

W tym tygodniu

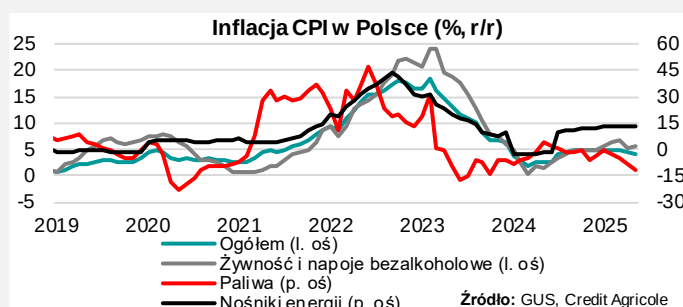
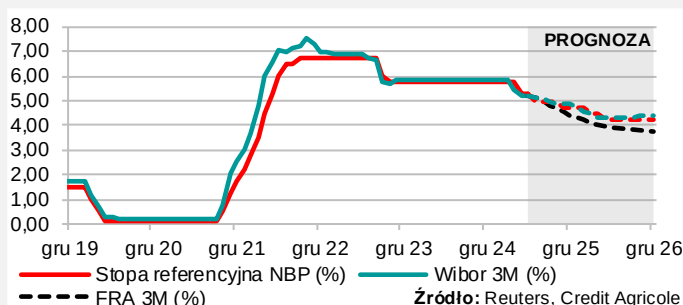
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Zgodnie z naszą zrewidowaną prognozą (patrz niżej), oczekujemy, że RPP obniży stopy procentowe o 25 pb (tj. stopę referencyjną NBP do 5,00%). Ważnym argumentem na rzecz

obniżki stóp procentowych będzie oczekiwany przez nas wyraźny spadek inflacji w lipcu w okolice celu inflacyjnego NBP (2,5% r/r) oraz decyzja rządu o wydłużeniu okresu obowiązywania zamrożonych cen energii. Biorąc pod uwagę relatywnie jastrzębie wypowiedzi niektórych członków RPP w ostatnim czasie dostrzegamy ryzyko, że stopy procentowe pozostaną niezmienniczone w tym tygodniu. Po posiedzeniu zostaną zaprezentowane również wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej NBP. Naszym zdaniem, z uwagi na niższą od oczekiwań dynamikę PKB w I kw., prognoza tempa wzrostu PKB zostanie najprawdopodobniej zrewidowana lekko w dół względem scenariusza przedstawionego w marcu. Z kolei ścieżka inflacji zostanie zrewidowana znacząco w dół w 2025 r. z uwagi na przedłużenie zamrożenia cen nośników energii przez rząd oraz niższą od oczekiwań inflację w II kw. Rynek oczekuje, że stopy procentowe pozostaną niezmienniczone w tym tygodniu, a tym samym materializacja naszej prognozy zakładająca ich obniżkę będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywy krajowej polityki pieniężnej. Szczególnie interesujące będą informacje dotyczące perspektyw dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Uważamy, że w trakcie konferencji możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Oczekujemy, że roczna dynamika cen obniżyła się w czerwcu do 3,9% r/r wobec 4,0% w maju. Spadek inflacji wynikał ze zmniejszenia dynamiki cen żywności i obniżenia

się inflacji bazowej. Nasza prognoza jest niższa od konsensusu rynkowego (4,0%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Oczekujemy, że, zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 100 tys. osób w czerwcu wobec wzrostu o 139 tys. w maju, przy lekkim wzroście stopy bezrobocia do 4,3%. Przed publikacją danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 75 tys. w czerwcu wobec wzrostu o 37 tys. w maju). W tym tygodniu opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Prognozujemy, że nie zmienił się on w czerwcu w porównaniu do maja i wyniósł 48,5 pkt., co będzie spójne z regionalnymi wynikami badań koniunktury. W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy spadek składowej dla nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z raportem ISM, głównym czynnikiem odpowiadającym za zmniejszenie popytu zagranicznego były cła



odwetowe nałożone przez inne kraje na import towarów z USA. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z USA będzie neutralny dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

We wtorek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zwiększyło się w czerwcu do 2,1% r/r wobec 1,9% w maju. Uważamy, że do wzrostu inflacji przyczyniły się głównie wyższa dynamika cen nośników energii i wyższa inflacja bazowa (2,4% w czerwcu wobec 2,1% w maju), będąca przede wszystkim efektem wyższej dynamiki cen usług. Więcej informacji nt. tendencji inflacyjnych w strefie euro dostarczy dzisiejszy wstępny szacunek inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że roczna dynamika cen w Niemczech zwiększyła się w czerwcu do 2,4% r/r wobec 2,1% w maju, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu inflacji bazowej. Wzrost inflacji w strefie euro wspiera nasz scenariusz polityki pieniężnej zakładając brak zmian stóp procentowych do IV kw. 2026 r. Oczekujemy, że publikacje inflacji w strefie euro i Niemczech będą oddziaływały w kierunku osłabienia złotego i spadku cen polskich obligacji.

