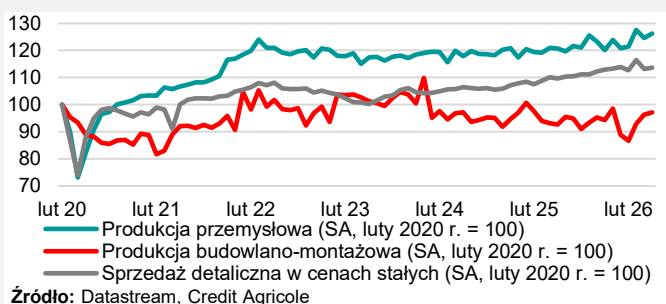


W tym tygodniu

W tym tygodniu opublikowany zostanie zestaw danych z polskiej gospodarki za czerwiec. Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 8,0% r/r wobec 4,1% w maju. Przyspieszenie wzrostu produkcji wynikało naszym zdaniem przede wszystkim z oddziaływania



pozytywnych efektów kalendarzowych oraz z efektu niskiej bazy. Prognozujemy jednocześnie, że dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła do 4,1% r/r wobec 3,9% w maju. Wzrostowi sprzyjały dalsza odbudowa aktywności po mroźnej zimie, niewielka poprawa koniunktury oraz korzystne efekty kalendarzowe. Skalę przyspieszenia ograniczał natomiast efekt wysokiej bazy. Uważamy, że dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych zwiększyła się do 5,1% r/r wobec 3,0% w maju. W naszej ocenie do jej przyspieszenia przyczyniły się wygaśnięcie niekorzystnego efektu związanego z mniejszą skalą podróży samochodowych gospodarstw domowych w okresie długiego weekendu majowego (por. MAKROpuls z 22.06.2026), poprawa nastrojów konsumenckich oraz wzrost sprzedaży samochodów. W przypadku danych z rynku pracy oczekujemy, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw utrzymała się w czerwcu bez zmian na poziomie 5,8% r/r, a tempo spadku zatrudnienia pozostało stabilne i wyniosło 0,9% r/r. Nasza prognoza produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (7,2%), a jej materializacja będzie sprzyjać umocnieniu złotego i zwiększeniu rentowności polskich obligacji.

W czwartek odbędzie się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Oczekujemy, że na lipcowym posiedzeniu stopy procentowe pozostaną bez zmian, co byłoby spójne z konsensem rynkowym. EBC najprawdopodobniej podtrzyma podejście oparte na analizie napływających danych i podejmowaniu decyzji z posiedzenia na posiedzenie, unikając jednoznacznego zobowiązania się do podwyżki stóp (brak tzw. *forward guidance*). Oczekujemy jednak, że wydźwięk posiedzenia będzie jastrzębi, a komunikacja prezes EBC będzie wskazywała, iż cykl zacieśniania polityki pieniężnej nie został zakończony, pośrednio sygnalizując możliwość podwyżki we wrześniu. Byłoby to spójne z naszym scenariuszem zakładającym dwie podwyżki stóp procentowych – po 25 pb we wrześniu i w grudniu – w wyniku których stopa depozytowa wzrośnie łącznie do 2,75%. Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz jego wpływ na ceny surowców energetycznych. Istotna i trwała deeskalacja konfliktu, prowadząca do pełnego otwarcia cieśniny Ormuz, mogłaby skłonić EBC do zakończenia cyklu podwyżek na niższym poziomie. Z kolei wzrost stopy depozytowej do 3,00% wymagałby długotrwałego zaostrzenia sytuacji i związanego z nim silnego wzrostu cen energii. Podwyżki stóp procentowych po grudniu 2026 r. oceniamy jako mało prawdopodobne.

W piątek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury PMI w strefie euro za lipiec. Zgodnie z konsensem rynkowym oczekiwany jest nieznaczny wzrost indeksu zagregowanego PMI Composite do 50,3 pkt. wobec 50,0 pkt. w czerwcu, co oznaczałoby ukształtowanie się wskaźnika lekko powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Struktura danych



