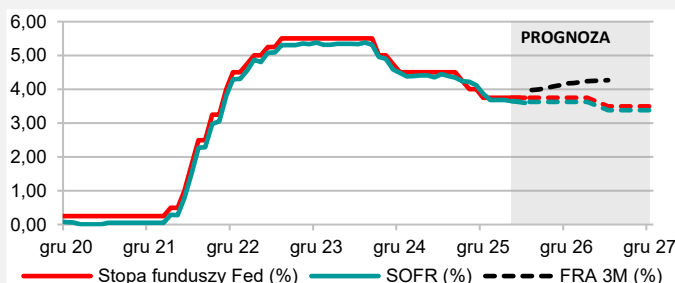


W tym tygodniu

Donald Trump poinformował wczoraj, że porozumienie między USA a Iranem dotyczące ponownego otwarcia Cieśniny Ormuz oraz przedłużenia zawieszenia broni jest już sfinalizowane i zapowiedział zniesienie blokady morskiej irańskich portów. Z kolei przedstawiciel irańskiego MSZ poinformował, że podpisanie porozumienia nastąpi w piątek w Szwajcarii. Choć szczegóły porozumienia nie zostały ogłoszone, informacje o jego osiągnięciu oddziałują w kierunku zmniejszenia globalnej awersji do ryzyka, spadku cen ropy naftowej i obniżenia oczekiwań inflacyjnych. W konsekwencji, zawarcie porozumienia jest czynnikiem pozytywnym dla kursu złotego i cen obligacji. Doniesienia o zbliżającym się porozumieniu zostały już jednak w dużej mierze zdyskontowane przez rynek i reakcja inwestorów na podpisanie porozumienia będzie najpewniej umiarkowana. Dodatkowych informacji o możliwym rozwiązaniu konfliktu może dostarczyć rozpoczynający się dzisiaj szczyt państw G7 w Genewie.

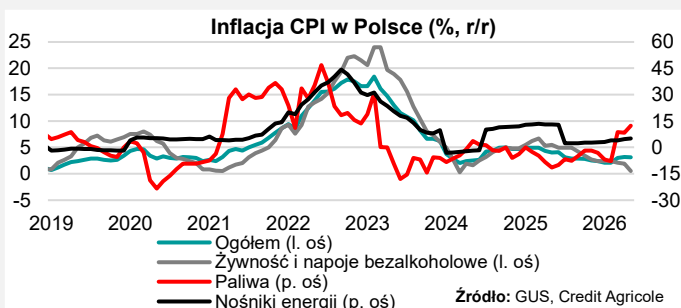
Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia w USA będzie śródowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed pozostawi docelowy przedział dla stopy funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 3,50 - 3,75%, co oznaczałoby utrzymanie stóp bez zmian czwarty raz z rzędu po obniżkach o łącznie 75 pb



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

przeprowadzonych pod koniec 2025 r. Taka decyzja będzie zgodna z oczekiwaniami rynku. Będzie to również pierwsze posiedzenie pod kierownictwem nowego prezesa Fed Kevina Warsha, obejmującego stanowisko zajmowane przez ostatnie osiem lat przez Jerome'a Powella. Inflacja CPI ogółem wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach pod wpływem cen energii (patrz poniżej), jednak presja cenowa w kategoriach bazowych pozostała znacznie bardziej ograniczona i w naszej ocenie nie uzasadnia szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej. Naszym zdaniem Fed będzie się koncentrował na potencjalnych efektach drugiej rundy oraz ryzyku odfektowania długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Oczekujemy, że z komunikatu po posiedzeniu znikną elementy sugerujące skłonność do łagodzenia polityki pieniężnej, choć najpewniej Fed nie zdecyduje się na jednoznaczne zasygnalizowanie możliwości jej zaostrzenia. Chociaż K. Warsh w swoich ostatnich wypowiedziach prezentował w dużej mierze gołębie stanowisko, uważamy, że w trakcie konferencji, na której powinien przedstawić ocenę FOMC, będzie musiał przyjąć stanowisko bardziej jastrzębie, co będzie sprzyjać jego wiarygodności w ramach Komitetu Operacji Otwartego Rynku. W naszej ocenie nowe projekcje makroekonomiczne Fed będą bardziej jastrzębie. Mediana dla poziomu stóp procentowych oczekiwanego przez członków FOMC najprawdopodobniej przesunie się w górę, co oznaczałoby utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie do końca 2026 r. Oczekujemy jednak, że wiele poszczególnych prognoz będzie zakładać podwyżkę (lub podwyżki) w bieżącym roku. W dalszym ciągu oczekujemy, że Fed utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca 2026 r., a ostatnia obniżka nastąpi dopiero w II kw. 2027 r.