Dzisiaj opublikowany został indeks NBS PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w czerwcu do 49,7 pkt. wobec 49,5 pkt. w maju, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (49,6 pkt.). W efekcie, indeks od 3 miesięcy kształtuje się poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Chińskie przetwórstwo pozostaje tym samym pod silnym negatywnym wpływem wysokich ceł na towary importowane z Chin do USA. Z kolei jutro poznamy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa. Zgodnie z konsensusem zwiększył się on w czerwcu do 49,0 pkt. wobec 48,3 pkt. w maju, tym samym już 2 miesiąc z rzędu pozostanie on poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Czynnikiem oddziałującym w kierunku poprawy nastrojów w chińskim przetwórstwie były działania podejmowane przez chiński rząd mające na celu pobudzenie popytu wewnętrznego w Chinach w warunkach rosnących napięć w światowym handlu. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

Jutro opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa, który zwiększył się naszym zdaniem w czerwcu do 49,5 pkt. wobec 47,1 pkt. w maju. Oczekiwany przez nas wzrost indeksu będzie spójny z poprawą wskaźników PMI dla przetwórstwa Niemiec (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (48,0 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w maju o 3,9% r/r wobec wzrostu o 1,2% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (4,4%) i powyżej naszej prognozy (3,0%). Do zwiększenia rocznej dynamiki produkcji w maju przyczyniła się niska ubiegłoroczna baza. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w maju o 0,2% m/m. Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wszystkich trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (5,6% r/r w maju wobec 1,9% w kwietniu), w branżach powiązanych z budownictwem (11,2% wobec 1,8%) oraz w pozostałych branżach (1,6% wobec 0,7%). Na szczególną uwagę zasługuje poprawiająca się sytuacja w branżach eksportowych, gdzie produkcja przemysłowa wzrosła w ujęciu rocznym już trzeci miesiąc z rzędu. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na opublikowany dzisiaj wstępny indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa, który odnotował dalszy wzrost wspierany przez rosnące nowe zamówienia, w tym zamówienia eksportowe, oraz bieżącą produkcją (patrz poniżej). Poprawa sytuacji w niemieckim przetwórstwie będzie w najbliższych miesiącach sprzyjać większemu zapotrzebowaniu na dobra pośrednie wytwarzane w Polsce. Czynnikiem ryzyka dla ożywienia aktywności w branżach eksportowych pozostają podwyższona niepewność związana

ze wzrostem napięć w światowym handlu. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w maju do -2,9% r/r wobec -4,2% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-2,5%) oraz powyżej naszej prognozy (-3,0%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa w maju br. zmniejszyła się o 0,5% m/m. Był to już piąty z rzędu spadek produkcji. Kontynuacja spadku produkcji budowlano-montażowej, a także jej struktura, sygnalizują, że ożywienie aktywności w budownictwie i inwestycjach przebiega wolniej niż oczekiwaliśmy (por. MAKROpuls z 23.06.2025). Podtrzymujemy jednak ocenę, że środki unijne, które napływają do Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027, będą dynamizować aktywność w budownictwie w najbliższych kwartałach. Nadal oczekujemy, że inwestycje infrastrukturalne będą głównym czynnikiem wzrostu produkcji budowlano-montażowej, a rola inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych oraz inwestycji przedsiębiorstw pozostanie ograniczona.

