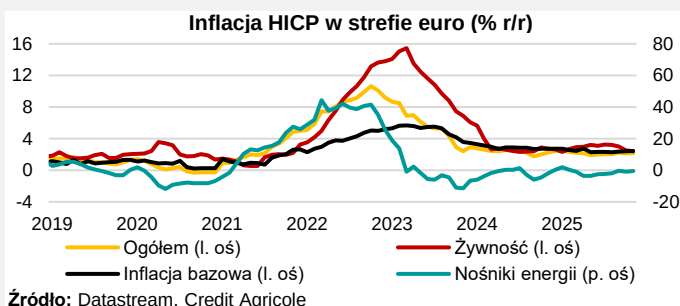
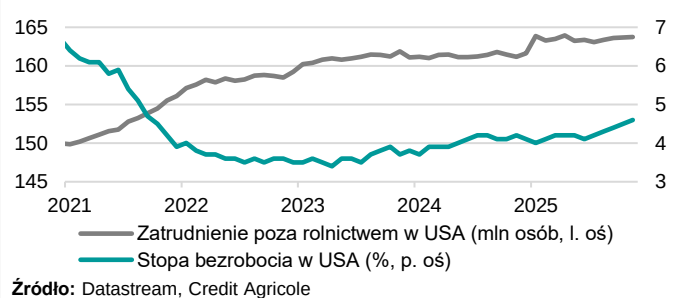


W tym tygodniu

W środę opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen zmniejszyło się w grudniu do 2,0% r/r wobec 2,1% w listopadzie, co wynikało z niższej dynamiki cen nośników energii, podczas gdy inflacja bazowa ustabilizowała się naszym zdaniem na poziomie 2,4% r/r. Więcej informacji nt. tendencji inflacyjnych w strefie euro dostarczy zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w Niemczech. Zmniejszyła się ona naszym zdaniem do 2,2% r/r w grudniu wobec 2,6% w listopadzie. Publikacja danych o inflacji będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.



W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Kluczową publikacją będą piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Rynek prognozuje, że zwiększyło się ono w grudniu o 53 tys. wobec wzrostu o 64 tys. w listopadzie, przy jednoczesnym spadku stopy bezrobocia z 4,6% do 4,5%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 45 tys. w grudniu wobec spadku o 32 tys. w listopadzie). W tym tygodniu opublikowane zostaną również zaległe dane o pozwoleniach na budowę i rozpoczętych budowach (za wrzesień i październik). Oczekiwania rynku wskazują, że dane potwierdzą utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Rynek oczekuje, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zwiększy się w styczniu do 53,2 pkt. wobec 52,9 pkt. w grudniu, z kolei indeks ISM dla przetwórstwa nie zmienił się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniesie 48,2 pkt. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.



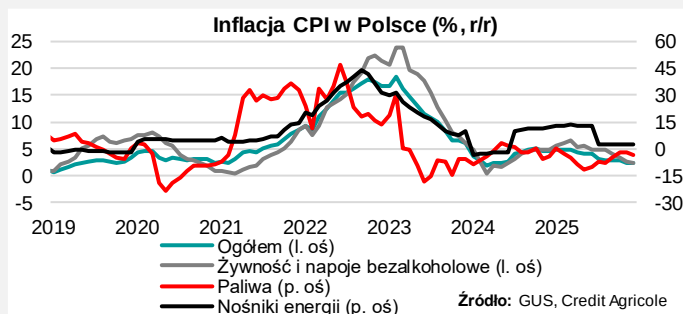
W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z niemieckiej gospodarki. W czwartek poznamy dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, ich dynamika w listopadzie spadła do -0,9% m/m wobec 1,5% w październiku. Rynek oczekuje, że bilans handlowy zmniejszył się w listopadzie do 16,7 mld euro wobec 16,9 mld euro w październiku. W piątek poznamy również dane o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensusem rynkowym, odsezonowana miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w listopadzie spadła do -0,4% wobec wzrostu o 1,8% w październiku. Listopadowe dane będą na ogół spójne z utrzymującą się niekorzystną sytuacją w niemieckim przemyśle i pesymistycznymi wynikami badań koniunktury PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