Źródło: S&P, Credit Agricole

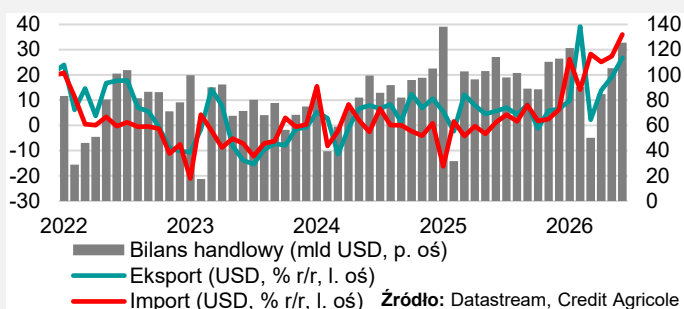
pozostanie najprawdopodobniej zróżnicowana sektorowo - zgodnie z oczekiwaniami indeks PMI w usługach zwiększył się do 49,8 pkt. z 49,4 pkt., czwarty miesiąc z rzędu utrzymując się poniżej 50 pkt., podczas gdy PMI w przetwórstwie ma utrzymać się na poziomie 51,4 pkt., pozostając szósty miesiąc z kolei powyżej 50 pkt. Publikacja lipcowych indeksów PMI pozwoli ocenić wpływ ponownej eskalacji sytuacji na Bliskim Wschodzie na aktywność gospodarczą w strefie euro. Czerwcowe deeskalacja przyczyniła się do częściowego złagodzenia negatywnych skutków szoku energetycznego, wzrostu kosztów oraz zakłóceń w łańcuchach dostaw, co znalazło odzwierciedlenie w poprawie wskaźników dotyczących kosztów i czasu dostaw. Lipcowe dane pokażą, czy proces ten był trwały, czy też ponowny wzrost napięć doprowadził do nasilenia presji kosztowej i utrudnień logistycznych, ograniczając perspektywy wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro.

W zeszłym tygodniu

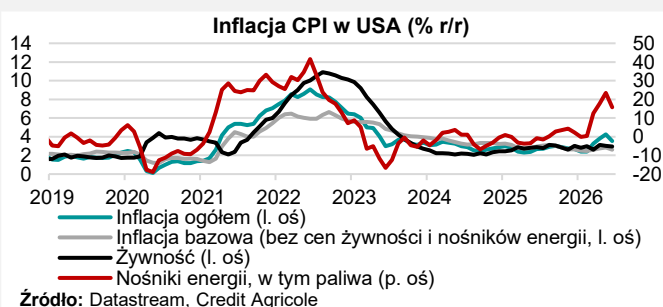
- ✔ **Inflacja CPI w Polsce spadła w czerwcu do 2,5% r/r wobec 3,1% w maju, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (por. MAKROpuls z 15.07.2026).** Do spadku inflacji przyczyniła się głównie niższa dynamika cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” oraz „paliwa i smary do prywatnych środków transportu”. Inflacja bazowa zmniejszyła się do 3,0% r/r w czerwcu z 3,1% w maju, co wskazuje, że wtórne efekty szoku podażowego związanego z konfliktem na Bliskim Wschodzie pozostały ograniczone i koncentrowały się jedynie w wybranych kategoriach usług. Dane o inflacji wspierają nasz scenariusz, zgodnie z którym średnioroczna inflacja wyniesie 2,8% w 2026 r. i 3,8% w 2027 r.
- ✔ **Zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych i kursu EURPLN.** Po lipcowym posiedzeniu RPP prezes NBP A. Głapiński zasugerował możliwość złożenia po wakacjach wniosku o jednorazową obniżkę stóp o 25 pb, o ile otoczenie zewnętrzne pozostanie stabilne. Późniejsze wypowiedzi członków Rady były bardziej ostrożne, ale nie wykluczały łagodzenia polityki pieniężnej, jeżeli wrześniowa inflacja ukształtuje się poniżej ścieżki z lipcowej projekcji NBP. Ponieważ oczekujemy, że w lipcu i sierpniu inflacja pozostanie blisko celu NBP, obecnie prognozujemy obniżkę stopy referencyjnej do 3,50% we wrześniu 2026 r., co będzie jednocześnie jej docelowym poziomem. Zrewidowaliśmy również ścieżkę EURPLN w górę, do 4,28 na koniec 2026 r. i 4,17 na koniec 2027 r., uwzględniając słabszy punkt startowy dla kursu złotego po gwałtownym zwrocie w komunikacji NBP i wzroście oczekiwań rynkowych na wcześniejszą obniżkę stóp przez RPP. Nadal oczekujemy jednak stopniowego umocnienia złotego w średnim okresie, wspieranego przez solidny wzrost gospodarczy w Polsce oraz spadek oczekiwań inwestorów na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej w USA. Głównym czynnikiem ryzyka w górę dla naszej prognozy stóp procentowych NBP i kursu EURPLN jest przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie. Jego długotrwała eskalacja oddaliłaby w czasie obniżkę stóp i oddziaływałaby w kierunku osłabienia kursu złotego.
- ✔ **Zgodnie z danymi NBP deficyt na rachunku bieżącym zmniejszył się do 1071 mln EUR w maju wobec 1541 mln EUR w kwietniu.** Przyczynił się do tego przede wszystkim spadek deficytu w handlu towarami do 1182 mln EUR z 1972 mln EUR miesiąc wcześniej. W ujęciu rocznym eksport zwiększył się o 5,5% w maju wobec 6,7% w kwietniu, a import wzrósł o 3,7% wobec 7,8% w kwietniu. Wzrost wartości eksportu był wspierany głównie przez większą sprzedaż zagraniczną surowego srebra, miedzi rafinowanej, sprzętu komputerowego oraz produktów naftowych. Negatywny wpływ na jego dynamikę wywierał natomiast pogłębiający się spadek eksportu branży motoryzacyjnej, obejmujący samochody osobowe, dostawcze i części samochodowe. Jednocześnie wzrost importu wspierały wysokie ceny paliw oraz zwiększony przywóz części i