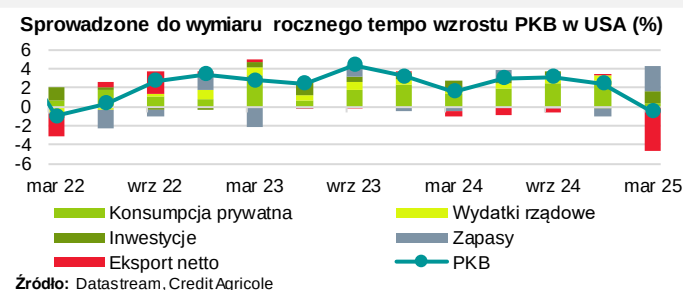
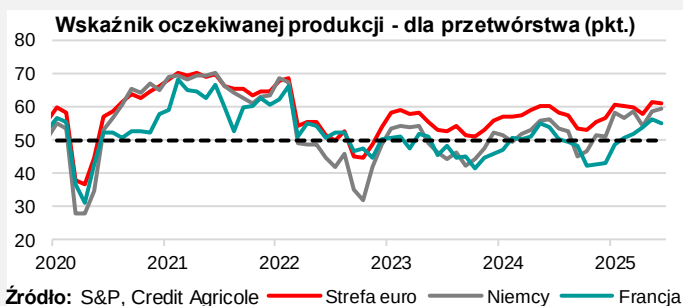
Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze zmniejszyła się w maju do 8,4% r/r wobec 9,3% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (8,8%) oraz naszej prognozy (9,0%). Zmniejszenie rocznej dynamiki wynagrodzeń wynikało z efektu wysokiej bazy sprzed miesiąca – w kwietniu odnotowano bowiem najwyższą miesięczną dynamikę płac od kwietnia 2019 r. Z kolei dynamika zatrudnienia nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła -0,8% r/r, kształtując się poniżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (-0,7%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zmniejszyło się w maju o 13,5 tys. osób. Tym samym był to najsilniejszy spadek zatrudnienia w maju od wybuchu pandemii. Spadek zatrudnienia miał szeroki zakres, przy czym w ujęciu bezwzględny był on skoncentrowany w przetwórstwie, gdzie wyniósł on 5,8 tys. osób. W konsekwencji dynamika realnego funduszu płac wzrosła w maju do 4,2% r/r wobec 4,0% w kwietniu i 2,3% r/r w I kw. (por. MAKROpuls z 23.06.2025). Uważamy, że w kolejnych miesiącach utrzyma się obserwowana w ostatnich kwartałach tendencja do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw będąca efektem oddziaływania niekorzystnych czynników podażowych (zmniejszającego się zasobu siły roboczej ze względu na osiąganą wiek emerytalny przez roczniki z wyżu demograficznego) oraz popytowych (słabego popytu zewnętrznego, niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w przetwórstwie i związanego z tym niskiego popytu inwestycyjnego ze strony przedsiębiorstw), będących główną przyczyną redukcji zatrudnienia w przetwórstwie, handlu i usługach (por. MAKROmapa z 12.05.2025).

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce obniżyła się w maju 4,3% r/r wobec 7,9% w kwietniu, kształtując się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (4,7%) oraz powyżej naszej prognozy (4,1%). Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w maju do 4,3% r/r wobec 7,6% w kwietniu, kształtując się powyżej naszej prognozy (4,0%) i poniżej konsensusu rynkowego (4,4%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zmniejszyła się w maju w porównaniu z kwietniem o 2,0%. Warto również zwrócić uwagę, że po raz pierwszy od kwietnia 2024 r. odnotowano spadek cen sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r (o 0,1%). Czynnikiem, który w negatywny sposób wpłynął na zmianę dynamiki sprzedaży detalicznej pomiędzy kwietniem a majem był efekt kalendarzowy w postaci późniejszego terminu świąt Wielkiejnocy w 2025 r. niż w 2024 r. Na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się szybki wzrost dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: „pojazdy samochodowe, motocykle i części” (15,7% r/r wobec 14,9% w kwietniu) oraz „meble, rtv, agd” (18,9% wobec 13,2%). Naszym zdaniem szybki wzrost popytu na dobra trwałego użytku sygnalizuje, że ożywienie popytu konsumpcyjnego ma charakter trwały (por. MAKROpuls z 24.06.2025). Dane o sprzedaży detalicznej w maju, w połączeniu z danymi o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz wynagrodzeniach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy wzrostu gospodarczego w II kw. (3,4% r/r wobec 3,2% w I kw.) oraz w całym 2025 r. (3,6% wobec 2,9% w 2024 r.).

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro nie zmienił się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniósł 50,2 pkt., kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (50,5 pkt.). Tym samym indeks już szósty miesiąc z rzędu utrzymał się powyżej

granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Na stabilizację indeksu złożyły się wzrost składowej dla aktywności w usługach i obniżenie składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym zwiększenie indeksu PMI odnotowano w Niemczech, podczas gdy we Francji i w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem doszło do jego obniżenia. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w czerwcu do 49,0 pkt. wobec 48,3 pkt. w maju, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Tym samym indeks osiągnął najwyższą wartość od sierpnia 2022 r. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowych dla zatrudnienia i zapasów. W danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się od trzech miesięcy wzrost zamówień eksportowych. Zgodnie z komunikatem nie należy łączyć go jedynie ze zwiększonym popytem ze strony USA w obawie o zaostrenie polityki celnej przez administrację D. Trumpa. Tendencje te znajdują odzwierciedlenie w rosnącym optymizmie firm z niemieckiego przetwórstwa. Wsparcie dla takiej oceny stanowi dalszy wzrost indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12-miesięcy, który pozostaje jednak nadal wyraźnie poziomów sprzed wybuchu wojny w Ukrainie. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który zwiększył się w czerwcu do 88,4 pkt. wobec 87,5 pkt. w maju, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (88,3 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano we wszystkich analizowanych sektorach: przetwórstwie, usługach, handlu i budownictwie. Średnia wartość zagregowanego indeksu PMI dla strefy euro zmniejszyła się w II kw. do 50,3 pkt. wobec 50,4 pkt. w I kw. Nie zmienia to naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro wyniesie -0,3% w II kw. wobec 0,6% w I kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 0,9% r/r wobec 0,8% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Inflacja PCE zwiększyła się w maju do 2,3% r/r wobec 2,3% w kwietniu (rewizja w górę z 2,1%), kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa zwiększyła się w maju do 2,7% wobec 2,6% w kwietniu (rewizja w górę z 2,5%). Z kolei odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych wzrosła w maju do 0,2% wobec 0,1% w kwietniu, wskazując że presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. Zgodnie z trzecim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zmniejszyło się do -0,5% wobec -0,2% w drugim szacunku. Tym samym II szacunek potwierdził, że głównym źródłem ujemnej dynamiki PKB w I kw. 2025 r. był znaczący wzrost importu (a w konsekwencji silny ujemny wkład eksportu netto), wynikający z oczekiwania na zaostrenie polityki celnej USA. W danych na uwagę zasługuje



również wyraźne spowolnienie konsumpcji, której zannualizowane tempo wzrostu obniżyło się do 0,5%, czyli do najniższego poziomu od wybuchu pandemii. Dynamika zamówień na dobra trwałe zwiększyła się w maju do 16,5% m/m wobec -6,6% w kwietniu (rewizja w dół z -6,3%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (wzrost o 6,8%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w maju do 0,5% wobec 0,0% w kwietniu. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zwiększyła się w maju do 3,9% r/r wobec 0,9% w kwietniu. Wzrost odnotowała także jej 3-miesięczna średnia ruchoma. Uwzględniając utrzymujące się napięcia w światowym handlu uważamy jednak, że kolejne miesiące przyniosą dalsze pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. Z kolei dane o sprzedaży nowych domów (623 tys. w maju wobec 722 tys. w kwietniu – rewizja w dół z 743 tys.) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,03 mln wobec 4,00 mln) sygnalizowały utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu napłynęły również mieszane informacje nt. koniunktury konsumenckiej. Na jej poprawę wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, zwiększył się do 60,7 pkt. wobec 52,2 pkt. w maju i 60,5 pkt. we wstępnym szacunku. Z kolei jej pogorszenie zasygnalizował indeks Conference Board, który zmniejszył się w czerwcu do 93,0 pkt. względem 98,4 pkt. w maju. Spadek indeksu wynikał z obniżenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Struktura amerykańskiego PKB jak również wyniki badań koniunktury wskazują, że amerykańscy konsumenci w dużym stopniu dostrzegają ryzyko, że polityka administracji D. Trumpa może doprowadzić do recesji oraz nasilenia presji inflacyjnej. Uwzględniając utrzymujący się wysoki poziom niepewności oraz napięć w światowym handlu związanych z polityką administracji D. Trumpa, dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5%, a w całym 2025 r. obniży się do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r.

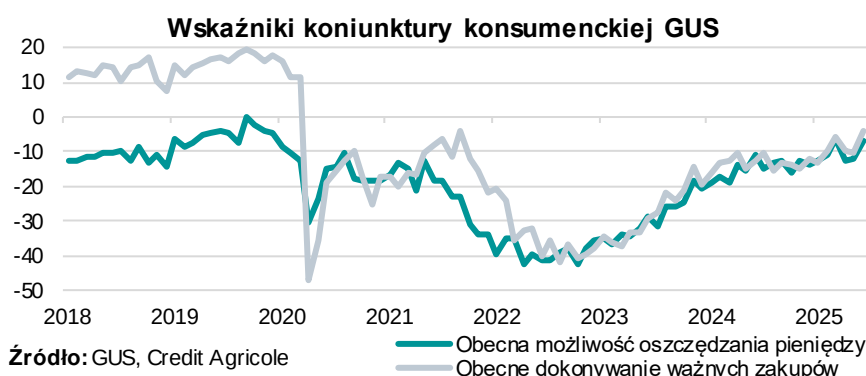
Zrewidowaliśmy naszą prognozę kursu EURUSD, uwzględniając wyższy punkt startowy powiązany częściowo ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka. Uważamy, że relatywna odporność gospodarki strefy euro, wsparcie ze strony ekspansywnej polityki fiskalnej w Niemczech oraz oczekiwane zakończenie cyklu luzowania przez EBC będą kontrastować z rosnącym ryzykiem wystąpienia recesji w USA i nasilającymi się oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych przez Fed. W rezultacie oczekujemy, że kurs EURUSD ustabilizuje się w okolicach 1,16-1,17 w II poł. 2025 r. Jednocześnie prognozujemy, że w 2026 r. nastąpi stopniowe osłabienie euro względem dolara w związku z oczekiwaną poprawą koniunktury w USA. Zakładamy, że kurs EURUSD obniży się do 1,10 na koniec 2026 r. (patrz tabela).