W ubiegłym tygodniu amerykańskie siły specjalne przeprowadziły atak na cele w Wenezueli i pojmaly prezydenta Wenezueli N. Maduro oraz jego żonę. Obecnie przebywają oni w Nowym Jorku, gdzie będą odpowiadać na zarzuty związane z udziałem w przemyśle narkotyków do USA. Jednocześnie administracja D. Trumpa ogłosiła, że kontroluje sytuację w Wenezueli i utrzyma tę kontrolę do momentu kiedy nie zostaną spełnione żądania USA. Choć nie zostały one oficjalnie ogłoszone to uważamy, że obejmują one powrót amerykańskich koncernów paliwowych na wenezuelski rynek, podjęcie ścisłej współpracy z USA w celu przeciwdziałania zorganizowanej

przestępczości oraz przemytowi narkotyków, a także odbudowę gospodarki Wenezueli w celu odwrócenia fali emigracji Wenezuelczyków do USA. Ze względu na duże znaczenie Wenezueli dla światowego rynku ropy naftowej, oczekiwania na zwiększenie podaży ropy z tego kierunku oddziałują w kierunku spadku jej cen na światowym rynku. Jednocześnie uważamy, że wydarzenia w Wenezueli są neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

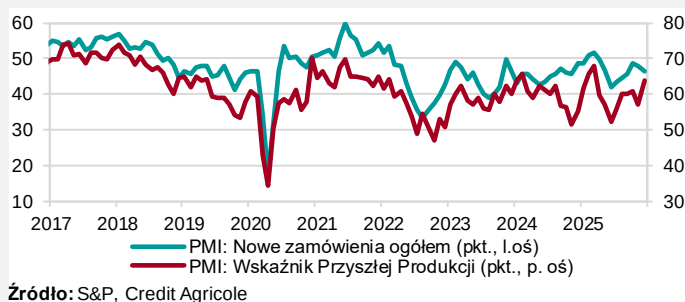
W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się do 2,4% r/r w grudniu wobec 2,5% w listopadzie, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”.



Do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” (2,4% r/r w grudniu wobec 2,7% w listopadzie) oraz „paliwa” (-3,1% wobec -1,9%). W przeciwnym kierunku oddziaływała wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zwiększyła się do 2,8-2,9% r/r w grudniu wobec 2,7% w listopadzie. Jednocześnie szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,1%, a tym samym ukształtowały się one zgodnie ze wzorcem sezonowym, sygnalizując tym samym stabilizację presji inflacyjnej. Podtrzymujemy naszą prognozę, że inflacja wyniesie przeciętnie 2,7% w 2026 r. wobec 3,6% w 2025 r. (por. tabela kwartalna). Istotnym czynnikiem niepewności dla kształtowania się inflacji w najbliższych miesiącach będzie coroczna rewizja przez GUS wag w koszyku konsumenckim, będących odzwierciedleniem struktury wydatków z budżetów gospodarstw domowych w 2025 r.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się w grudniu do 48,5 pkt. wobec 49,1 pkt. w listopadzie, a tym samym ukształtował się on poniżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.) oraz zgodnie z naszą prognozą. Spadek indeksu w grudniu wynikał ze zmniejszenia wkładów 2 z 5 jego



składowych (dla bieżącej produkcji i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw, zapasów oraz zatrudnienia. Tym samym indeks PMI od 8 miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W danych na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie spadku bieżącej produkcji, któremu towarzyszyło silniejsze niż w listopadzie obniżenie nowych zamówień (por. MAKROpuls z 02.01.2026). Zmniejszyły się również zamówienia zagraniczne, co część ankietowanych firm łączyła ze słabym popytem w Niemczech oraz we Francji. Uważamy, że pogarszające się perspektywy nowych zamówień, w tym zamówień zagranicznych, są związane z rosnącą konkurencją ze strony Chin, które dokonują reorientacji geograficznej eksportu w warunkach trudności w sprzedaży swoich towarów do USA (patrz poniżej). Średnia wartość indeksu PMI w polskim przetwórstwie zwiększyła się IV kw. do 48,8 pkt. wobec 46,8 pkt. w III kw. Mimo to podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce nie zmieniła się w IV kw.