Dzisiaj poznamy finalne dane o majowej inflacji w Polsce. Uważamy, że potwierdzą one wstępny szacunek GUS, zgodnie z którym inflacja CPI spadła do 3,1% r/r wobec 3,2% w kwietniu. Jednocześnie prognozujemy, że inflacja bazowa wzrosła do 3,1% r/r



Źródło: GUS, Credit Agricole

z 3,0% w kwietniu, wskazując na powolny wzrost presji cenowej. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie dalej spadać i osiągnie minimum lokalne w lipcu, po czym powróci do trendu wzrostowego. Tym samym, średnioroczna inflacja CPI w Polsce obniży się do 2,8% r/r w 2026 r., a następnie wzrośnie do 3,8% w 2027 r.

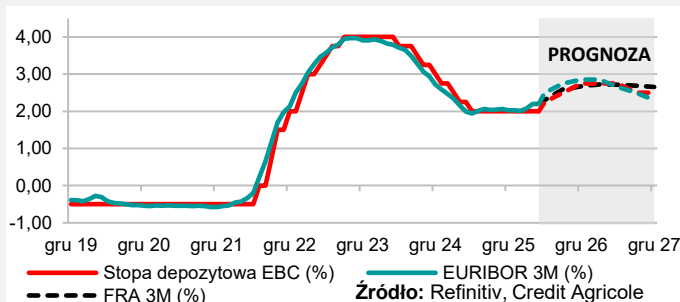
✓ **W piątek opublikowane zostaną majowe dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w maju do 3,5% r/r wobec 3,1% w kwietniu. Naszym zdaniem przyspieszenie wzrostu produkcji w ujęciu rocznym wynikało głównie z odbicia po silnym spadku miesiąc do miesiąca w kwietniu. Nasza prognoza kształtuje się istotnie powyżej konsensusu rynkowego (2,5%) i jej materializacja będzie sprzyjać umocnieniu złotego i zwiększeniu rentowności polskich obligacji.

✓ **W tym tygodniu opublikowane zostaną majowe dane z USA.** Oczekujemy, że sprzedaż detaliczna wzrosła w maju o 0,6% m/m wobec 0,5% w kwietniu. Do wzrostu sprzedaży przyczyniły się przede wszystkim wyższa sprzedaż samochodów oraz wzrost cen paliw. Jednocześnie prognozujemy, że sprzedaż detaliczna z wyłączeniem samochodów i paliw wzrosła o 0,3% m/m wobec 0,5% w kwietniu, co wskazywałoby na wolniejsze tempo wzrostu wydatków konsumpcyjnych. Uważamy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 0,4% m/m wobec wzrostu 0,7% w kwietniu, a produkcja w przetwórstwie przemysłowym wzrosła o 0,2% m/m w maju wobec 0,6% w kwietniu, co wskazywałoby na utrzymującą się odporność sektora na podwyższoną niepewność oraz zakłócenia logistyczne związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie.

✓ **We wtorek opublikowane zostaną majowe dane z Chin.** Oczekujemy, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 4,3% r/r wobec 4,1% w kwietniu, natomiast dynamika sprzedaży detalicznej wyhamowała do -0,5% r/r w maju z 0,2% w kwietniu, co byłoby pierwszym ujemnym wynikiem od grudnia 2022 r. Wzrost aktywności w branżach związanych z AI i nowymi technologiami pozostał istotnym czynnikiem wspierającym produkcję przemysłową, łagodząc negatywny wpływ szoków energetycznych i zakłóceń w handlu międzynarodowym. Korzyści płynące z tego ożywienia jedynie w ograniczonym stopniu przenikały do pozostałych segmentów gospodarki, co nie wystarczyło do przełamania utrzymującej się słabości chińskiego popytu krajowego. Uważamy, że dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się z -1,6% r/r w kwietniu do -2,8% w maju. Inwestycje w branżach przetwórstwa i usług związanych z sektorem wysokiej technologii nadal rosną, jednak wzrost ten nie wystarcza, aby przełamać szeroki spadek popytu inwestycyjnego związany z podwyższoną niepewnością. W kierunku spadku inwestycji oddziałuje również mniejsza niż w ubiegłym roku skala wsparcia fiskalnego, szczególnie ze strony władz lokalnych.