Zrewidowaliśmy naszą prognozę ścieżki stopy referencyjnej NBP, spowalniając oczekiwane przez nas tempo luzowania polityki pieniężnej. Zmiana ta odzwierciedla niedawne jastrzębie wypowiedzi prezesa NBP oraz innych członków RPP, a także poprawę perspektyw wzrostu gospodarczego (patrz poniżej). Zamiast wcześniejszej prognozy pojedynczej obniżki o 50pb w lipcu, obecnie oczekujemy dwóch cięć po 25pb – w lipcu i listopadzie. Przesunięcie drugiej z tych obniżek na późniejszy termin uzasadniamy niepewnością dotyczącą polityki fiskalnej po wyborach prezydenckich, w tym kształtem budżetu państwa na 2026 r., który zostanie uchwalony najprawdopodobniej we wrześniu. Analogicznie, oczekiwane przez nas wcześniej cięcie o 50pb w marcu 2026 r. zostało rozłożone na dwa ruchy po 25pb – w marcu i maju. Po rewizji nasza prognoza nie zakłada zmiany poziomu stopy docelowej – wciąż oczekujemy, że na koniec 2026 r. stopa referencyjna będzie wynosić 4,25% (patrz tabela kwartalna).



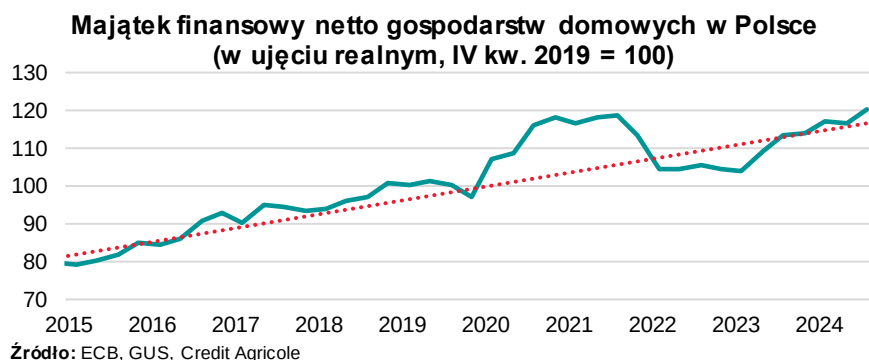
Konsumpcja na autopilocie

Opublikowane w zeszłym tygodniu dane dotyczące krajowej sprzedaży detalicznej wskazują na utrzymujące się ożywienie konsumpcji w Polsce (por. MAKROpuls z 24.06.2025). W tym kontekście na szczególną uwagę zasługują utrzymujący się szybki wzrost popytu na dobra trwałego użytku, a także wskaźniki koniunktury sugerujące coraz większą skłonność gospodarstw domowych do dokonywania ważnych zakupów. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena, czy ożywienie konsumpcji utrzyma się w kolejnych kwartałach.



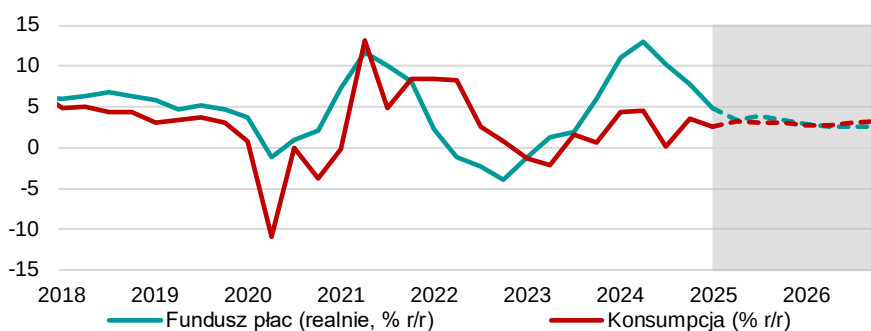
uwagę na dwa wskaźniki: obecną możliwość oszczędzania pieniędzy oraz obecne dokonywanie ważnych zakupów. Dane wskazują, że od IV kw. 2022 r. utrzymuje się stopniowy wzrost odsetka gospodarstw domowych deklarujących, że są w stanie oszczędzać pieniądze. W czerwcu br. wyniósł on prawie 66%, co jest najwyższą wartością w historii danych raportowanych przez GUS (od stycznia 2018 r.). Towarzyszy temu wzrost skłonności gospodarstw domowych do dokonywania ważnych zakupów. Sugeruje to, że większe możliwości oszczędzania pieniędzy nie muszą powodować wzrostu skłonności do oszczędzania, lecz większa płynność finansowa może zostać przeznaczona na konsumpcję.