podzespołów komputerowych, choć wpływ pierwszego z tych czynników był ograniczany przez mniejszy wolumen dostaw surowców energetycznych. W kierunku osłabienia dynamiki importu oddziaływały z kolei wyhamowanie wzrostu przywozu samochodów osobowych oraz spadek importu części motoryzacyjnych. Dane o majowym bilansie płatniczym nie zmieniają naszej prognozy relacji skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących do PKB w ostatnich czterech kwartałach wynoszącej -1,0% w II kw. br. wobec -0,7% w I kw.

Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z Chin wskazały na pogorszenie aktywności gospodarczej. Wzrost PKB spowolnił w II kw. 2026 r. do 4,3% r/r z 5,0% w I kw., kształtując się poniżej naszych oczekiwań (4,6%) i konsensusu rynkowego (4,5%), a w ujęciu kwartalnym spadł do 0,9% kw/kw z 1,3% w I kw., co można przypisać przede wszystkim dalszemu osłabieniu popytu krajowego, mimo wysokiej aktywności w sektorze zaawansowanych technologii. Jednocześnie dane miesięczne za czerwiec były mieszane: dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 5,3% r/r w czerwcu z 4,5% w maju, głównie za sprawą utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu w branżach high-tech. Dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 1,0% r/r w czerwcu z -0,6% w maju, co wynikało z efektu niskiej bazy, przy utrzymującej się słabości sprzedaży w kategoriach powiązanych z rynkiem nieruchomości, takich jak meble, materiały budowlane i sprzęt AGD. Z kolei dynamika inwestycji spowolniła do -5,7% r/r w czerwcu z -1,8% w maju, co wynikało głównie z silnego spadku aktywności inwestycyjnej na rynku nieruchomości. Na uwagę zasługuje również silne przyspieszenie wzrostu eksportu do 27,0% r/r w czerwcu z 19,4% w maju przy jednoczesnym wzroście importu do 36,0% r/r z 27,4%. Tym samym nadwyżka Chin wzrosła w czerwcu do 125,6 mld USD wobec 105,4 mld USD w maju, co stanowi drugi najwyższy wynik po styczniu 2025 r. W rezultacie dane te wskazują, że głównymi wyzwaniami dla chińskiej gospodarki pozostają słaby popyt krajowy i kryzys sektora nieruchomości, których negatywny wpływ na wzrost gospodarczy jest częściowo kompensowany przez wysoką aktywność w eksporcie i branżach zaawansowanych technologii.