W zeszłym tygodniu

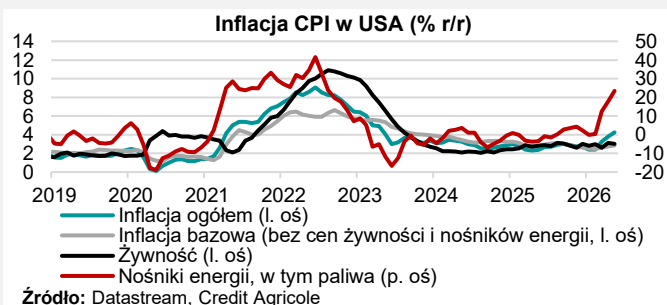
✓ **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** EBC podwyższył stopy procentowe o 25 pb, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. Główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,40%, a stopa depozytowa 2,25%. Komunikat po posiedzeniu miał neutralny wydźwięk: EBC wskazał jednocześnie na nasilenie czynników ryzyka w górę dla inflacji oraz czynników ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego w związku z konfliktem w Iranie i gwałtownym wzrostem cen energii. W związku z tym EBC nie zobowiązał się do realizacji określonej ścieżki podwyżek stóp procentowych, podtrzymując podejście polegające na



posiedzeniu miał neutralny wydźwięk: EBC wskazał jednocześnie na nasilenie czynników ryzyka w górę dla inflacji oraz czynników ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego w związku z konfliktem w Iranie i gwałtownym wzrostem cen energii. W związku z tym EBC nie zobowiązał się do realizacji określonej ścieżki podwyżek stóp procentowych, podtrzymując podejście polegające na

podejmowaniu decyzji z posiedzenia na posiedzenie. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC C. Lagarde zasugerowała, że dalsze podwyżki stóp procentowych pozostają możliwe, nie deklarując jednak ani ich liczby, ani konkretnego harmonogramu. Na podstawie jej wypowiedzi oceniamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest pauza na lipcowym posiedzeniu i kolejna podwyżka we wrześniu. Oczekiwane ścieżki inflacji i inflacji bazowej zostały zrewidowane w górę w czerwcowej projekcji makroekonomicznej, podczas gdy ścieżka wzrostu gospodarczego uległa niewielkiej rewizji w dół. Zgodnie ze scenariuszem bazowym, inflacja bazowa osiągnie swoje maksimum lokalne na poziomie 2,7% r/r w I kw. 2027 r., po czym stopniowo zmniejszy się do poziomu 2,1% r/r pod koniec 2028 r. Z kolei inflacja ogółem utrzyma się na obecnym poziomie (w przedziale od 3,2% do 3,4%) przez najbliższe 12 miesięcy, po czym powróci do celu inflacyjnego EBC (2%) w II połowie 2027 r. Podtrzymujemy naszą ocenę, że EBC dokona w tym roku jeszcze dwóch kolejnych podwyżek stóp we wrześniu i w grudniu, każdorazowo o 25 pb.

Inflacja CPI w USA wzrosła do 4,2% r/r w maju z 3,8% w kwietniu, kształtując się zgodnie z konsensusem rynkowym i nieznacznie poniżej naszej prognozy (4,3%). Inflacja bazowa zwiększyła się do 2,9% r/r w maju z 2,8% w kwietniu, a w ujęciu miesięcznym spowolniła