Punktem wyjścia w naszej analizie są opublikowane w zeszłym tygodniu przez GUS wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Wskazują one na ogół na szeroką poprawę nastrojów gospodarstw domowych. W czerwcu wyraźnie zwiększyły się wskaźniki zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Z punktu widzenia zrozumienia tendencji w popycie konsumpcyjnym warto zwrócić



w szczególności wysokie wzrosty w II i IV kw. 2020 r.). W 2022 r. doszło z kolei do istotnego obniżenia majątku finansowego, zarówno z uwagi na zdjęcie pandemicznych restrykcji konsumpcji, jak i osłabienie realnej siły nabywczej gospodarstw domowych szybkim wzrostem cen. W II poł. 2023 r. można było z kolei zaobserwować stopniowe odtwarzanie majątku finansowego przez gospodarstwa domowe, który w ostatnich kwartałach powrócił do swojego długoterminowego trendu liniowego (por. MAKROmapa z 20.01.2025). W naszej ocenie, po tym jak gospodarstwa domowe odbudowały majątek finansowy po szoku inflacyjnym w latach 2022-2023, będzie on rósł w kolejnych latach wolniej niż w latach 2023-2024, co będzie oznaczać spadek krańcowej skłonności do oszczędzania, oddziałujący w kierunku przyspieszenia wzrostu konsumpcji

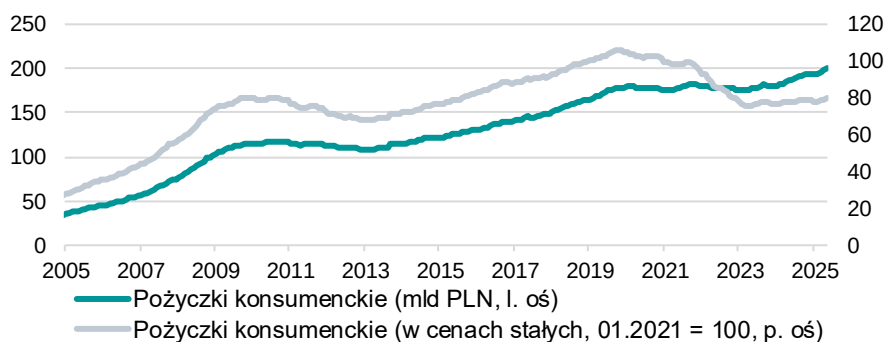
Wsparcie dla takiej oceny stanowią dane dotyczące kształtowania się majątku finansowego netto gospodarstw domowych (tj. sumy aktywów finansowych pomniejszonej o zadłużenie gospodarstw domowych, wyrażonej w cenach stałych). W 2020 r. majątek ten istotnie wzrósł, z uwagi na brak możliwości wydatkowania pieniędzy w trakcie lockdownów (stąd



Źródło: GUS, Credit Agricole

Uważamy, że realny wzrost dochodów do dyspozycji (które mogą być przeznaczone zarówno na konsumpcję, jak i oszczędności) utrzyma się w kolejnych kwartałach na wysokim poziomie. Choć oczekujemy spadku nominalnej dynamiki wynagrodzeń, to będzie on w dużym stopniu kompensowany przez wyraźne obniżenie inflacji. Uwzględniając

przyjęte przez nas założenie zmniejszenia krańcowej skłonności do oszczędzania będzie to czynnikiem wspierającym konsumpcję.



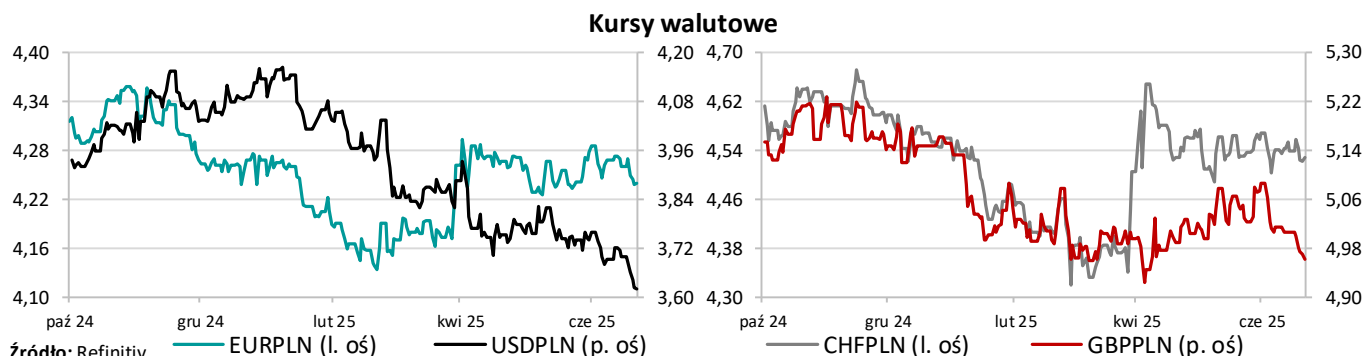
Źródło: NBP, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę nasze prognozy zakładające dalsze stopniowe obniżki stóp procentowych przez RPP do 4,25% na koniec 2026 r., utrzymującą się dobrą sytuację na rynku pracy, a także dalszy realny wzrost wynagrodzeń uważamy, że gospodarstwa domowe będą w coraz większym stopniu skłonne do podnoszenia swojego bieżącego poziomu konsumpcji przy

wykorzystaniu kredytów konsumpcyjnych. Z tego powodu uważamy, że kolejne kwartały przyniosą dalsze ożywienie akcji kredytowej w tym segmencie.

Uwzględniając zarysowane powyżej tendencje zrewidowaliśmy naszą prognozę konsumpcji w 2025 r. w górę do 3,0% r/r (poprzednio 2,1%). Uważamy, że obserwowane obecnie ożywienie konsumpcji w Polsce ma trwały charakter i pozostanie ona najbardziej stabilnym źródłem wzrostu PKB w Polsce w najbliższych kwartałach. Szybszy wzrost spożycia prywatnego od naszych wcześniejszych oczekiwań był jednym z czynników, który skłonił nas do rewizji w górę naszej prognozy dynamiki PKB w 2025 r. Ponadto, na podstawie miesięcznych danych makroekonomicznych opublikowanych za kwiecień-maj oraz wyników badań koniunktury za czerwiec szacujemy, że dynamika PKB ukształtowała się w II kw. na poziomie 3,4% (wobec zakładanych wcześniej 2,9%). Uwzględniając wyższy punkt startowy oraz bardziej optymistyczne tendencje w zakresie kształtowania się konsumpcji podnieśliśmy naszą prognozę PKB do 3,6% r/r wobec 3,1% przed rewizją. Nasze oczekiwania dotyczące pozostałych składowych PKB nie zmieniły się istotnie. Prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego wspierane przez wyższy wkład inwestycji związany z realizacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Oczekujemy również przyspieszenia eksportu powiązanego z poprawą koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Niemniej jednak możliwość silnego wzrostu celi na towary eksportowane z UE do USA, pozostaje znaczącym czynnikiem ryzyka w dół dla dynamiki PKB w II poł. br.

Deeskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie umocniła złotego

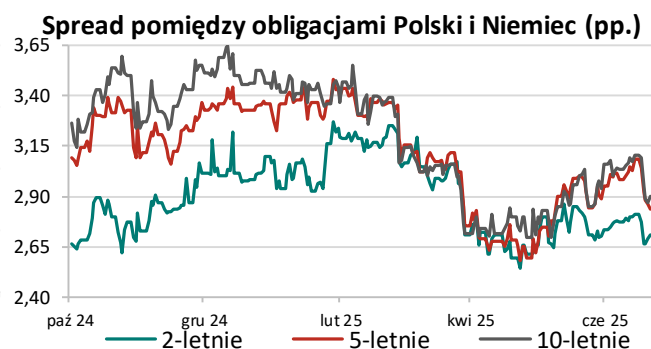
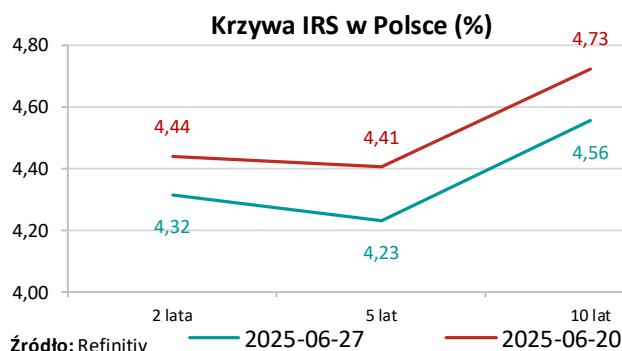


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2403 (umocnienie złotego 0,5%). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego umocnienia złotego, czemu sprzyjała deeskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia awersji do ryzyka były również informacje o postępach w negocjacjach w sprawie ceł pomiędzy USA a Chinami. W tym kontekście, z punktu widzenia inwestorów szczególnie istotna jest kwestia, czy Chiny w wyniku negocjacji wznowią eksport metali ziem rzadkich do USA. W konsekwencji, z uwagi na spadek globalnej awersji do ryzyka w ubiegłym tygodniu obserwowany był wzrost kursu EURUSD.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie posiedzenie RPP. Uważamy, że Rada obniży stopy procentowe o 25pb, podczas gdy rynek zakłada ich stabilizację. Realizacja naszego scenariusza oddziaływałaby w kierunku osłabienia złotego. Z podwyższoną zmiennością kursu polskiej waluty możemy mieć natomiast do czynienia podczas zwyczajowej konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego. W tym tygodniu negatywne dla złotego mogą być również publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce i w strefie euro. Pozytywny wpływ na kurs polskiej waluty może mieć natomiast zaplanowana na wtorek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.



Posiedzenie RPP w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,32 (spadek o 12pb), 5-letnie do 4,23 (spadek o 18pb), a 10-letnie do 4,56 (spadek o 17pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze spadkiem stawek IRS w ślad za rynkiem amerykańskim, czemu sprzyjała deeskalacja sytuacji na Bliskim Wschodzie i zmniejszenie obaw inwestorów o wzrost inflacji w wyniku wyższych cen ropy naftowej. W ubiegłym tygodniu doszło również do spadku spreadu pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami. W naszej ocenie było to związane oczekiwaniami części inwestorów na zwiększenie potrzeb pożyczkowych w części krajów strefy euro w związku z podjętymi na szczycie NATO w Hadze deklaracjami osiągnięcia przez jego członków poziomu wydatków związanych z obronnością w wysokości 5% PKB do 2035 r.

W tym tygodniu w centrum uwagi będzie posiedzenie RPP. W przypadku realizacji naszego scenariusza zakładającego obniżkę stóp procentowych o 25pb możemy mieć do czynienia z lekkim spadkiem stawek IRS. Podwyższona zmienność stawek IRS może być natomiast obserwowana podczas zwyczajowej konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego. W tym tygodniu negatywne dla stawek IRS mogą być również publikacje wstępnych danych o inflacji w Polsce. Pozytywny wpływ na krzywą dochodowości może mieć natomiast zaplanowane na wtorek publikacje indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa oraz wstępnych danych o inflacji dla strefy euro.

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	cze 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	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	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	3,62
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	4,53
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	3,3	
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	1,3	3,9	
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	-1,6	-1,5	
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	4,3	
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	8,4	
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	-0,8	
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	5,0	
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	3,4	3,7	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	3,3	3,1	3,0	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,0	3,0
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	1,9	1,8	1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,2
Wkłady do wzrostu PKB	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	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2
	Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,9	4,9	5,2	4,8	4,8	4,8	5,1	4,9
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	5,22	4,98	4,85	4,48	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**	4,19	4,24	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,62	3,69	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 30.06.2025 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	49,5		49,7
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	4,0	3,9	4,0
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Maj	3,9		4,0
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	2,1	2,4	2,2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Czerwiec	40,5		43,0
Wtorek 01.07.2025 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	48,3		49,0
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	47,1	49,5	48,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	49,0	49,0	49,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	49,4	49,4	49,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Czerwiec	1,9	2,1	2,0
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	52,0		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Czerwiec	48,5	48,5	48,8
Środa 02.07.2025 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Lipiec	5,25	5,00	5,25
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Maj	6,2		6,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Czerwiec	37		85
Czwartek 03.07.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Czerwiec	50,0	50,0	50,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Czerwiec	50,2	50,2	50,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	4,2	4,3	4,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Czerwiec	139	100	110
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	-3,7	7,9	8,0
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Czerwiec	49,9	51,2	50,5
Piątek 04.07.2025 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Maj	0,6		0,4
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	0,7		0,3
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Lipiec			

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

** Dla publikacji krajowych konsensus wg gazety Parkiet, dla zagranicznych – konsensus Refinitiv