

W tym tygodniu



W tym tygodniu poznamy ważne dane z chińskiej gospodarki.

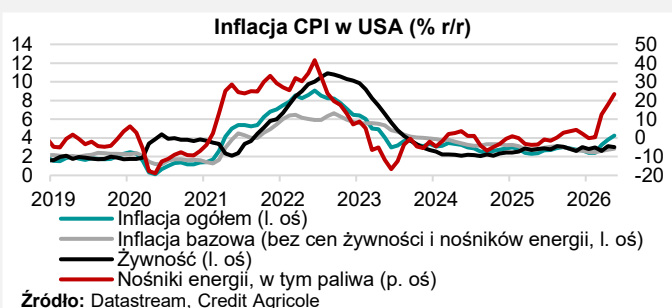
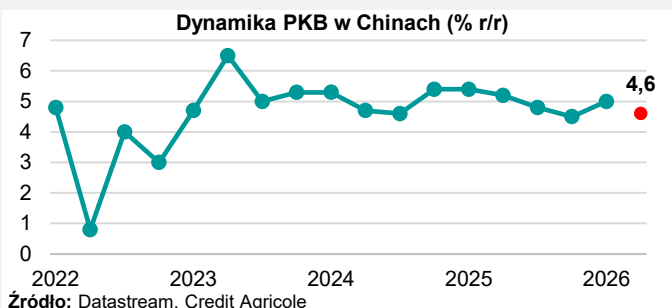
Oczekujemy, że wzrost PKB obniżył się w II kw. do 4,6% r/r wobec 5,0% w I kw., co wskazywałoby na wyraźne osłabienie tempa wzrostu po mocnym początku roku. Struktura danych powinna potwierdzić utrzymującą się

rozbieżność między relatywnie solidnym sektorem eksportowym i branżami związanymi z wysokimi technologiami a słabym popytem krajowym. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się w czerwcu do 4,2% r/r z 4,5% w maju, a sprzedaż detaliczna zwiększyła się naszym zdaniem o 0,5% r/r wobec spadku o 0,6% w maju, głównie dzięki korzystnym efektom bazy. Jednocześnie oczekujemy pogłębienia spadku inwestycji do 5,2% r/r w czerwcu wobec 4,1% w maju, co odzwierciedla ogólną słabość aktywności inwestycyjnej poza wybranymi obszarami, takimi jak sztuczna inteligencja, infrastruktura transportowa i część sektorów wysokich technologii. We wtorek opublikowane zostaną również dane o handlu zagranicznym Chin za czerwiec. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu eksportu do 22,0% r/r w czerwcu z 19,4% w maju oraz utrzymania wysokiej dynamiki importu na poziomie 26,0% r/r wobec 27,4%, co przełożyłoby się na zwiększenie nadwyżki handlowej do 131,6 mld USD w czerwcu z 105,4 mld USD w maju.



We wtorek opublikowane zostaną dane o inflacji CPI w USA za czerwiec, która obniżyła się naszym zdaniem do 3,8% r/r z 4,3% w maju, co wynikało przede wszystkim z korekty cen energii po wcześniejszym silnym wzroście związanym z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie inflacja

bazowa pozostanie naszym zdaniem relatywnie uporczywa – oczekujemy wzrostu cen bazowych o 0,3% m/m oraz lekkiego zwiększenia ich rocznej dynamiki do 2,9% r/r z 2,8% w maju. Dotychczasowe dane nie potwierdzają wystąpienia wyraźnych wtórnych efektów szoku energetycznego, poza pojedynczymi kategoriami, takimi jak ceny biletów lotniczych, jednak utrzymująca się podwyższona inflacja bazowa nadal ogranicza przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed. Spadek inflacji ogółem do 3,8% r/r oznaczałby, zgodnie z naszą prognozą, że jej lokalne maksimum zostało osiągnięte w maju, a w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie kształtowała się w długotrwałym trendzie spadkowym. Materializacja takiego scenariusza ograniczałaby rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp Fed, wspierając kurs złotego i oddziałując w kierunku spadku rentowności polskich obligacji. W tym kontekście ważne będzie również półroczne wystąpienie prezesa Fed K. Warsha przed Kongresem we wtorek i środę. Uważamy, że w świetle jego wypowiedzi na sympozjum w Sintrze, sygnalizujących osłabienie czynników ryzyka dla inflacji, ale jednocześnie podtrzymujących determinację Fed do sprowadzenia inflacji do celu oraz odejście od klasycznego *forward guidance* na rzecz silniejszego uzależnienia decyzji od napływających danych (por. MAKROmapa z 6.07.2026), a także publikacji *Minutes* w ubiegłym tygodniu (patrz poniżej), wystąpienie to nie dostarczy nowych informacji w kontekście perspektyw polityki pieniężnej w USA.