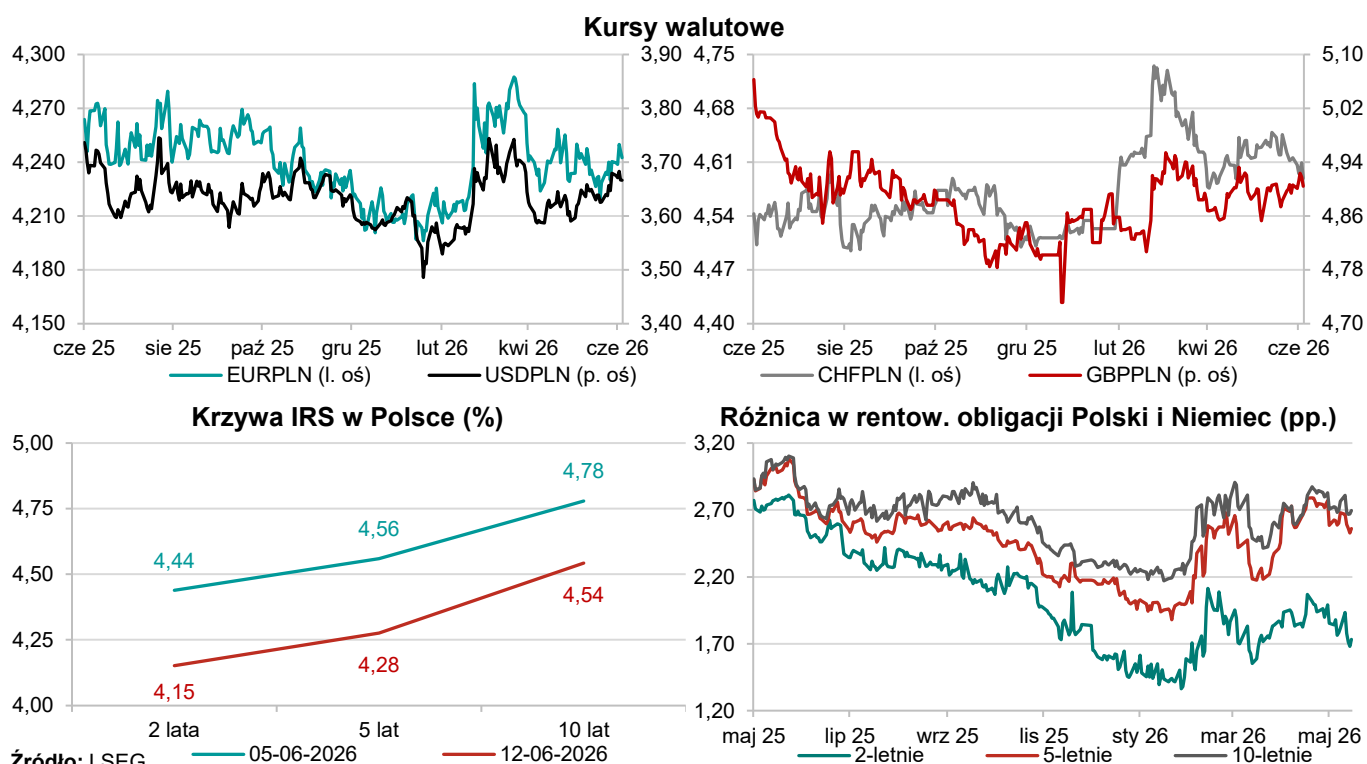


do 0,3% m/m z 0,4%, co wiązało się z ustąpieniem obserwowanego w poprzednim miesiącu technicznego odbicia cen najmu i ekwiwalentu czynszu właścicielskiego. W strukturze inflacji szczególnie wyraźny był również dalszy wzrost dynamiki cen nośników energii do 23,5% r/r w maju z 17,9% w kwietniu, wynikający przede wszystkim z rosnących cen paliw (40,9% r/r w maju wobec 29,1% w kwietniu). Pomimo wzrostu cen energii, dane o inflacji bazowej wskazują, że z wyjątkiem silnego wzrostu cen biletów lotniczych efekty drugiej rundy pozostają ograniczone, co ogranicza presję na zaostrzanie polityki monetarnej przez Fed. Indeks Uniwersytetu Michigan wzrósł w czerwcu do 48,9 pkt. wobec 44,8 pkt. w maju, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (45,5 pkt.) i naszej prognozy (46,8 pkt.), co wskazuje na umiarkowaną poprawę nastrojów konsumenckich. Jednocześnie obniżyły się oczekiwania inflacyjne: krótkoterminowe do 4,6% w czerwcu z 4,8% w maju, a długoterminowe do 3,4% w czerwcu wobec 3,9% w maju, co ogranicza negatywny wydźwięk majowych danych o inflacji.