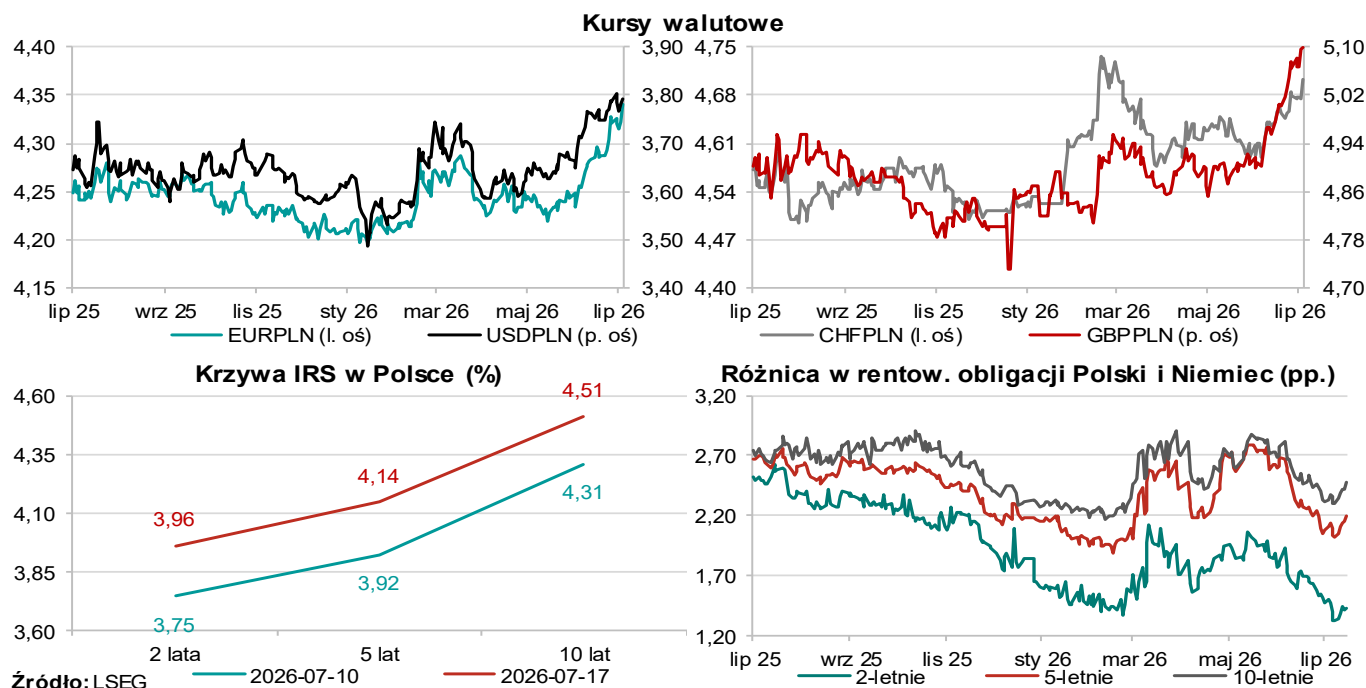


Inflacja CPI w USA spadła do 3,5% r/r w czerwcu z 4,2% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (3,8%). Inflacja bazowa zmniejszyła się do 2,6% r/r w czerwcu z 2,9% w maju, a w ujęciu miesięcznym spowolniła do 0,0% m/m z 0,2%. W strukturze inflacji szczególnie wyraźny był spadek dynamiki cen nośników energii do 15,7% r/r w czerwcu z 23,5% w maju, wynikający przede wszystkim ze spadku cen paliw. Dane o inflacji bazowej wskazują, że wtórne efekty szoku podaźowego związanego z konfliktem na Bliskim Wschodzie pozostają ograniczone, co istotnie zmniejsza presję na zaostrzenie polityki monetarnej przez Fed. Podczas wystąpienia przed Kongresem prezes Fed Kevin Warsh, odnosząc się do czerwcowych danych, dostrzegł postęp w ograniczaniu presji cenowej, zaznaczył jednak, że nie należy wyciągać daleko idących wniosków na podstawie pojedynczego odczytu. Podkreślił przy tym, że po pięciu kolejnych latach, w których inflacja przekraczała cel na poziomie 2%, FOMC nie może tolerować



jej trwałego utrzymywania się na podwyższonym poziomie, co ogranicza gołębi wydźwięk czerwcowych danych.

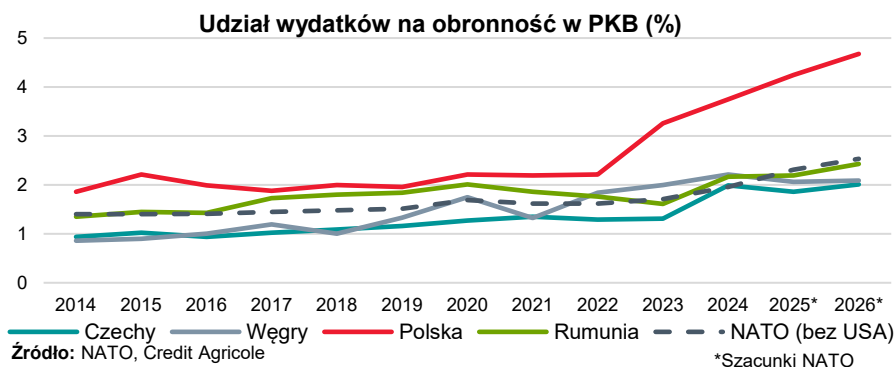
Droższa ropa osłabiła złotego i krajowy rynek długu



W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych pozostawała pod silnym wpływem eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie i ponownego wzrostu cen ropy. Na początku tygodnia cena Brent wzrosła w okolice 83–85 USD za baryłkę, co nasiliło globalną awersję do ryzyka, osłabiło złotego do poziomu ok. 4,33 za euro oraz doprowadziło do wyraźnego wzrostu rentowności obligacji i stawek IRS. We wtorek i środę niższe od oczekiwań dane o inflacji CPI i PPI w USA ograniczyły oczekiwania na podwyżki stóp Fed, osłabiły dolara i umożliwiły przejściowe umocnienie złotego, jednak nie odwróciły przeceny krajowego długu. W czwartek utrzymujące się napięcia geopolityczne sprowadziły EURPLN powyżej 4,33, a rentowność 10-letnich obligacji przekroczyła 5,50%. W piątek nastroje ponownie się pogorszyły pod wpływem nasilającej się wyprzedaży spółek produkujących półprzewodniki oraz kolejnej eskalacji konfliktu na linii USA–Iran. W rezultacie cena Brent wzrosła w okolice 86 USD za baryłkę, kurs EURPLN wzrósł w okolice 4,35, natomiast rentowności obligacji ustabilizowały się po wcześniejszych wzrostach.

W tym tygodniu głównymi czynnikami kształtującymi sytuację na rynkach finansowych będą czwartkowe posiedzenie EBC, piątkowa publikacja indeksów PMI w strefie euro oraz rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie, który pozostanie kluczowy dla cen ropy i globalnego apetytu na ryzyko. Istotne dla rynku mogą być również dzisiejsze dane o produkcji przemysłowej w Polsce, które w przypadku realizacji naszej prognozy oddziaływałyby w kierunku umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.