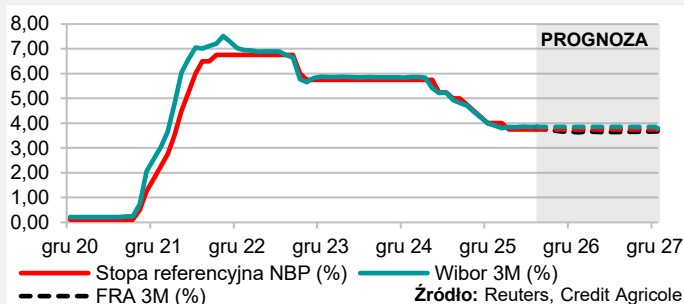


W środę opublikowane zostaną finalne dane o inflacji CPI w Polsce za czerwiec. Oczekujemy, że potwierdzą one wstępny szacunek GUS, zgodnie z którym inflacja obniżyła się do 2,5% r/r wobec 3,1% w maju. Spadek inflacji wynikał przede wszystkim z niższych cen żywności i paliw. Według naszych szacunków inflacja bazowa obniżyła się w czerwcu do ok. 3,0% r/r wobec 3,1% w maju, co potwierdza ograniczoną presję inflacyjną i brak wyraźnych efektów drugiej rundy.

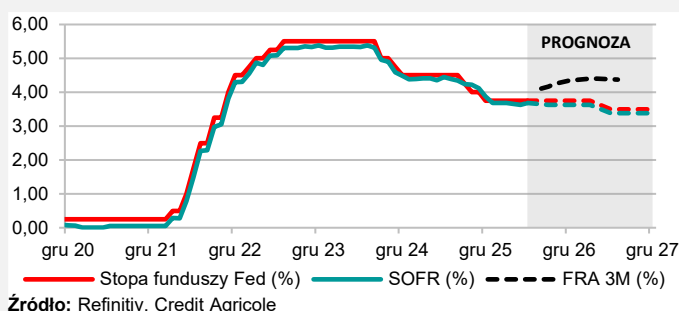
W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku, utrzymała stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,75% (por. MAKROpuls z 8.07.2026).

Znacznie ważniejsza od samej decyzji była czwartkowa konferencja prezesa NBP, której wydźwięk okazał się łagodniejszy od oczekiwań. A. Glapiński określił członków RPP jako „ostrożnych gołębi” i zasugerował, że jeżeli sytuacja globalna pozostanie stabilna, po wakacyjnej przerwie może on złożyć wniosek o jednorazową obniżkę stóp o 25 pb, co doprowadziło do osłabienia złotego (patrz poniżej). Oczekiwanie łagodzenie ostudziły częściowo późniejsze wypowiedzi członków RPP. H. Wnorowski stwierdził, że obecnie miałby „olbrzymi kłopot” z poparciem wniosku o obniżkę i słabo ocenił możliwość luzowania polityki pieniężnej w 2026 r., natomiast L. Kotecki uznał, że jest za wcześnie na deklarowanie poparcia lub sprzeciwu, wskazując jednocześnie, że przestrzeń do ostrożnej obniżki mogłaby się pojawić, gdyby inflacja we wrześniu ukształtowała się poniżej ścieżki z lipcowej projekcji. Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe NBP zostaną obniżone nie wcześniej niż w 2028 r. Dostrzegamy jednak ryzyko, że prognozowana przez nas inflacja, która w lipcu i sierpniu będzie kształtowała się blisko celu NBP, może skłonić RPP do jednorazowej obniżki stóp już we wrześniu br.