Zgodnie z danymi NBP, deficyt na rachunku bieżącym zwiększył się do 1558 mln EUR w kwietniu wobec 234 mln EUR w marcu. Przyczyniło się do tego przede wszystkim zwiększenie deficytu w handlu towarami do 1995 mln EUR z 497 mln EUR miesiąc wcześniej. W ujęciu rocznym eksport zwiększył się o 6,6% w kwietniu wobec 7,4% w marcu, a import wzrósł o 7,8% wobec 3,8% w marcu. Wzrost wartości eksportu był wspierany głównie przez większy eksport towarów zaopatrzeniowych i komputerów, jak również przez wzrost cen miedzi i surowego srebra. Z kolei negatywny wpływ na jego dynamikę wywierały branża motoryzacyjna i trwałe dobra konsumpcyjne. Jednocześnie wzrost importu w dalszym ciągu wspierany był przez rosnące ceny paliw oraz zwiększony import komputerów, produktów immunologicznych i samochodów osobowych. W kierunku spadku importu po raz kolejny oddziaływał natomiast niższy import części motoryzacyjnych. Dane o kwietniowym bilansie płatniczym sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy relacji skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących do PKB w ostatnich czterech kwartałach wynoszącej -1,0% w II kw. br. wobec -0,8% w I kw.

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały kwietniowe dane z Niemiec. Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 0,4% m/m w kwietniu po spadku o 0,1% w marcu (rewizja w górę z -0,7%), przy konsensusie wynoszącym +0,5% m/m. Wzrost produkcji obejmował półprodukty i dobra konsumpcyjne, podczas gdy dóbr kapitałowych spadła piąty miesiąc z rzędu. W połączeniu z pogorszeniem napływu nowych zamówień (por. MAKROmapa z 08.06.2026), wskazuje to na słabe perspektywy inwestycji w niemieckim przemyśle. W sektorze motoryzacyjnym w kwietniu można było zaobserwować jednoczesny spadek produkcji w kategorii „produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep” oraz wzrost produkcji pozostałego sprzętu transportowego, co wpisuje się w utrzymujące się problemy niemieckiej motoryzacji, wynikające ze wzrostu kosztów produkcji, rosnących napięć w światowym handlu i konkurencji ze strony chińskiej motoryzacji. Niemiecka branża meblarska odnotowała w kwietniu lekki wzrost produkcji, jednak jej poziom nadal pozostaje o ok. 28% niższy niż w 2021 r. Produkcja w kategorii „produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” również wzrosła, osiągając najwyższy poziom od roku. Dalszy spadek odnotowano za to w niemieckiej produkcji odzieży, która spadła do najniższego poziomu w ramach dostępnych danych z wyłączeniem kwietnia 2020 r. Import wzrósł w Niemczech w kwietniu o 1,2% m/m wobec wzrostu o 4,5% w marcu (rewizja w dół z 5,1%), a eksport zwiększył się o 0,9% wobec wzrostu o 0,3% w marcu (rewizja w dół z 0,5%). Oba wskaźniki ukształtowały się powyżej oczekiwań rynkowych, które wynosiły odpowiednio -1,4% i -0,3%.

Deeskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie wspiera spadek rentowności



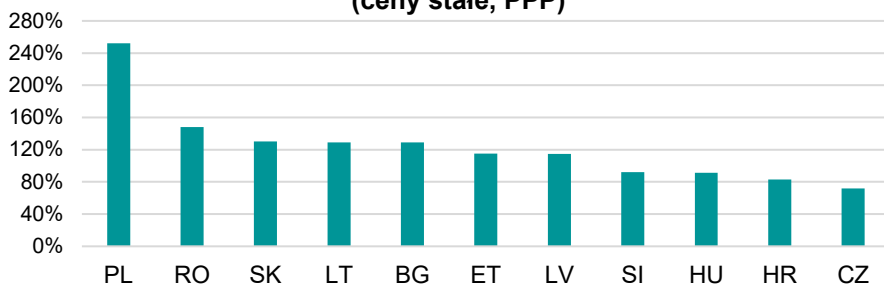
W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych cechowała się wysoką zmiennością, a głównymi czynnikami kształtującymi notowania były posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego oraz informacje dotyczące negocjacji pomiędzy USA a Iranem. Początek tygodnia przyniósł wzrost awersji do ryzyka po doniesieniach o możliwej eskalacji działań militarnych, co doprowadziło do wzrostu rentowności polskich obligacji. W czwartek zmienność na rynku walutowym podwyższało posiedzenie EBC, podczas gdy w

piątek rynki finansowe pozostawały pod wpływem doniesień o zbliżającym się nowym porozumieniu między USA a Iranem. W efekcie w ujęciu całego tygodnia EURPLN utrzymał się na poziomie ok. 4,24-4,25, natomiast rentowności SPW i stawki IRS wyraźnie się obniżyły.