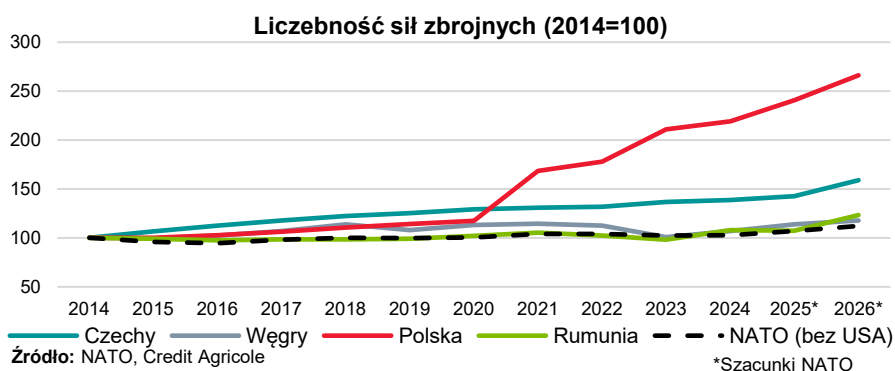
Zróznicowane tempo modernizacji sił zbrojnych w krajach CE4



W czterech krajach Europy Środkowo-Wschodniej (CE4) po 2022 r. doszło do istotnego zwiększenia znaczenia obronności i związanych z nią wydatków. Takie tendencje były widoczne najwyraźniej w przypadku Polski, niemniej również Czechy, Węgry i Rumunia zwiększyły swoje wydatki na obronność. Przeanalizowaliśmy, jak przebiega proces modernizacji

armii w poszczególnych krajach z tej grupy.

Pierwsze impulsy do zwiększenia nakładów zbrojeniowych pojawiły się już w 2014 r. Niemniej, początkowo zmiana była relatywnie łagodna, a wydatki obronne w całym NATO (z wyłączeniem USA) wzrosły z 1,4% PKB w 2014 r. do 1,6% PKB w 2021 r. Dopiero inwazja Rosji na Ukrainę w 2022 r. doprowadziła do przyspieszenia wzrostu wydatków na obronność, które w ramach całego NATO zwiększyły się do szacowanego poziomu 2,5% PKB w 2026 r. Polska istotnie wyprzedziła trend, podnosząc według danych NATO swoje wydatki obronne z 2,2% PKB w 2021 r. do 4,3% w 2025 r. oraz planując ich dalszy wzrost do 4,7% PKB w 2026 r. Z kolei w pozostałych trzech państwach regionu wydatki na obronność kształtują się w sposób zbliżony do średniej dla państw NATO (z wyłączeniem USA): Czechy podniosły swoje wydatki do 1,9% PKB w 2025 r. wobec 1,4% w 2021 r., Węgry do 2,1% w 2025 r. wobec 1,3% w 2021 r., a Rumunia do 2,2% w 2025 r. wobec 1,9% w 2021 r. Przewaga Polski wynika częściowo z wyższego punktu wyjściowego – przez cały okres 2014-2021 Polska wydawała na zbrojenia istotnie większą część swojego PKB niż pozostałe kraje regionu.



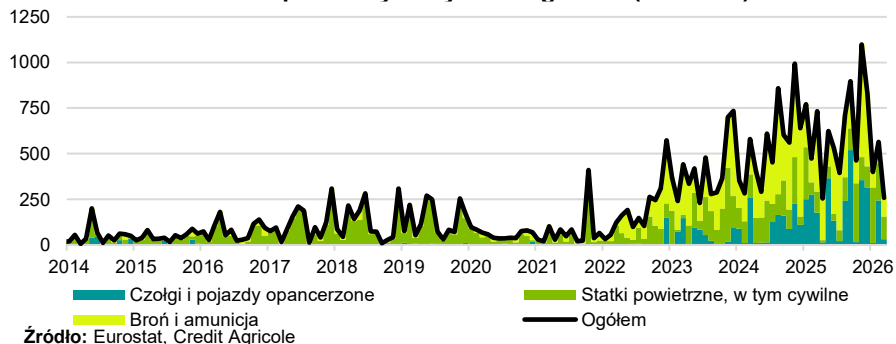
Dodatkowych informacji o charakterze zmian może dostarczyć również skala zwiększenia się liczebności armii. Wzrost liczebności Wojska Polskiego jest zdecydowanie większy niż w pozostałych krajach, co wskazuje na trwałą rozbudowę sił zbrojnych. Wzrost liczebności Wojska Polskiego z 99 tys. w 2014 r. do 238 tys. w 2025 r. (wzrost o 140%) wynika częściowo z

utworzenia i rozbudowy Wojsk Obrony Terytorialnej, włączenia do służby wojskowej słuchaczy akademii wojskowych oraz wprowadzenia 12-miesięcznej dobrowolnej zasadniczej służby wojskowej. Liczba samych żołnierzy zawodowych wzrosła z kolei do 156 tys. na początku 2026 r. wobec 97 tys. w 2014 r. (wzrost o 61%). Czechy również istotnie zwiększyły swoje siły zbrojne, z poziomu ok. 20 tys. żołnierzy w 2014 r. do ok. 29 tys. w 2025 r. (wzrost o 43%), podczas gdy liczebność armii Węgier i Rumunii oscylowała na relatywnie stabilnym poziomie (por. wykres).

Polski program zbrojeniowy ma szeroki charakter, obejmujący duże zamówienia we wszystkich rodzajach sił zbrojnych. W ramach wojsk lądowych kluczowe znaczenie mają kontrakty na koreańskie czołgi K2, amerykańskie czołgi Abrams, krajowe armatohaubice Krab oraz koreańskie armatohaubice K9. Ważną rolę

odgrywa również artyleria raketowa – koreańskie K239 Chunmoo i amerykański HIMARS, jak także produkowane w Polsce kołowe transportery opancerzone Rosomak i bojowe wozy piechoty Borsuk. Inwestycje obejmują ponadto szerokie programy rozwoju obrony przeciwlotniczej, w tym pozyskanie amerykańskich systemów obrony powietrznej Patriot. Kluczowymi inwestycjami w siłach powietrznych są amerykańskie myśliwce F-35A, koreańskie lekkie samoloty bojowe FA-50 oraz amerykańskie śmigłowce AH-64E Apache. Z kolei główne inwestycje w obrębie marynarki wojennej to produkowane w Polsce fregaty Miecznik oraz zakupione w Szwecji w ramach programu Orka okręty podwodne typu A26.

Polski import w wybranych kategoriach (mln EUR)

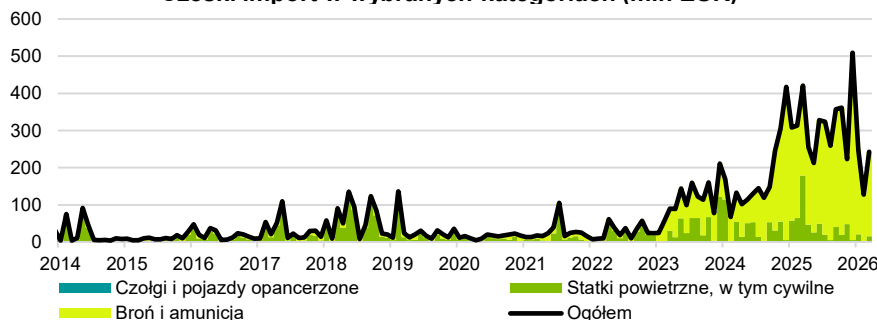


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

wyłączeniem broni strzeleckiej i lekkiej). W latach 2021-2025 Polska odpowiadała za 3,6% światowego importu broni, zajmując tym samym siódme miejsce na świecie. Dostawy w tym okresie były zdominowane przez Koreę Południową (47% wartości importu) oraz USA (44% wartości importu). Jednocześnie Polska w tym okresie odpowiadała również za 1,0% światowego eksportu broni, z czego 94% trafiło na Ukrainę. Polska posiada stosunkowo rozbudowany przemysł obronny, który jest w stanie spełniać istotną część zapotrzebowania, z wyłączeniem kilku z najbardziej złożonych typów uzbrojenia (m.in. czołgów, samolotów myśliwskich i pocisków raketowych dalekiego zasięgu). Większość kluczowych zakładów zgrupowana jest w ramach należącej do Skarbu Państwa Polskiej Grupy Zbrojeniowej (PGZ), której przychody w 2025 r. wyniosły ok. 4,7 mld EUR. Warto także odnotować, że Polska istotnie rozwinęła swój sektor produkcji dronów, szczególnie w przypadku szybko rosnącej prywatnej WB Group. Pomimo inwestycji, moce produkcyjne nadal pozostają niewystarczające, aby w pełni zaspokoić popyt, szczególnie w sytuacji, gdy równolegle realizowane są także zamówienia na rzecz Sił Zbrojnych Ukrainy.

Zakupy znalazły odbicie w zwiększonym imporcie w kategoriach powiązanych z wojskiem (por. wykres), jednak dane statystyczne nie dostarczają pełnej precyzji z uwagi na uwzględnienie cywilnych statków powietrznych. Z tego względu powołujemy się na dane Sztokholmskiego Międzynarodowego Instytutu Badań Pokojowych (SIPRI), które precyzyjnie odzwierciedlają import i eksport uzbrojenia (z

Czeski import w wybranych kategoriach (mln EUR)