Opublikowany w ubiegłym tygodniu protokół z czerwcowego posiedzenia FOMC miał lekko jastrzębi wydźwięk. Kilku członków Fed oceniało, że istniały argumenty za podwyżką stóp procentowych już na czerwcowym posiedzeniu, choć ostatecznie wszyscy poparli

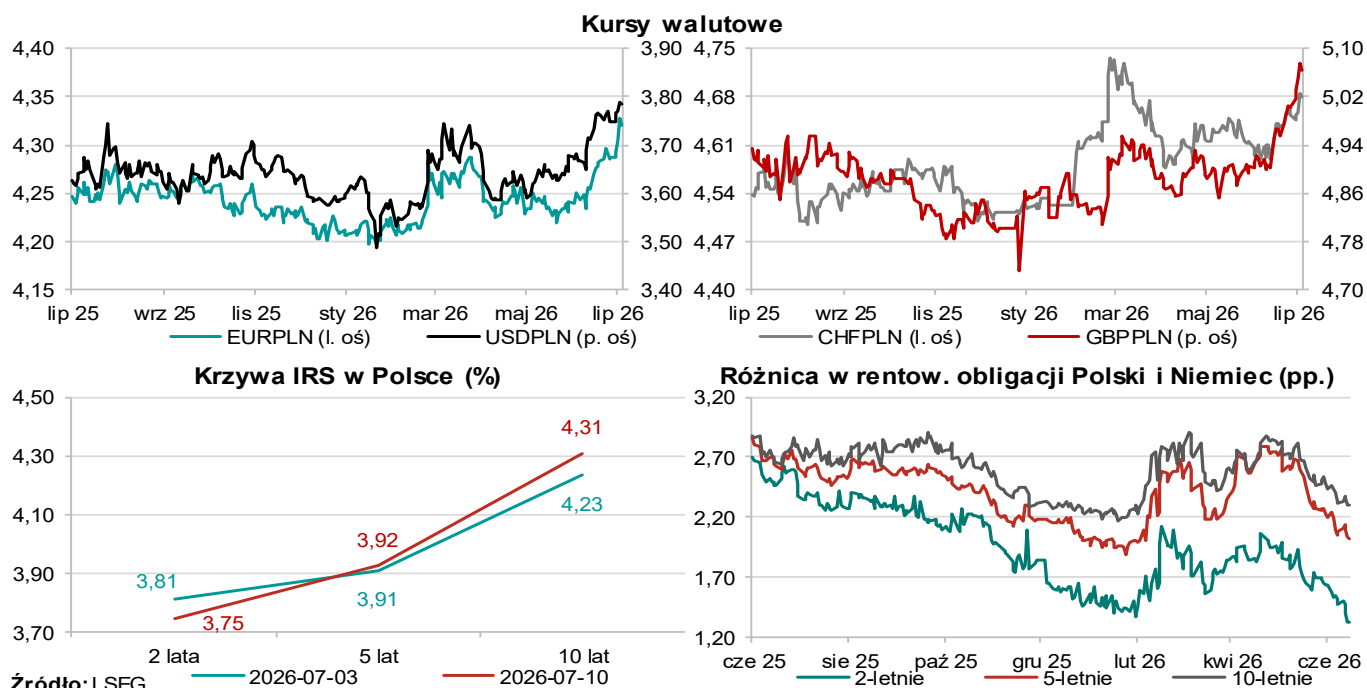


ich utrzymanie bez zmian. Uczestnicy posiedzenia wskazywali, że ryzyko w górę dla kształtowania się inflacji pozostaje nasilone, podczas gdy ryzyko dla sytuacji na rynku pracy nieco zmalało. W scenariuszu utrzymywania się wysokiej inflacji, wspieranej przez podwyższone ceny energii, cła oraz silny popyt związany z rozwojem sztucznej inteligencji, większość członków uznawała, że konieczne może być dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Jednocześnie w przypadku stopniowego spadku inflacji większość dopuszczała utrzymanie stóp bez zmian lub ich późniejsze obniżenie. Opublikowane wcześniej projekcje stóp procentowych wskazywały już na silne podziały w FOMC, dlatego najważniejszą nową informacją z protokołu było potwierdzenie, że część członków rozważała podwyżkę już w czerwcu. Mimo jastrzębiego wydźwięku *Minutes*

słabsze od oczekiwań czerwcowe dane z rynku pracy (por. MAKROmapa z 6.07.2026) wspierają nasz scenariusz stabilizacji stóp procentowych FOMC w najbliższych kwartałach.