W nadchodzącym tygodniu nastroje na rynkach finansowych będą kształtowane przede wszystkim przez rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz środowowe posiedzenie Fed. Istotny, choć mniejszy wpływ na kurs złotego i krzywą dochodowości mogą mieć również dane o krajowej produkcji, które w przypadku realizacji naszej prognozy oddziaływać będą w kierunku umocnienia złotego i wzrostu rentowności obligacji.

Polska nadal w czołówce doganiających krajów członkowskich UE

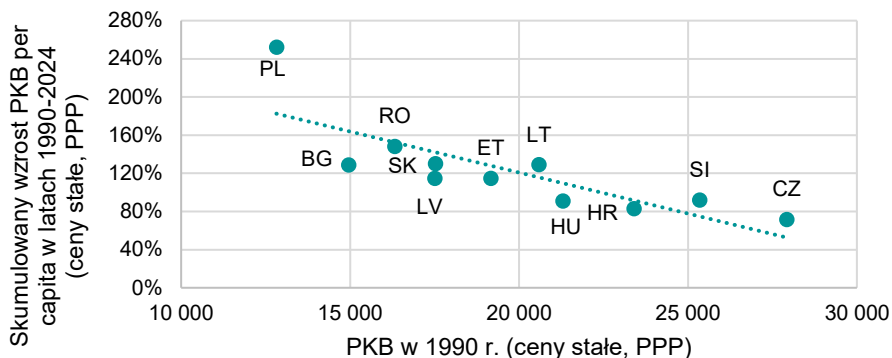
Skumulowany wzrost PKB per capita w latach 1990-2024 (ceny stałe, PPP)



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

Rozwój ekonomiczny Polski po 1989 r. jest obecnie często opisywany jako „cud gospodarczy”. Źródłem tej oceny jest przede wszystkim wzrost PKB per capita znacząco przewyższający wzrost w pozostałych państwach byłego bloku wschodniego (por. wykres). W tym okresie można było również zaobserwować istotne zmiany strukturalne w polskiej

gospodarce: wzrosła zamożność społeczeństwa, istotnie spadł poziom bezrobocia, powstał silny sektor prywatny, a Polska gospodarka silnie zintegrowała się z jednolitym rynkiem Unii Europejskiej. Na tym tle w krajowej i zagranicznej debacie publicznej funkcjonują hasła takie jak „złoty wiek”, „europejski tygrys” czy „the rise of Poland”, które mają symbolizować dynamiczny wzrost Polski. Popularność tego typu określeń nasiliła się w ostatnich latach, w dużej mierze za sprawą przedłużającego się spowolnienia gospodarczego w Europie Zachodniej i Południowej. W poniższym artykule wracamy do wykonanej przed rokiem analizy tego zagadnienia (por. MAKROMAPA z 23.06.2025) i sprawdzamy, jak zmieniła się sytuacja Polski, oraz jak wyglądałoby porównanie, gdyby za punkt startowy obrać wejście Polski do Unii Europejskiej.



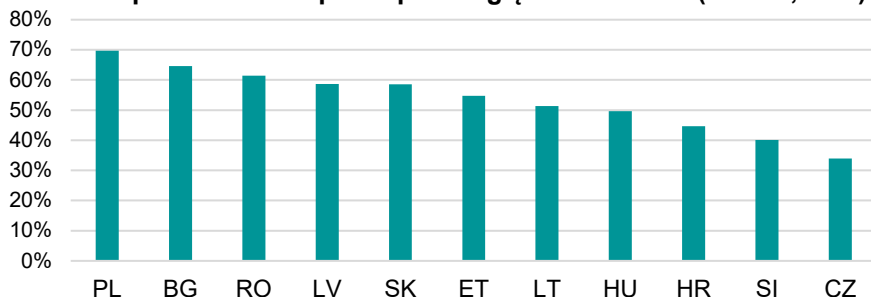
Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