w porównaniu do III kw. i wyniosła 3,8%, a w całym 2025 r. wzrosła do 3,6% wobec 3,0% w 2024 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowano *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC.** Zapis dyskusji potwierdził wyraźny podział pomiędzy członkami FOMC dotyczący tego, czy w grudniu należy dokonać kolejnej obniżki stóp procentowych. Podczas gdy wielu członków FOMC wyraziło pogląd, że wojny handlowe prowadzone przez administrację D. Trumpa nie doprowadzą do trwałego wzrostu presji inflacyjnej, to kilku członków wyraziło odmienny pogląd. Ponadto, kilku członków FOMC zwróciło uwagę, że obniżka stóp procentowych może zostać zinterpretowana przez rynek jako brak determinacji Fed do utrzymywania presji cenowej pod kontrolą. Warto zauważyć, że aż 3 członków FOMC sprzeciwiło się obniżce stóp procentowych o 25pb na grudniowym posiedzeniu (por. MAKROmapa z 15.01.2025). Ostatni raz z taką skalą różnic podczas głosowania mieliśmy do czynienia na początku lat 90. Co więcej, kilku z 9 członków FOMC, którzy zagłosowali za obniżką stóp procentowych stwierdziło, że równie dobrze mogli oni zagłosować za pozostawieniem stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Dali oni w ten sposób do zrozumienia, że mieli duży dylemat podczas podejmowania decyzji. Treść *Minutes* jest spójna z naszym scenariuszem zakładającym, że Fed w 2026 r. przyjmie nastawienie „wait-and-see”, utrzymując stopy procentowe bez zmian, a powrót do obniżek stóp i sprowadzenie stopy funduszy federalnych do jej docelowego przedziału równego [3,50%; 3,75%] nastąpi dopiero w 2027 r. Dostrzegamy ryzyko, że obniżki stóp mogą zmaterializować się wcześniej w przypadku silniejszego od naszych oczekiwań pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

✓ **Indeks RatingDog PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 50,1 pkt. wobec 49,9 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,8 pkt.).** Tym samym, po przejściowym spadku w listopadzie, indeks powrócił powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady wszystkich pięciu jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów oraz czasu dostaw). Warto zwrócić uwagę, że przyspieszenie wzrostu nowych zamówień nastąpiło pomimo spadku nowych zamówień eksportowych. Sugeruje to, że mimo postępującej reorientacji geograficznej eksportu (patrz poniżej), Chiny nadal mają problem ze skompensowaniem mniejszej sprzedaży do USA w warunkach utrzymujących się napięć we wzajemnych relacjach handlowych i gospodarczych sprzedażą na inne rynki eksportowe. W efekcie, produkcja w większym stopniu kierowana jest na rynek wewnętrzny. Na poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks NBS PMI, który zwiększył się w grudniu do 50,1 pkt. wobec 49,2 pkt. w listopadzie. Prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach nie zmieniła się w 2025 r. w porównaniu do 2024 r. i wyniosła 5,0%.

✓ Coraz więcej branż odczuwających presję konkurencyjną ze strony Chin

W MAKROmapie z 15.12.2025 zwracaliśmy uwagę na narastające ryzyko przekierowywania strumieni towarów – zwłaszcza z rynków objętych cłami ochronnymi lub innymi restrykcjami – na rynek unijny, co mogłoby prowadzić do gwałtownego wzrostu importu po obniżonych cenach i podważać konkurencyjność producentów z UE. Dane specjalnej grupy zadaniowej ds. nadzoru nad importem (*import surveillance task force*) powołanej przez Komisję Europejską sygnalizują, że największa koncentracja sygnałów ostrzegawczych dotyczy importu z Chin, które wyraźnie wyróżniają się na tle pozostałych kierunków geograficznych. Co więcej, od czasu opublikowania naszej poprzedniej analizy ryzyko ze strony Chin dalej narasta. W mapie natężenia sygnałów ostrzegawczych dotyczącej okresu styczeń-październik 2025 r. opublikowanej przez KE jedna dodatkowa branża („produkcja urządzeń elektrycznych”) została zakwalifikowana do najwyższej kategorii pod względem częstości występowania zagrożonych grup towarowych (kodów CN), a w przypadku kolejnej („produkcja

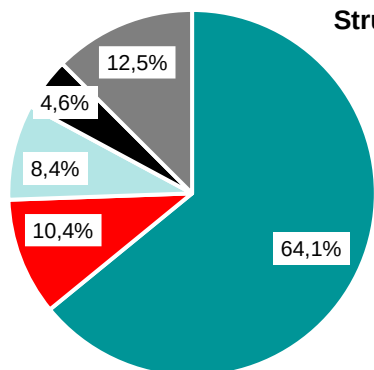
artykułów spożywczych, napojów oraz wyrobów tytoniowych”) po raz pierwszy pojawiły się sygnały ostrzegawcze. Oznacza to, że spośród 15 analizowanych branż w ramach importu z Chin do UE, tylko dla jednej z nich („gospodarka wodna, ścieki, odpady i rekultywacja”) nie odnotowano zagrożonych kodów CN, podczas gdy pozostałe 14 sektorów wykazuje przynajmniej pojedyncze sygnały ostrzegawcze.

	ASEAN	Kanada	Chiny	EFTA	Indie	Japonia	Korea Płd.	Mercosur	Meksyk	Rosja	Tajwan	Turcja	UK	USA
Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo														
Górnictwo i wydobywanie														
Produkcja artykułów spożywczych, napojów oraz wyrobów tytoniowych														
Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych														
Produkcja wyrobów z drewna oraz z papieru; poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji														
Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych														
Produkcja wyrobów farmaceutycznych, substancji chemicznych i produktów pochodzenia roślinnego stosowanych w lecznictwie														
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych oraz pozostałych wyrobów z mineralnych surowców niemetalicznych														
Produkcja metali oraz wyrobów z metali, z wyłączeniem maszyn i urządzeń														
Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych														
Produkcja urządzeń elektrycznych														
Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana														
Produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep oraz pozostałego sprzętu transportowego														
Pozostała produkcja oraz naprawa i instalowanie maszyn i urządzeń														
Dostarczanie wody; gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją														

Najwyższe 10% pod względem częstości występowania
Częstość występowania powyżej średniej
Częstość występowania poniżej średniej
Brak zagrożonych kodów CN

Źródło: KE, Credit Agricole

Oprócz mapy, KE publikuje również spis kodów CN, które zostały zakwalifikowane jako zagrożone. Obecnie jest to 149 grup produktowych zidentyfikowanych na podstawie danych dla okresu styczeń-październik 2025 r. W przypadku spisu pojedynczych kodów CN nie jest już podawana informacja z jakiego kierunku geograficznego pochodzi zwiększony import. Tym samym zagrożenia przekierowaniem handlowym nie można w każdym przypadku przypisywać bezpośrednio Chinom. Biorąc jednak pod uwagę sektorową powszechność importu z tego państwa w ramach zagrożonych kategorii, ilustrowaną przez mapę, można przyjąć, że większość kodów CN jest powiązana właśnie z przekierowaniem handlowym z Chin. Należy też zwrócić uwagę, że identyfikacja zagrożonych kodów następuje na poziomie odchyień importu w ramach całego rynku UE, a nie poszczególnych krajów członkowskich.


Struktura zagrożonych kategorii w Polsce*

- Produkcja urządzeń elektrycznych
- Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana
- Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych
- Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych
- Inne

* wg wartości eksportu z Polski na rynek unijny

Źródło: KE, Eurostat, Credit Agricole

Niemniej jednak przekierowanie tańszego importu z Chin i innych kierunków geograficznych do UE stanowi bezpośrednią konkurencję dla polskich eksporterów, którzy sprzedają swoje produkty w innych krajach UE. Dlatego aby pokazać jaka jest struktura strumienia importu w ramach zagrożonych kategorii skorzystaliśmy z wartości eksportu towarów z Polski na rynek

unijny. Najwięcej (pod względem wartości eksportu) zagrożonych kodów CN należy do kategorii „Produkcja urządzeń elektrycznych” (64,1% wartości strumienia importu w ramach zagrożonych kodów CN). Są to przede wszystkim „akumulatory litowo-jonowe (z wyl. zużytych)”. Pozostałe znaczące kategorie PKD w ramach zagrożonego importu to „Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej niesklasyfikowana” (10,4% całości), „Produkcja wyrobów tekstylnych, odzieży, wyrobów ze skóry i wyrobów pokrewnych” (8,4%), i „Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych” (4,6%). Najważniejsze kody CN (pod względem wagi w całkowitym eksporcie Polski do UE) przedstawiono w tabeli poniżej.