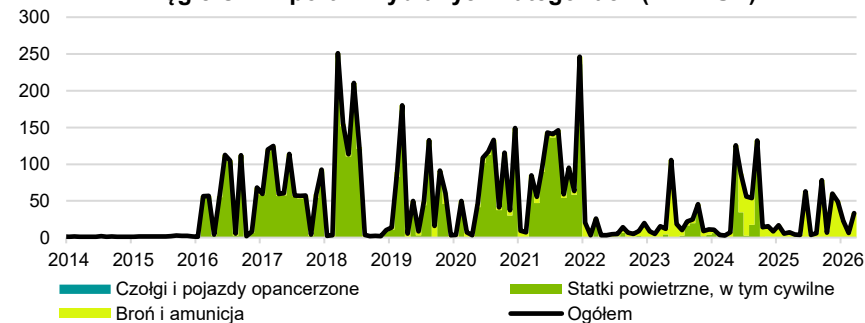
Źródło: Eurostat, Credit Agricole

światowych eksporterów uzbrojenia, w latach 2021-2025 odpowiadając za ok. 0,4% światowego eksportu. Większość dostaw trafiła na Ukrainę (69%), niemniej istotnymi importerami czeskiej broni były również Wietnam (14%) i Węgry (9%). Równocześnie, Czechy jako jedyne z analizowanych państw nie znalazły się na sporządzonej przez SIPRI liście 40 największych importerów broni w latach 2021-2025, co odzwierciedla mniejszą skalę dostaw w tym okresie oraz późniejszy harmonogram największych programów. Jednocześnie silny przemysł krajowy ogranicza zależność importową w niektórych segmentach, zwłaszcza w przypadku amunicji i pojazdach specjalistycznych. W odróżnieniu od Polski, czeski sektor obronny jest w dużej mierze oparty na prywatnych podmiotach, z których na wymienienie zasługują przede wszystkim

W porównaniu z Polską programy zbrojeniowe pozostałych trzech państw mają ograniczony charakter. W przypadku Czech kluczowymi elementami modernizacji sił zbrojnych są niemieckie czołgi Leopard, amerykańskie myśliwce F-35A, szwedzkie bojowe wozy piechoty CV90 oraz izraelski system obrony przeciwlotniczej SPYDER. Czesi zajmują 17. miejsce wśród

wszystkim spółki należące do Czechoslovak Group (m.in. Tatra, Excalibur, Focchi Munizioni i Remington), która w 2025 r. osiągnęła skonsolidowany przychód w wysokości ok. 6,7 mld EUR, oraz Colt CZ Group (m.in. Colt, Sellier & Bellot, Česká zbrojovka), która w 2025 r. osiągnęła łączny przychód w wysokości ok. 0,9 mld EUR.

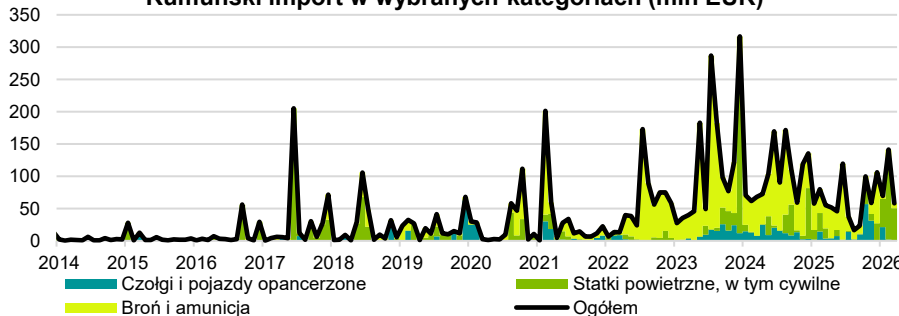
Węgierski import w wybranych kategoriach (mln EUR)



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

modernizacyjny obejmuje ponadto śmigłowce Airbus H145M i H225M. W przeciwieństwie do Polski, która realizuje zakupy w wielu państwach jednocześnie, węgierski model modernizacji pozostaje silnie skoncentrowany na współpracy z ograniczoną grupą dostawców europejskich, w szczególności z niemieckim przemysłem obronnym. W latach 2021–2025 Węgry odpowiadały za około 0,8% światowego importu uzbrojenia, z czego 43% pochodziło z Niemiec, 16% ze Stanów Zjednoczonych, a 10% z Francji. Istotnym elementem węgierskiej strategii jest lokalizacja produkcji zbrojeniowej na terytorium kraju. W ramach współpracy z Rheinmetallem uruchomiono zakłady produkujące bojowe wozy piechoty Lynx, a także rozwijane są zdolności do produkcji amunicji średniego i dużego kalibru. Podobne inwestycje realizowane są we współpracy z Airbusem. Rola krajowego przemysłu pozostaje ograniczona ze względu na jego relatywnie niewielką skalę oraz wąską specjalizację produkcyjną.

Rumuński import w wybranych kategoriach (mln EUR)



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

16 z Norwegii oraz wstępnie zakontraktowane pozyskanie myśliwców F-35A. Modernizacja wojsk lądowych obejmuje również amerykańskie czołgi Abrams, koreańskie armatohaubice K9 oraz transportery opancerzone Piranha 5. W latach 2021–2025 Rumunia odpowiadała za około 0,9% światowego importu uzbrojenia, z czego 48% pochodziło ze Stanów Zjednoczonych, 17% z Norwegii, a 15% z Holandii. Rumuński przemysł obronny pozostaje rozdrobniony i stosunkowo słabo rozwinięty. Jego państwowy trzon tworzy grupa ROMARM, skupiająca zakłady produkujące przede wszystkim amunicję, materiały wybuchowe, broń strzelecką oraz mniej zaawansowane pojazdy i wyposażenie wojskowe. Istotną rolę odgrywa także Aerostar, specjalizujący się w obsłudze i remontach samolotów F-16, a także wsparciu innych pozyskiwanych systemów.

Rumunia opiera modernizację swoich sił zbrojnych przede wszystkim na współpracy ze Stanami Zjednoczonymi, uzupełniając ją zakupami uzbrojenia z Korei Południowej i państw europejskich. Główny nacisk kładzie na rozwój obrony powietrznej i zdolności uderzeniowych, czemu służą zakupy amerykańskich systemów Patriot i HIMARS, używanych samolotów F-

Podsumowując, po 2022 r. wszystkie analizowane państwa przyspieszyły modernizację sił zbrojnych, jednak skala i przyjęte modele tego procesu pozostają wyraźnie zróżnicowane. Polska realizuje

zdecydowanie najszerzy program zbrojeniowy, obejmujący równoczesną rozbudowę liczebności armii, zakupy uzbrojenia we wszystkich rodzajach sił zbrojnych oraz zwiększanie krajowych zdolności produkcyjnych. Czechy wyróżniają się bardziej selektywną modernizacją i relatywnie silnym prywatnym przemysłem nastawionym na eksport, podczas gdy Węgry koncentrują się na współpracy z ograniczoną grupą zachodnioeuropejskich dostawców i lokalizacji produkcji zagranicznych koncernów. Rumunia pozostaje natomiast silnie związana ze Stanami Zjednoczonymi, lecz jej program modernizacyjny jest realizowany przy słabszym i bardziej rozdrobnionym zapleczu przemysłowym.

Z gospodarczego punktu widzenia wzrost wydatków obronnych nie przekłada się automatycznie na proporcjonalny impuls dla krajowej aktywności gospodarczej. Zakupy gotowych platform zwiększają import i obciążają finanse publiczne, podczas gdy krajowe korzyści zależą od udziału lokalnego montażu, serwisu, produkcji amunicji i krajowych poddostawców. Największy potencjał zatrzymania wartości dodanej mają Polska i Czechy, dysponujące już lokalnym przemysłem zdolnym zaabsorbować istotną część wydatków. Na Węgrzech produkcja lokalna opiera się w dużej mierze na inwestycjach zagranicznych koncernów, natomiast Rumunia dopiero odbudowuje swoje zaplecze przemysłowe. Wysokie wartości kontraktów nie są przy tym tożsame z rocznymi wydatkami budżetowymi, ponieważ płatności i dostawy są rozłożone na wiele lat. Wspólnym wyzwaniem dla całego regionu pozostaje zwiększenie mocy produkcyjnych i ograniczenie zależności od importu, czemu w nadchodzących latach może sprzyjać wykorzystanie unijnego instrumentu SAFE, którego perspektywy przedstawimy w kolejnej MAKROmapie, oceniając jego potencjalną skalę wpływu na produkcję przemysłową i PKB w Polsce.

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	4,29
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	3,76
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	4,62
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	-1541	-1071		
Eksport (r/r, %, EUR)	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,1	2,5	7,9	6,7	5,5		
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	3,7		

*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	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,99	3,60	3,60
Stopa referencyjna NBP (%)**		3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	3,50	3,50
EURPLN**		4,29	4,30	4,28	4,25	4,23	4,21	4,19	4,17	4,21	4,25	4,17
USDPLN**		3,71	3,76	3,75	3,76	3,74	3,69	3,61	3,56	3,58	3,76	3,56

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 20.07.2026 r.						
9:30	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Czerwiec	4,1	8,0	7,2
9:30	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Czerwiec	3,9	4,1	5,0
9:30	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	5,8	5,8	5,5
9:30	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Czerwiec	-0,9	-0,9	-0,9
9:30	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	2,4	1,9	1,6
Wtorek 21.07.2026 r.						
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Lipiec	10,5		18,0
Środa 22.07.2026 r.						
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Czerwiec	4,4	5,6	5,6
9:30	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Czerwiec	3,0	5,1	5,1
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	11,0	11,5	11,1
Czwartek 23.07.2026 r.						
9:30	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Czerwiec	5,9	5,8	5,8
14:15	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Lipiec	2,40	2,40	2,40
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	208		
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-17,7		-16,8
Piątek 24.07.2026 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	50,3		50,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	49,4		49,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	51,4		51,4
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	50,0		50,2
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	53,9		54,0
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	580		613

* 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