Na tle innych gospodarek postkomunistycznych Polska wyróżniała się w ostatnich trzydziestu pięciu latach wyjątkowo wysokim skumulowanym wzrostem PKB per capita. Interpretacja tego wzrostu wymaga jednak uwzględnienia wysokości punktu startowego w 1990 r., który w Polsce był najniższy spośród wszystkich państw

postkomunistycznych, jakie dołączyły do UE. Zależność między tymi dwoma zmiennymi dobrze ilustruje powyższy wykres. Tym samym istotna część wyższego skumulowanego wzrostu PKB per capita jest wynikiem efektu konwergencji oraz efektu niskiej bazy. Niemniej, Polska istotnie przekroczyła trend wyznaczony dla krajów regionu (patrz wykres), w związku z czym można wnioskować, że wysoki wzrost

polskiej gospodarki nie był wyłącznie pochodną niskiego punktu startowego, co w pewnym stopniu wzmacnia argument o wyjątkowo dobrych wynikach polskiej gospodarki.

Luka w poziomie PKB per capita względem Niemiec (1990 r., PPP)

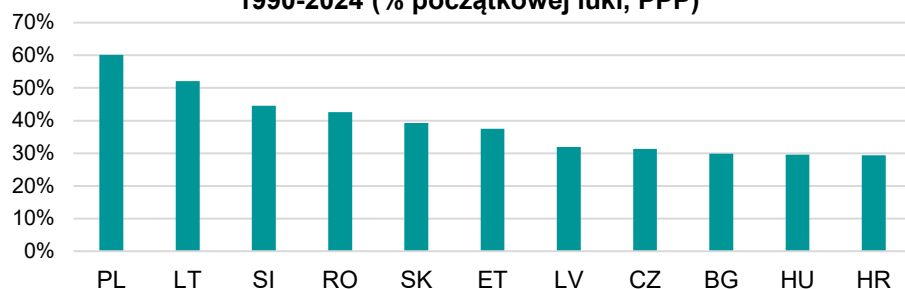


Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

istniejących technologii, napływowi kapitału oraz wykorzystywania rozwiązań sprawdzonych w bardziej rozwiniętych gospodarkach. Niemniej, warto odnotować, że konwergencja nie jest automatyczna, i jej wystąpienie wymaga stworzenia odpowiednich warunków instytucjonalnych. Przykładem tego może być Białoruś, która w 1990 r. zaczynała z podobnego do Polski poziomu PKB per capita, podczas gdy w 2024 r. poziom ten był o 36% niższy. Za emblematyczny przykład mogą posłużyć również Węgry, które w 1990 r. przewyższały Polskę o 66% w poziomie PKB per capita, podczas gdy w 2024 r. były już 10% poniżej poziomu Polski.

W 1990 r. dystans Polski do Niemiec pod względem PKB był jednym z największych w regionie i wynosił 70%, podczas gdy w przypadku Rumunii było to 61%, na Węgrzech 50%, a w Czechach jedynie 34%. Ocena polskiego „cudu gospodarczego” wymaga więc uwzględnienia efektu konwergencji. Start z niższego poziomu umożliwia szybszy wzrost dzięki absorpcji

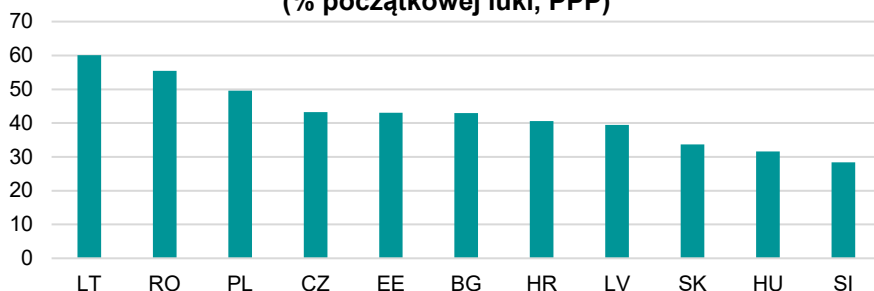
Redukcja luki PKB per capita względem Niemiec w latach 1990-2024 (% początkowej luki, PPP)