Majowe dane z niemieckiej gospodarki miały umiarkowanie pozytywny wydźwięk. Zamówienia w przetwórstwie zwiększyły się o 1,9% m/m wobec spadku o 3,2% w kwietniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (1,5%). Wzrost wynikał jednak w dużej mierze z dużych kontraktów w produkcji pozostałego sprzętu transportowego, obejmującego m.in. samoloty, statki, pociągi i pojazdy wojskowe; po wyłączeniu dużych zamówień ich wartość wzrosła o 1,0% m/m. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 0,9% m/m wobec wzrostu o 0,2% w kwietniu, również wyraźnie powyżej oczekiwań (0,2%), do czego przyczyniło się przede wszystkim zwiększenie produkcji samochodów oraz aktywności w budownictwie. W ujęciu rocznym produkcja pozostała jednak bez zmian, co wskazuje, że ożywienie w niemieckim przemyśle nadal jest umiarkowane. Jednocześnie nadwyżka w handlu zagranicznym wzrosła do 19,1 mld EUR w maju z 14,7 mld EUR w kwietniu – eksport zwiększył się o 0,9% m/m wobec 0,8%, natomiast import obniżył się o 2,5% po wzroście o 1,1%.

Gołębi zwrot prezesa NBP osłabił złotego



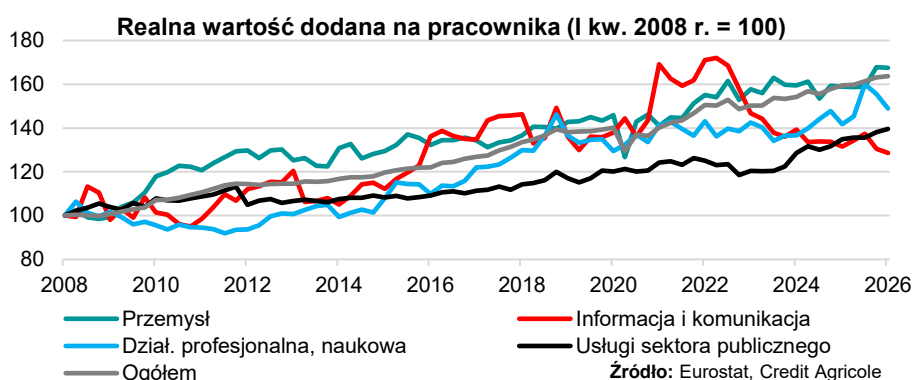
W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych pozostawała zmienna, a głównymi czynnikami kształtującymi notowania były ponowna eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz posiedzenie RPP. Początek tygodnia był spokojny, a EURPLN utrzymywał się blisko 4,29, jednak we wtorek i środę wzrost cen ropy oraz spadek globalnego apetytu na ryzyko doprowadziły do osłabienia złotego w okolice 4,31 za euro oraz wzrostu rentowności obligacji i stawek IRS. Decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych na poziomie 3,75% nie wywołała trwałej reakcji, a dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost rentowności na rynkach bazowych był jastrzębi wydźwięk *Minutes* z posiedzenia FOMC. Zwrot nastąpił w czwartek po gołębiej konferencji A. Głapińskiego, który dopuścił możliwość obniżki stóp po wakacjach – EURPLN wzrósł w okolice 4,33, natomiast rentowności krajowych obligacji i stawki IRS wyraźnie spadły, szczególnie na krótkim końcu krzywej. W piątek obraz rynku nie zmienił się istotnie: złoty pozostał słaby,

ropa Brent stabilizowała się w pobliżu 76 USD za baryłkę, a na krajowym rynku długu nie doszło do wyraźnego odwrócenia wcześniejszego spadku rentowności.

W tym tygodniu głównym czynnikiem kształtującym sytuację na rynkach finansowych będą wtorkowe dane o inflacji CPI w USA oraz półroczne wystąpienia K. Warsha przed Kongresem. Ważne będą również dane z Chin, które naszym zdaniem potwierdzą spowolnienie wzrostu gospodarczego i słabość popytu krajowego, natomiast finalny odczyt inflacji CPI w Polsce powinien być neutralny dla rynku.