Kod CN	Nazwa grupy produktowej	Waga UE*	Waga w eksporcie**
85076000	Akumulatory litowo-jonowe (z wyl. zużytych)	80,0%	1,83%
84798997	Maszyny, aparaty i urządzenia mechaniczne, gdzie indziej niesklasyfikowane	66,3%	0,28%
31021090	Mocznik, nawet w roztworze wodnym, zawierający <= 45 % masy azotu w suchym bezwodnym produkcie (z wyl. w granulach lub podobnych postaciach, lub w opakowaniach o masie brutto <= 10 kg)	54,2%	0,05%
61103091	Bluzy, pulowery, swetry rozpinane, kamizelki i podobne artykuły, męskie lub chłopięce, z włókien chemicznych, dziane (z wyl. bluzek i pulowerów z kołnierzem polo lub golfem, z lekkiej i cienkiej dzianiny i kamizelek z podbiciem)	85,0%	0,04%
39172110	Rury, przewody i węże, sztywne, z polimerów etylenu, bez szwu i o długości > maksymalny wymiar przekroju poprzecznego, nawet obrobione powierzchniowo, ale nieobrobione inaczej	88,8%	0,04%
87036010	Samochody i pozostałe pojazdy silnikowe przeznaczone zasadniczo do przewozu < 10 osób, włącznie z samochodami osobowo-towarowymi oraz samochodami wyścigowymi, zarówno z silnikami tłokowymi wewnętrznego spalania z zapłonem iskrowym, jak i silnikami elektrycznym, jako silnikami do napędu, zdolne do ładowania przez podłączenie do zewnętrznego źródła energii elektrycznej, nowe (z wyl. pojazdów do poruszania się po śniegu, podobnych pojazdów specjalnego przeznaczenia objętych podpozycją 8703 10)	94,8%	0,03%
61023090	Anoraki, włącznie z kurtkami narciarskimi, wiatrówki, kurtki od wiatru i podobne artykuły, z włókien chemicznych, damskie lub dziewczęce, dziane (z wyl. kostiumów, kompletów, żakietów, sukni, spódnic, spódnico-spodni, spodni, spodni na szelkach i z karczkiem typu ogrodniczeki)	89,1%	0,03%
20098999	Sok z dowolnego pojedynczego owocu lub warzywa, niesfermentowany, o liczbie Brix <= 67 w 20°C (z wyl. z dodatkiem cukru lub alkoholu, mieszanek, soku z owoców cytrusowych, z owoców guawy, mango, smaczeliny, melonowca (papai), tamaryndy, nerkowca, liczi (śliwki chińskiej), kanawalii, sączyńca, męczennicy, oskomanu (carambola) i pitahaya, soku ananasowego, pomidorowego, z winogron, włączając moszcz gronowy, z jabłek, z gruszek, wiśni lub czereśni, z żurawin)	72,1%	0,03%
72283069	Sztaby i pręty, ze stali stopowej innej niż nierdzewna, tylko walcowane na gorąco, tylko ciągnięte na gorąco lub tylko wyciskane, o przekroju okrągłym o średnicy < 80 mm (inne niż ze stali szybkołatającej, ze stali krzemowo-manganowej, stali narzędziowej i z wyl. wyrobów objętych podpozycją 7228 30 49, półproduktów, wyrobów walcowanych płaskich i walcowanych na gorąco sztab i prętów, w nieregularnych kręgach)	87,8%	0,03%
62022000	Palta, kurtki 3/4, pelerynki, peleryny, anoraki (włącznie z kurtkami narciarskimi), wiatrówki, kurtki od wiatru i podobne artykuły, damskie lub dziewczęce, z wełny lub cienkiej sierści zwierzęcej (z wyl. dzianych, kostiumów, kompletów, żakietów, sukni, spódnic, spódnico-spodni, bryczesów i szortów, spodni na szelkach i z karczkiem typu ogrodniczeki)	88,6%	0,02%

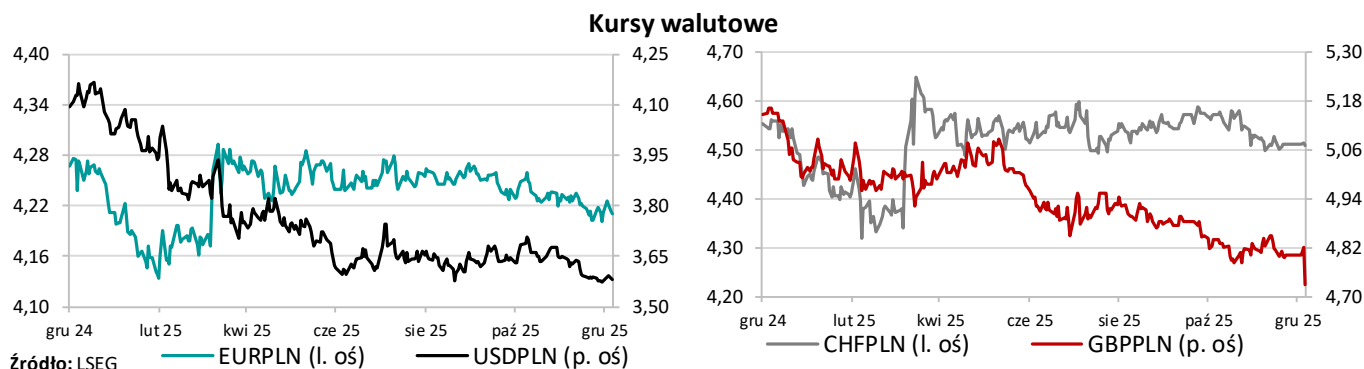
* Relacja eksportu towarów z Polski do UE do całkowitego eksportu towarów z Polski (dla danego kodu CN)

** Waga danej grupy produktowej w całkowitym eksporcie towarów z Polski do krajów UE

Źródło: KE, Eurostat, Credit Agricole

KE sama podkreśla, że zmienność importu z miesiąca na miesiąc nie powinna być automatycznie traktowana jako sygnał ostrzegawczy, ponieważ w wielu sektorach duże wahania są zjawiskiem całkowicie naturalnym. Handel wieloma produktami ma wyraźny charakter sezonowy, a w innych przypadkach na statystyki może wpływać choćby termin odprawy celnej pojedynczych, dużych dostaw. Dodatkowo, w relacjach z kluczowymi partnerami handlowymi historycznie obserwowano znaczną zmienność wolumenów importu, co wynika zarówno z uwarunkowań logistycznych, jak i specyfiki danego rynku. Dlatego w ewentualnych postępowaniach dotyczących środków ochronnych kluczowe jest analizowanie trendów, a nie jedynie krótkoterminowych fluktuacji, które mogą wynikać z czynników losowych lub sezonowych, a nie ze strukturalnych zmian przepływów handlowych. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę, że liczba zagrożonych grup produktowych (na poziomie pojedynczych kodów CN) stopniowo zwiększała się z 55 zidentyfikowanych w okresie styczeń-kwiecień 2025 r. do 149 w okresie styczeń-październik br.

Lekkie umocnienie złotego na koniec 2025 r.



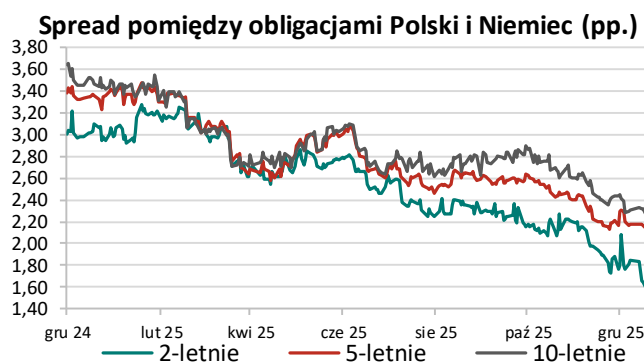
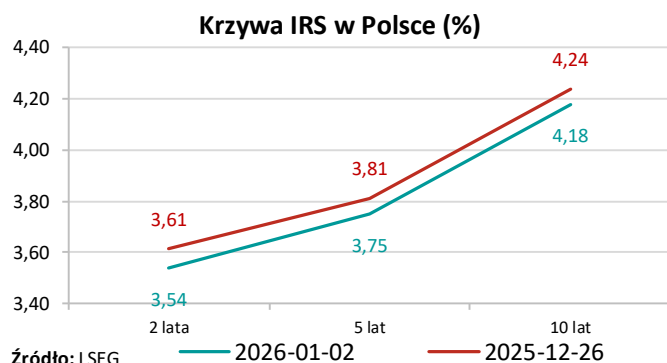
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zmniejszył się do 4,2082 (umocnienie złotego o 0,1%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był relatywnie stabilny. Publikacja krajowych danych o inflacji miała ograniczony wpływ na kurs złotego, a na rynku utrzymywała się niska płynność ze względu na okres świąteczno-noworoczny.

W tym samym czasie doszło do umocnienia dolara względem euro, czemu sprzyjała publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FOMC, która wskazała na niskie prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Wsparcie dla takiej oceny stanowi odnotowany w ubiegłym tygodniu wzrost kontraktów FRA w USA, przybliżających oczekiwania rynkowe dotyczące wysokości stóp procentowych.

Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego. Wydarzenia w Wenezueli nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.



Spadek stawek IRS wspierany przez publikację krajowych danych o inflacji



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,54 (spadek o 7pb), 5-letnie do 3,75 (spadek o 6pb), a 10-letnie do 4,18 (spadek o 6pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowany był spadek IRS na całej długości krzywej. Sprzyjała temu publikacja niższych od oczekiwań krajowych danych o inflacji. Jednocześnie na rynku utrzymywała się obniżona płynność ze względu na okres świąteczno-noworoczny. Rynek wycenia obecnie 3 niepełne obniżki do końca 2026 r.

Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Wydarzenia w Wenezueli są naszym zdaniem neutralne dla stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00
Kurs EURPLN*	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,22
Kurs USDPLN*	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,61
Kurs CHFPLN*	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,53
Inflacja CPI (r/r, %)	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	3,5	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,2	0,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,4	-2,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	3,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	7,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	
Saldo ROB (mln EUR)	-1427	-35	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	1924	1654		
Eksport (r/r, %, EUR)	0,7	2,7	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,4	2,8		
Import (r/r, %, EUR)	3,9	10,4	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,4	-1,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	3,3	3,8	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	3,6	3,6	3,0
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	3,5	3,5	2,7	2,8	3,1	3,3	3,5	3,1	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	7,4	8,6	10,9	7,2	6,5	5,8	8,5	6,6
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	1,9	6,1	2,8	4,5	5,8	5,8	5,3	4,1	5,5	5,0
Import (ceny stałe, %, r/r)	4,3	3,4	5,9	2,8	5,0	6,1	6,5	6,1	4,8	6,0	5,5
Wkłady do wzrostu PKB											
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,6	2,0	1,7	1,7	1,7	1,8	1,6	2,0	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	1,1	1,7	1,1	1,7	1,2	1,5	1,0	1,5
Eksport netto (pp.)		-0,9	-0,7	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
		-0,9	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,5	5,5	5,6	5,7	5,6	5,5
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,7	0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,8	7,5	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	8,2	6,0	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,6	2,2	2,6	2,7	3,3	3,6	2,7	3,0
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,72	3,99	3,85	3,85	3,85	3,86	3,99	3,86	3,86
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	3,75
EURPLN**	4,19	4,24	4,26	4,21	4,21	4,20	4,19	4,18	4,21	4,18	4,15
USDPLN**	3,87	3,60	3,63	3,58	3,63	3,68	3,74	3,80	3,58	3,80	3,55

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 05.01.2026 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Styczeń	-6,2	-5,0	
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Grudzień	48,2	48,2	
Wtorek 06.01.2026 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Grudzień	52,6	52,6	52,6
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Grudzień	51,9	51,9	51,9
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,6	2,2	2,2
Środa 07.01.2026 r.						
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,1	2,0	2,0
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Grudzień	-32	45	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	199		
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Grudzień	52,6	52,4	
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Październik	0,2		
Czwartek 08.01.2026 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	1,5	-0,9	
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Grudzień	-0,66		
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Listopad	6,4	6,4	
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Listopad	-0,5		
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Październik	0,0		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Październik	-0,2		
Piątek 09.01.2026 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-2,2		
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	0,7		
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	1,8	-0,4	
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Listopad	16,9	16,7	
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Listopad	0,0	0,1	
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1330	1336	
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1307	1314	
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	4,6	4,5	
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Grudzień	64	53	
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	52,9	53,2	

* 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