednocześnie, utrzymująca się presja płacowa, szczególnie w sektorze usług, może opóźniać dezinflację. Nasza prognoza charakteryzuje się podwyższoną niepewnością m.in. z powodu oczekiwanego zniesienia limitów cen energii w połowie 2025 r. oraz możliwych podwyżek cen administracyjnych i podatków pośrednich.



Nie zmieniliśmy naszych scenariuszy polityki pieniężnej na Węgrzech i Czechach. Prognozowany przez nas kurs EURHUF również nie uległ zmianom, podczas gdy prognoza kursu EURCZK została tylko nieznacznie obniżona z uwagi na niższy punkt startowy (por. tabela). Jastrzębia retoryka przedstawicieli Narodowego Banku Węgier (MNB) sygnalizuje wysokie

prawdopodobieństwo utrzymywania się niezmiennych stóp procentowych w najbliższych miesiącach. MNB koncentruje się na utrzymaniu dodatnich realnych stóp procentowych i stabilności rynków finansowych, podkreślając, że „walka z inflacją jeszcze się nie zakończyła” oraz że nadal widoczne są „sygnały ostrzegawcze” w inflacji krajowej. W ocenie MNB „utrzymanie restrykcyjnych warunków monetarnych jest uzasadnione”, a prowadzenie polityki w sposób „ostrożny i cierpliwy” pozostaje kluczowe w obliczu niepewności geopolitycznej i napięć handlowych. Uważamy, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej zostanie wznowiony w III kw. br. Dostrzegamy jednak ryzyko, że te obniżki zmaterializują się później niż obecnie oczekujemy. Z kolei w Czechach spodziewamy się dalszego spadku stóp procentowych w II poł. br., po którym od IV kw. br. nastąpi ich stabilizacja – co będzie spójne z inflacją utrzymującą się blisko celu i oceną CNB, że ryzyko związane z nadmiernym popytem krajowym stopniowo maleje. Przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej wspierają także m.in. spadek dynamiki płac realnych, silna aprecjacja korony w I poł. roku oraz słaba koniunktura w czeskim przemyśle i strefie euro. Jednocześnie, zgodnie z wypowiedziami członków zarządu CNB, dalsze obniżki będą przebiegać ostrożnie, a bank centralny może przejść w tryb „wait-and-see”, jeśli inflacja zatrzyma się nieco powyżej celu lub pojawią się nowe impulsy proinflacyjne.

Na posiedzeniu w maju Narodowy Bank Rumunii (NBR) zdecydował się pozostawić główną stopę procentową bez zmian na poziomie 6,50%, kontynuując strategię „wait and see”. Decyzja ta była zgodna z oczekiwaniami rynku, choć część członków Rady wyraziła rosnące obawy o wpływ wysokich stóp na aktywność gospodarczą. Utrzymanie niezmiennego poziomu stóp odzwierciedla ostrożność NBR w kontekście niepewności w zakresie sytuacji politycznej, napięć na rynku walutowym i istotnych nierównowag makroekonomicznych (tzw. deficyty bliźniacze). Po zwycięstwie w majowych wyborach prezydenckich, centrowy kandydat N. Dan zapowiedział cięcia budżetowe i reformy fiskalne, zmierzając do ograniczenia deficytu bez podwyżek podatków. Spodziewamy się, że negocjowany obecnie pakiet (prawdopodobnie zakładający cięcia wydatków publicznych, restrukturyzację instytucji publicznych i przesunięcia inwestycji publicznych na 2026 r.) zostanie zatwierdzony jeszcze przed końcem czerwca – co umożliwi uniknięcie dalszego pogorszenia ratingu i zapewni częściowe odblokowanie środków UE. Jednak bez konsensusu parlamentu i w obliczu silnej presji politycznej, zarówno konsolidacja wydatków, jak i przestrzeń na ewentualne reformy podatkowe pozostają obarczone znacznym ryzykiem. Uwzględniając powyższe czynniki przesunęliśmy początek cyklu luzowania na początek 2026 r., zamiast w III kwartale 2025 r., jak wcześniej zakładaliśmy. Uważamy, że NBR będzie nadal kontynuował interwencje na rynku walutowym, co pozwoli na stabilizację kursu EURRON blisko obecnych poziomów.

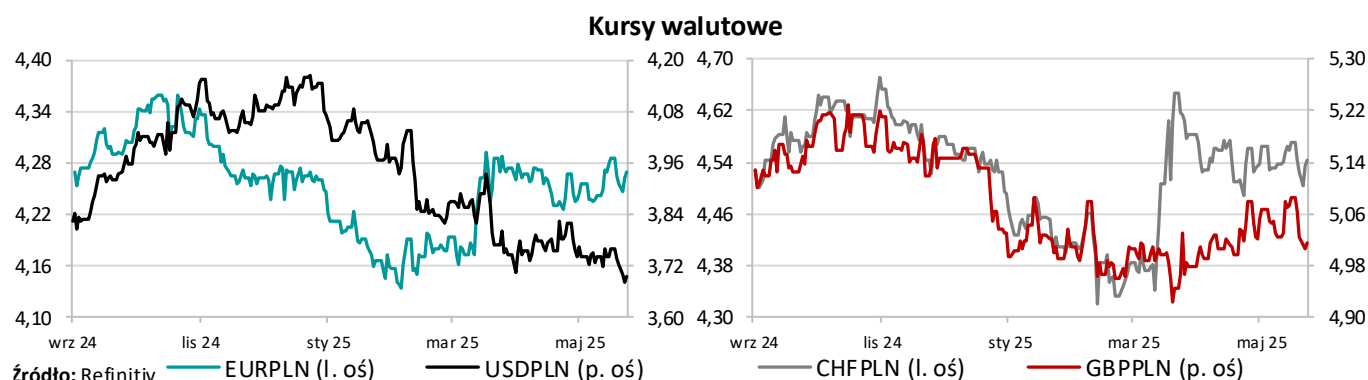
	Stopy referencyjne banków centralnych (%)								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
Czechy	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Węgry	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	4,75	4,50
Rumunia	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25

	Kursy walutowe								
	gru 24	mar 25	cze 25	wrz 25	gru 25	mar 26	cze 26	wrz 26	gru 26
EURCZK	25,2	24,9	24,8	24,6	24,4	24,2	24,1	24,0	23,9
EURHUF	411	401	403	395	385	380	370	368	365
EURRON	4,97	4,98	5,05	5,10	5,10	5,10	5,10	5,10	5,10

Źródło: Datastream, Credit Agricole

Istotnym czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach regionu są również zmiany w polityce celnej USA. Bezpośrednie relacje handlowe gospodarek regionu z USA są jednak stosunkowo niewielkie, co oznacza, że potencjalne wprowadzenie nowych tariff przez USA będzie miało ograniczony bezpośredni wpływ na gospodarkę regionu. Z kolei pośrednie skutki ceł (poprzez zmniejszony popyt ze strony strefy euro) nie powinny również zakłócić spodziewanego przez nas ożywienia gospodarczego w regionie z uwagi na oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu PKB w obszarze wspólnej waluty, jak również ograniczony wpływ spadku popytu ze strony USA na aktywność w przetwórstwie krajów EŚW-3. Dotyczy to zarówno efektów bezpośrednich, jak i efektów pośrednich wynikających z przepływów międzygałęziowych pomiędzy państwami Unii Europejskiej (por. MAKROMapa z 9.12.2024). Podsumowując, nasilenie tendencji protekcyjnych ze strony USA będzie miało niewielki wpływ na perspektywę wzrostu gospodarczego w krajach regionu.

Wzrost awersji do ryzyka negatywny dla kursu złotego

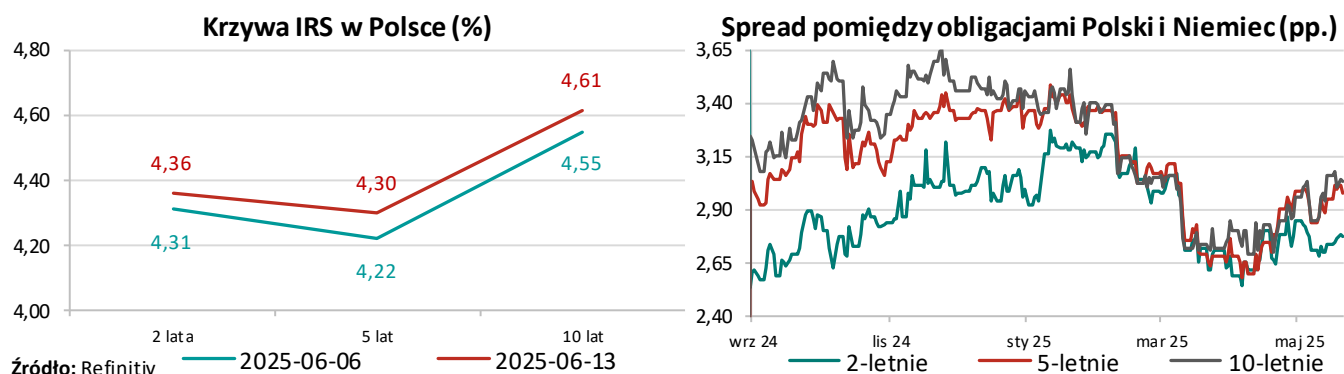


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2687 (umocnienie złotego 0,4%). Na początku tygodnia złoty umacniał się wraz z innymi walutami regionu. Jego aprecjacji względem euro sprzyjało również przyjęte przez Sejm wotum zaufania dla rządu. W drugiej części tygodnia oberwaliśmy osłabienie złotego powiązane ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka (patrz poniżej).

W kierunku osłabienia dolara oddziaływały niższe od oczekiwań dane o inflacji CPI oraz zapowiedź prezydenta D. Trumpa, według której w ciągu najbliższych dwóch tygodni do partnerów handlowych USA wysłane zostaną nowe jednostronne propozycje taryf celnych. W piątek można było zaobserwować podwyższoną zmienność wywołaną doniesieniami o izraelskim ataku lotniczym na Iran.

W tym tygodniu należy oczekiwać istotnie podwyższonej zmienności na rynkach walutowych, co wiązać się będzie zarówno ze środowym posiedzeniem Fed, jak i z dynamiczną sytuacją w globalnej polityce. Istotnym ryzykiem pozostaje eskalacja konfliktu między Izraelem a Iranem, w tym możliwość zablokowania cieśniny Ormuz. W ostatnich dniach przedstawiciele irańskich władz wojskowych potwierdzili, że taki scenariusz jest poważnie rozważany w odpowiedzi na izraelskie ataki. Taki rozwój wydarzeń zostałby najprawdopodobniej potraktowany przez rynki jako silny szok podaży, negatywny dla globalnego wzrostu gospodarczego i wzmacniający nastroje „risk-off”. Ryzykiem pozostaje także potencjalna eskalacja konfliktu handlowego na linii USA-Chiny i USA-UE, choć w obecnym układzie geopolitycznym będzie ona wyraźnie pozostawać w cieniu wydarzeń na Bliskim Wschodzie. Innymi słowy, w najbliższych dniach nastroje na rynkach będą w mniejszym stopniu kształtowane przez zmienne oczekiwania inwestorów dotyczące poziomu ceł (zgodnie z przywoływaną w komentarzach rynkowych zasadą TACO - „Trump always chickens out”), w większym zaś przez wahania globalnej awersji do ryzyka w odpowiedzi na ewolucję wojny pomiędzy Izraelem i Iranem (RORO - „risk-on, risk-off”).

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynków



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,36 (wzrost o 5pb), 5-letnie do 4,30 (wzrost o 8pb), a 10-letnie do 4,61 (wzrost o 6pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS nieznacznie wzrosły, zmieniając się w ślad za rynkami bazowymi. Publikacje danych makroekonomicznych nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W nadchodzącym tygodniu podwyższonej zmienności rentowności będzie sprzyjać środowe posiedzenie FOMC. Dodatkowym czynnikiem wspierającym zmienność będzie dalszy rozwój sytuacji geopolitycznej, w szczególności wojna pomiędzy Izraelem i Iranem oraz ryzyko zablokowania cieśniny Ormuz. Materializacja takiego ryzyka stanowiłaby krótkoterminowy szok inflacyjny, działający w kierunku wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej dochodowości. Jednocześnie nasilenie awersji do ryzyka (patrz powyżej) będzie czynnikiem wspierającym tą tendencję.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym													
Wskaźnik	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25
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
Kurs EURPLN*	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24
Kurs USDPLN*	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74
Kurs CHFPLN*	4,36	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54
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	4,0
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,2
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,6	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,2	3,0
Inflacja PPI (r/r, %)	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,4	-1,4
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,4	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,1
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	9,0
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,1
Saldo ROB (mln EUR)	-468	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419	-374	
Eksport (r/r, % EUR)	-5,3	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4	1,4	-2,4	
Import (r/r, % EUR)	1,4	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,5	9,1	3,5	

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	2,9	3,1	3,2	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,1	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	2,1	2,0	1,8	2,4	2,8	3,1	3,3	3,1	2,1	2,9
Inwestycje (% r/r)	6,3	7,0	8,8	7,3	8,5	8,1	7,3	6,5	-2,2	7,4	7,4
Eksport (ceny stałe, % r/r)	1,1	2,9	3,4	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,0	5,5
Import (ceny stałe, % r/r)	3,5	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	4,1	4,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	1,2	1,2	0,9	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,2
	Inwestycje (pp.)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,7	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,9	4,9	5,2	4,8	4,8	4,8	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,3	7,1	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,0	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,2	2,6	2,5	2,2	2,7	3,0	3,0	3,6	3,5	2,7
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	4,85	4,85	4,85	4,35	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,75	4,25	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**	4,19	4,28	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,74	3,79	3,75	3,78	3,80	3,83	3,85	4,13	3,75	3,85

* wartość średniokwartalna

** wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 16.06.2025 r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	5,1	5,0	
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	4,0	3,9	
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	6,1	5,9	
11:00	Strefa euro	Wynagrodzenia (% r/r)	I kw.	4,1		
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Maj	3,4	3,2	3,2
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	-9,2	-5,5	
Wtorek 17.06.2025 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Czerwiec	25,2	35,0	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,1	-0,5	-0,7
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Maj	77,7	77,7	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,0	0,1	0,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Kwiecień	0,1	0,0	
Środa 18.06.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Kwiecień	50,9		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Maj	1,9	1,9	1,9
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Maj	1422	1435	1430
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Maj	1361	1380	1360
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Czerwiec	4,50	4,50	4,50
Czwartek 19.06.2025 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	II kw.	0,25		
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Czerwiec	4,25	4,25	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	248		
Piątek 20.06.2025 r.						
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Czerwiec	-4,0	-1,0	
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Czerwiec	-15,2	-14,5	

* 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 Refinitiv



Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krystian JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822

krystian.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: aarutyunyan@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.