W poszukiwaniu rezerw wzrostu wydajności w Polsce



W ostatnich kilkunastu latach polska gospodarka nadal nadrobiła dystans produktywności wobec krajów rozwiniętych, choć mechanizm tego doganiania stał się bardziej złożony niż w pierwszych dekadach transformacji. Wówczas podstawowy mechanizm był relatywnie prosty: modernizacja przemysłu, napływ bezpośrednich

inwestycji zagranicznych, integracja z europejskimi łańcuchami dostaw oraz relatywnie niskie koszty pracy umożliwiały szybki wzrost produkcji na pracownika. Obecnie ten mechanizm nadal działa, ale coraz większe znaczenie mają inne czynniki: skala działania, organizacja procesów, cyfryzacja, logistyka, jakość kapitału ludzkiego oraz zdolność firm do wykorzystywania danych i nowych technologii w tym sztucznej inteligencji. W poniższej analizie przyglądamy się zmianom produktywności w poszczególnych sektorach polskiej gospodarki, aby ocenić, które z nich w największym stopniu wspierały dotychczas proces doganiania krajów rozwiniętych oraz gdzie znajdują się rezerwy dalszego wzrostu, w tym związane z upowszechnianiem sztucznej inteligencji.

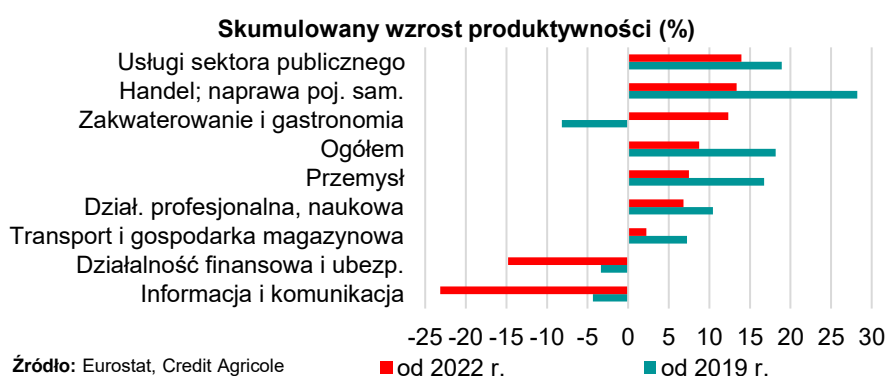
Punktem wyjścia naszej analizy są kwartalne, wyrównane sezonowo indeksy produktywności pracy (tj. iloraz wartości dodanej i zatrudnienia wg BAEL) w wybranych sekcjach PKD w okresie od I kw. 2008 r. do I kw. 2026 r. Analizę rozpoczynamy w 2008 r., ponieważ dla wcześniejszych lat nie są dostępne porównywalne i spójne metodycznie dane BAEL dotyczące zatrudnienia. Należy jednak zachować ostrożność przy interpretacji tych danych. Analizowany wskaźnik produktywności jest uzależniony od sposobu i precyzji pomiaru realnej wartości dodanej. Ma to szczególne znaczenie usługach publicznych, edukacji i zdrowiu, gdzie mierzenie realnego wolumenu produkcji jest szczególnie trudne. Z kolei w przypadku obsługi rynku nieruchomości produktywność jest silnie powiązana z cyklem na rynku mieszkaniowym, wzrostem cen mieszkań oraz relatywnie niskim zatrudnieniem.



Od średniej z 2008 r. do I kw. 2026 r. produktywność w całej gospodarce wzrosła o ok. 64%. Zbliżony wynik odnotowano w handlu, gdzie produktywność zwiększyła się również o ok. 64%. Jeszcze silniejszy wzrost widoczny był w przemyśle, gdzie produktywność wzrosła o ok. 68%. Relatywnie dobre wyniki osiągnęły

także usługi profesjonalne i administracyjne oraz transport, gdzie produktywność zwiększyła się odpowiednio o ok. 46% i 43%. Wyraźnie słabiej prezentowały się natomiast usługi publiczne, edukacja i zdrowie, finanse, zakwaterowanie i gastronomia oraz informacja i komunikacja.

Taka struktura wzrostu produktywności wskazuje, że w analizowanym okresie tradycyjny model konwergencji polskiej gospodarki nie został wyczerpany, choć jego źródła stopniowo się zmieniały. Przemysł pozostawał jednym z głównych motorów poprawy efektywności, przy czym coraz mniejsze znaczenie miała prosta przewaga kosztowa, a coraz większe — automatyzacja, cyfryzacja procesów, poprawa efektywności energetycznej i jakości produkcji oraz przesuwanie się firm w stronę bardziej zaawansowanych etapów łańcucha wartości. Wzrost produktywności w przemyśle wspierał zatem proces doganiania krajów rozwiniętych, opierając się w większym stopniu niż wcześniej na modernizacji technologicznej i organizacyjnej.



Obraz dla okresu po pandemii jest bardziej zróżnicowany niż ten dla długiego okresu. Od średniej z 2019 r., a więc ostatniego pełnego roku przed pandemią, do I kw. 2026 r. produktywność w całej gospodarce wzrosła o ok. 18%. Najsilniejszy wzrost odnotowano w handlu, gdzie produktywność zwiększyła się o ok. 28%, co potwierdza znaczenie skali, cyfryzacji, e-commerce i zmian

organizacyjnych w tym sektorze. Relatywnie dobre wyniki osiągnęły również administracja publiczna, edukacja, ochrona zdrowia i pomoc społeczna oraz przemysł, gdzie produktywność wzrosła odpowiednio o ok. 19% i 17%, choć w przypadku pierwszej z tych grup należy zachować dużą ostrożność interpretacyjną ze względu na trudności w pomiarze realnej wartości dodanej w sektorach nierynkowych. Słabiej prezentowały się natomiast transport i gospodarka magazynowa oraz działalność profesjonalna, naukowa i techniczna wraz z usługami administrowania i działalnością wspierającą, gdzie wzrost produktywności był wyraźnie niższy niż w całej gospodarce. Zakwaterowanie i gastronomia pozostawały nadal poniżej poziomu z 2019 r., co wskazuje, że mimo odbudowy po pandemicznym załamaniu sektor nadal nie odrobił jeszcze strat w ujęciu produktywności.

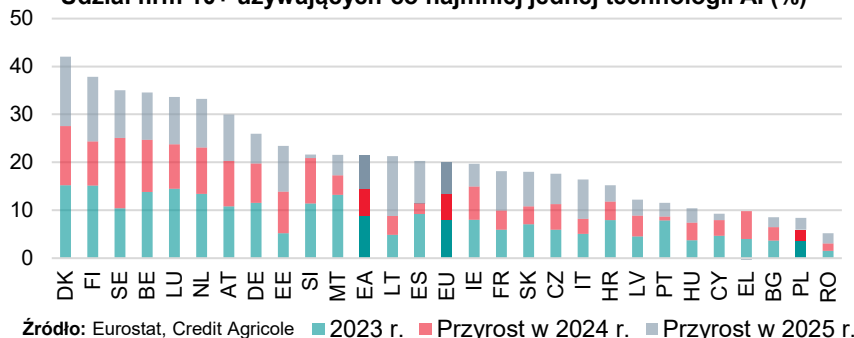
W transporcie i gospodarce magazynowej długookresowy wzrost produktywności był solidny, co jest spójne z rosnącą rolą Polski w europejskiej logistyce, rozwojem magazynów i przewozów międzynarodowych. Po 2022 r. produktywność w tym sektorze pozostawała jednak zasadniczo stabilna. Rosnące koszty paliw, energii i pracy oraz niedobory pracowników zwiększały wprawdzie presję na poprawę efektywności, lecz jej wzrost był ograniczany przez słabszy popyt ze strony europejskiego przemysłu oraz wysokie koszty finansowania, które utrudniały inwestycje w modernizację i automatyzację. Z kolei zakwaterowanie i gastronomia pozostają przykładem działalności silnie pracochłonnej i lokalnej. Widoczne w ostatnich latach odbicie produktywności miało przede wszystkim charakter popandemiczny.

Szczegółnej ostrożności wymaga interpretacja działalności finansowej i ubezpieczeniowej oraz informacji i komunikacji. Rok 2022, stanowiący punkt odniesienia dla oceny zmian w ostatnich latach, przypadł na okres wysokich stóp procentowych i bardzo dobrych wyników sektora bankowego. Ponieważ wartość dodana w tej branży w dużej mierze odzwierciedla wynik brutto, jej późniejszy spadek należy traktować przede wszystkim jako efekt wysokiej bazy, a nie jako dowód pogorszenia efektywności operacyjnej instytucji finansowych. Informacja i komunikacja pozostaje natomiast sektorem o wysokim potencjale, w którym możliwe jest zwiększanie skali działalności bez proporcjonalnego wzrostu zatrudnienia, i jest silnie

powiązana z cyfryzacją oraz sztuczną inteligencją. Dane nie pokazują jednak jeszcze wyraźnego pozytywnego wpływu tych technologii na produktywność. Bardziej prawdopodobne jest, że po pandemicznym boomie cyfrowym nastąpiła normalizacja popytu, a jednocześnie utrzymujący się szybki wzrost zatrudnienia oraz trudności w pomiarze jakości usług cyfrowych obniżyły mierzoną produktywność.

Relatywnie szybki wzrost produktywności w przemyśle, handlu i części usług podlegających konkurencji międzynarodowej, przy wyraźnie słabszych wynikach w usługach lokalnych i pracochłonnych, jest spójny z działaniem w Polsce mechanizmu Balassy-Samuelsona, choć jego interpretacja wymaga ostrożności. W klasycznym ujęciu gospodarka dzieli się na sektor dóbr podlegających wymianie międzynarodowej oraz sektor dóbr niepodlegających takiej wymianie, obejmujący głównie usługi lokalne. W kraju doganiającym produktywność rośnie zwykle szybciej w pierwszym z tych sektorów, ponieważ jest w większym stopniu narażony na konkurencję zagraniczną, transfer technologii, inwestycje oraz integrację z międzynarodowymi łańcuchami wartości. Przy cenach dóbr podlegających wymianie międzynarodowej w dużej mierze wyznaczanych na rynkach globalnych wzrost produktywności umożliwia wzrost wynagrodzeń bez pogorszenia konkurencyjności. Ponieważ rynek pracy jest wspólny dla całej gospodarki, presja płacowa przenosi się również do usług lokalnych, gdzie wzrost produktywności jest zwykle wolniejszy. W konsekwencji wyższe płace w tych sektorach w większym stopniu przekładają się na wzrost cen niż na wzrost realnej produkcji. Efektem jest wzrost relatywnych cen usług lokalnych względem dóbr podlegających wymianie międzynarodowej, a tym samym realna aprecjacja kursu w kraju doganiającym. Dane wskazują, że intuicja stojąca za efektem Balassy-Samuelsona pozostaje aktualna, choć klasyczny podział na przemysł i usługi jest dziś zbyt prosty. Do sektorów podlegających wymianie międzynarodowej i konkurencji zagranicznej należy nadal przemysł, ale coraz częściej także część handlu, logistyki, usług profesjonalnych, informacji i komunikacji oraz finansów. Są to branże, w których produkcja może rosnąć bez proporcjonalnego zwiększania zatrudnienia. Po drugiej stronie pozostają usługi lokalne i pracochłonne, takie jak gastronomia, hotelarstwo, część usług osobistych, edukacja, zdrowie i usługi publiczne.

Z punktu widzenia dalszego doganiania krajów rozwiniętych kluczowe znaczenie ma nie tylko pytanie, które sektory rosły najszybciej w przeszłości, ale również gdzie pozostały największe rezerwy produktywności. W przemyśle część prostych rezerw została już wykorzystana, ale nadal istnieje potencjał związany z automatyzacją, robotyzacją, efektywnością energetyczną, cyfrowym zarządzaniem produkcją i przesuwaniem się w górę łańcucha wartości. W handlu, transporcie i gospodarce magazynowej dalsze doganianie może wynikać z cyfryzacji mniejszych firm, automatyzacji zaplecza, analityki danych i konsolidacji. Z kolei w działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej oraz w usługach administrowania i działalności wspierającej potencjał jest szczególnie duży ze względu na możliwość zwiększania skali działalności bez proporcjonalnego wzrostu zatrudnienia, eksport części usług oraz podatność wielu zadań na wsparcie przez narzędzia cyfrowe i sztuczną inteligencję.

Udział firm 10+ używających co najmniej jednej technologii AI (%)


Źródło: Eurostat, Credit Agricole ■ 2023 r. ■ Przyrost w 2024 r. ■ Przyrost w 2025 r.

Dalszy wzrost produktywności będzie prawdopodobnie dokonywał się nie tylko poprzez przesuwanie zasobów między sektorami, ale również wewnątrz poszczególnych branż. Polska nadal ma znaczące rezerwy w małych i średnich firmach, które często są mniej produktywne, słabiej wykorzystują technologie cyfrowe i mają mniejsze możliwości inwestowania w dane, automatyzację oraz kapitał

niematerialny niż duże przedsiębiorstwa. Oznacza to, że potencjał wzrostu produktywności w przemyśle,

handlu, usługach biznesowych czy transporcie będzie zależał w dużej mierze od upowszechniania rozwiązań stosowanych już przez bardziej zaawansowane firmy. W tym sensie przyszła konwergencja może mieć coraz bardziej mikroekonomiczny charakter: w mniejszym stopniu będzie wynikać z przesuwania pracowników i kapitału do bardziej produktywnych branż, a bardziej z podnoszenia efektywności słabszych firm w obrębie tych samych sektorów. Szczególną rolę w tym zakresie może odegrać sztuczna inteligencja, choć jej potencjał pozostaje w Polsce wciąż niewykorzystany. Zgodnie z danymi Eurostatu, w 2025 r. z co najmniej jednej technologii AI korzystało w Polsce tylko 8,4% przedsiębiorstw i był to jeden z najgorszych wyników w Unii Europejskiej (por. wykres). Podobny dystans widoczny jest w robotyzacji przemysłu. W 2022 r. roboty wykorzystywało 10,8% polskich przedsiębiorstw przemysłowych, wobec 16,3% w całej UE i 17,3% w strefie euro. Polska zajmowała pod tym względem szóste miejsce od końca w UE. Niski poziom wykorzystania zarówno AI, jak i robotów wskazuje na znaczne rezerwy modernizacyjne. Zbliżanie się polskich firm do poziomu technologicznego bardziej zaawansowanych gospodarek europejskich może zatem stanowić istotny impuls do wzrostu produktywności w średnim okresie.

Znaczenie modernizacji przedsiębiorstw, upowszechniania automatyzacji, robotyzacji i sztucznej inteligencji oraz zmniejszania różnic produktywności między firmami będzie rosło wraz z pogarszaniem się sytuacji demograficznej. Zgodnie z naszymi długookresowymi prognozami tempo wzrostu polskiego PKB obniży się do ok. 2,7% r/r. Przy stopniowo malejącej podaży pracy osiągnięcie takiego wyniku będzie wymagało wzrostu produktywności o ok. 3% r/r. Oznacza to, że w kolejnych latach głównym źródłem wzrostu gospodarczego nie będzie już zwiększanie zatrudnienia, lecz poprawa efektywności wykorzystania pracy i kapitału. Od tempa modernizacji przedsiębiorstw, upowszechniania nowych technologii oraz zmniejszania różnic produktywności między firmami będzie zatem zależało, czy Polska utrzyma relatywnie szybki wzrost i będzie nadal zmniejszać dystans dochodowy wobec krajów rozwiniętych.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lip 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	3,75
Kurs EURPLN*	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,30	4,27
Kurs USDPLN*	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,76	3,74
Kurs CHFPLN*	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,66	4,60
Inflacja CPI (r/r, %)	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	8,0	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,6	3,9	4,1	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	1,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	4,4	5,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	5,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-445	-1780	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1558	-1986		
Eksport (r/r, %, EUR)	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,1	2,5	7,9	6,6	5,8		
Import (r/r, %, EUR)	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-5,9	3,8	4,2	7,8	7,3		

*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)***	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-1,3	-1,3
Stopa bezrobocia (%)**		6,1	5,8	5,8	5,9	6,1	5,7	5,7	5,8	5,7	5,9	5,8
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	2,9	2,7	3,4	3,2	3,4	3,5	3,0	3,6	2,8	3,3
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	4,30	4,23	4,20	4,18	4,17	4,16	4,15	4,21	4,20	4,15
USDPLN**		3,71	3,76	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**
Wtorek 14.07.2026 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Czerwiec	105,4	131,6	120,6
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Maj	-1558	-1986	-505
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Czerwiec	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Czerwiec	0,5	0,6	-0,1
Środa 15.07.2026 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	II kw.	5,0	4,6	4,5
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Czerwiec	-0,6	0,5	-0,1
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Czerwiec	-4,1	-5,2	-4,9
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	4,5	4,2	4,6
9:30	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	3,1	2,5	2,5
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,1		0,3
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	5,7		8,9
Czwartek 16.07.2026 r.						
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Czerwiec	3,1	3,0	3,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	0,9		0,2
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Lipiec	10,3		13,5
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Maj	0,5		
Piątek 17.07.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Maj	15,7		
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	2,8	2,8	2,8
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Czerwiec	1410		1400
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Czerwiec	1177		1300
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Czerwiec	76,2		76,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	0,1		0,2
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	49,5		51,7

* 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