Źródło: Bank Światowy, Credit Agricole

domknąć od czasu transformacji. Polska startowała z bardzo niskiego poziomu, ale jednocześnie przez kolejne dekady osiągała wysoką dynamikę dochodu na mieszkańca. Dla porównania Czechy miały znacznie mniejszy dystans do nadrobienia, jednak ich wzrost był wolniejszy, co ograniczyło tempo konwergencji. Dane wskazują, że Polska była państwem, które w największym stopniu zredukowało różnicę względem bardziej zamożnych gospodarek, co jest spójne z wynikami analizy sprzed roku. Jednocześnie uwzględnienie danych za 2024 r. oznacza zdecydowanie wyższy poziom zredukowania luki dla analizowanych państw. Złożyły się na to relatywnie wysokie dynamiki wzrostu gospodarczego w większości z nich, przy jednoczesnym spadku per capita w Niemczech. Należy jednak zwrócić uwagę na wrażliwość naszej analizy na wybór punktu startowego. Aby uwzględnić różnice w przebiegu tzw. recesji transformacyjnej, podobnie jak w poprzedniej analizie, oszacowaliśmy również wyniki dla redukcji luki liczonej nie względem 1990 r., jak powyżej, tylko względem punktu odniesienia (w latach 1990-1995), kiedy luka dla danego kraju była największa. Podobnie jak w przypadku badania sprzed roku, po uwzględnienia różnic w głębokości recesji transformacyjnej Polska znajduje się na drugim miejscu po Litwie.

Pełniejsza analiza polskiego sukcesu wymaga spojrzenia nie tylko na tempo wzrostu, lecz także na skalę faktycznego zmniejszania dystansu wobec krajów bardziej rozwiniętych. Innymi słowy, kluczowe jest to, jaką część początkowej luki dochodowej względem gospodarki odniesienia, w tym przypadku Niemiec, udało się

**Redukcja luki PKB per capita względem Niemiec w latach 2004-2025
(% początkowej luki, PPP)**


Źródło: Eurostat, Credit Agricole

(60%) i Rumunii (55%). Najniższą redukcję luki można z kolei zaobserwować w Słowenii (28%), która była najzamożniejszym z państw wstępujących w 2004 r. do Unii, na Węgrzech (32%) oraz na Słowacji (34%). Trzecie miejsce osłabia nieznacznie wydźwięk narracji o „cudzie gospodarczym”, niemniej sukcesem Polski pozostaje redukcja dystansu względem Niemiec z 58% w 2004 r. do 29% w 2025 r., redukcja przewagi Czech nad Polską w PKB per capita z 56% w 2004 r. do 14% w 2025 r. oraz wyprzedzenie pod tym względem gospodarek Węgier i Słowacji.

Kolejnym godnym uwagi punktem odniesienia jest rok 2004, kiedy Polska, Czechy, Węgry, Rumunia, Słowenia, Litwa, Łotwa oraz Estonia dołączyły do Unii Europejskiej. W tym ujęciu przedmiotem analizy jest stopień redukcji luki PKB per capita względem Niemiec między 2004 r. a 2025 r. W tej perspektywie Polska spada na trzecie miejsce (50% redukcji luki), ustępując Litwie

Wyniki naszej analizy, przeprowadzonej z wykorzystaniem najnowszych danych, potwierdzają, że Polska zrealizowała swój potencjał konwergencji w większym stopniu niż większość państw regionu. Względem poprzedniej analizy warto odnotować, że stopień konwergencji państw regionu istotnie wzrósł, co jednak wynika w dużej mierze ze spowolnienia gospodarczego utrzymującego się w Europie Zachodniej. Pozycja Polski w wykorzystanych w analizie zestawieniach nie uległa jednak zmianie.

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	3,1	3,5	
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	3,78	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 15.06.2026 r.						
9:30	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	3,2	3,1	3,1
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	0,2		0,2
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	19,6		14,0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Maj	76,1		76,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	0,7	0,4	0,3
Wtorek 16.06.2026 r.						
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Maj	0,2	-0,5	0,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Maj	-1,6	-2,8	-2,0
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	4,1	4,3	4,3
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Maj	3,0	3,1	3,1
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Maj	1423		1420
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Maj	1465		1430
Środa 17.06.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Maj	3,2		3,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,5		0,5
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Kwiecień	0,9		0,5
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Czerwiec	3,75	3,75	3,75
Czwartek 18.06.2026 r.						
9:30	Szwajcaria	Decyzja o stopach procentowych SNB (%)	II kw.	0,00		0,00
10:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Kwiecień	14,9		
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Czerwiec	3,75		3,75
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Czerwiec	-0,4		12,0
Piątek 19.06.2026 r.						
9:30	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Maj	3,1	3,5	2,5

* 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 wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet