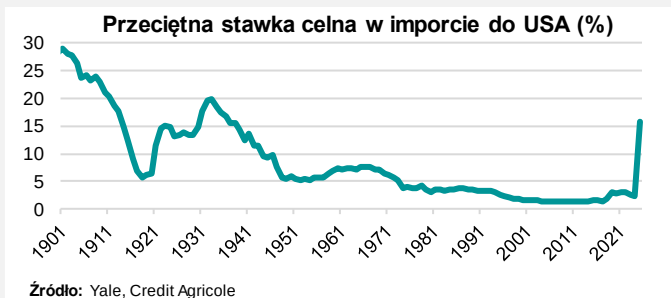


W tym tygodniu

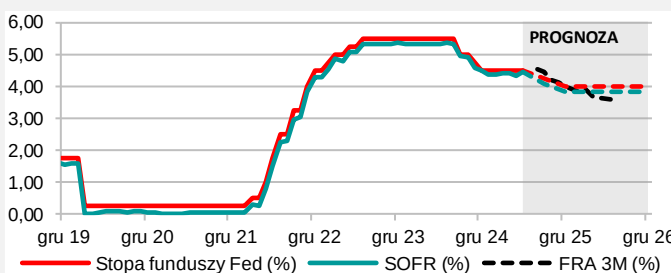
W tym tygodniu w centrum uwagi inwestorów będą napływające informacje dotyczące polityki handlowej USA. Prezydent USA D. Trump będzie kontynuował rozpoczętą w zeszły piątek wysyłkę listów do partnerów handlowych USA w sprawie wysokości ceł. Zgodnie z zapowiedzią, będzie to ok.

10-12 listów dziennie. Wysokość stawek celnych będzie wahać się od 10% do 70%, a same cła będą one obowiązywać od 1 sierpnia. Wskazówkę co do potencjalnej wysokości ceł dostarczyła ubiegłotygodniowa umowa handlowa pomiędzy USA a Wietnamem, gdzie cła zostały ustanowione na poziomie 20%. Napływające informacje w sprawie wysokości ceł będą oddziaływały w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.



Źródło: Yale, Credit Agricole

Istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC. Uważamy, że może dostarczyć ono istotnych informacji w świetle coraz wyraźniejszych różnic wśród członków Fed dotyczących oczekiwane przez nich poziomu



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

stóp procentowych. Różnice te ujawniły się w opublikowanym wraz z wynikami czerwcowej projekcji wykresie punktowym przedstawiającym oczekiwania poszczególnych członków Fed dotyczące przyszłego poziomu stóp procentowych. Z wykresu wynika, że jedna duża grupa członków nie przewiduje żadnych cięć stóp procentowych w 2025 r., podczas gdy inna duża grupa oczekuje jeszcze dwóch obniżek. Uwaga rynków skupi się więc na wszelkich sygnałach, które pozwolą lepiej zrozumieć stanowiska tych dwóch grup. Interesujące będą także ewentualne wskazówki dotyczące tego, co mogłoby skłonić Rezerwę Federalną do obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem z decyzją o kolejnej obniżce stóp procentowych Fed o 25pb wstrzyma się przynajmniej do wrześniowego posiedzenia, kiedy możliwa będzie pierwsza wstępna ocena wpływu ceł na inflację. Uważamy, że wcześniejsze cięcie stóp procentowych w lipcu byłoby możliwe tylko w przypadku wyraźnie słabszych danych z rynku pracy. Oczekujemy, że publikacja *Minutes* może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj rano poznaliśmy dane o produkcji przemysłowej w Niemczech, która zwiększyła się w maju o 1,2% m/m wobec spadku o 1,6% w kwietniu (rewizja w dół z -1,4%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,1%). Zgodnie z komunikatem do wzrostu produkcji przemysłowej przyczyniła się wyższa produkcja w branży motoryzacyjnej (+4,9% m/m), w energetyce (+10,8% m/m) oraz w branży farmaceutycznej (+10,0%). Mimo relatywnie silnego wzrostu produkcji w maju w branży motoryzacyjnej, aktywność w tym sektorze pozostaje na obniżonym poziomie. Z kolei w ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika spadła w maju do -1,4% m/m wobec 1,6% w kwietniu. Było to efektem niższej dynamiki zamówień krajowych, podczas gdy dynamika zamówień zagranicznych zwiększyła się, co wynikało z wyższych zamówień spoza strefy euro. Silne obniżenie nowych zamówień w maju wynikało w dużym stopniu ze spadków w

kategoriach, gdzie zamówienia charakteryzują się dużą zmiennością, jak np. „komputery, wyroby elektroniczne i optyczne”, „wyroby tekstylne”, czy „papier i wyroby z papieru”. W tym tygodniu poznamy również dane o niemieckim handlu zagranicznym. Rynek oczekuje, że zwiększyło się ono w maju do 17,0 mld EUR wobec 14,6 mld EUR w kwietniu. Uważamy, że napływające dane z niemieckiej gospodarki są neutralne dla rynków finansowych.

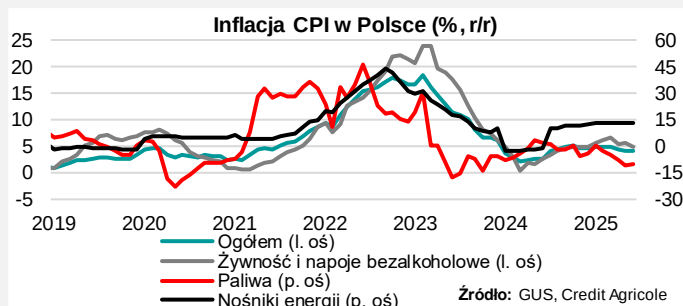
W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 25pb (stopa referencyjna NBP wynosi 5,00%). Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i niezgodna z konsensusem rynkowym, który wskazywał na stabilizację stóp (por. MAKROpuls z 02.07.2025). Uzasadniając swoją decyzję Rada powołała się na lipcową projekcję inflacji, zgodnie z którą w najbliższych miesiącach inflacja CPI obniży się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt. proc.). W komunikacie podtrzymano ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Rada przedstawiła również najnowszą projekcję inflacji. Oczekiwana w projekcji inflacja w latach 2025-2027 została zrewidowana w dół względem ścieżki przedstawionej w marcu. Do obniżenia przewidywanej w projekcji inflacji w latach 2025-2026 przyczyniły się niższy punkt startowy (niższa niż oczekiwano inflacja w II kw. 2025 r.), niższe prognozowane ceny paliw oraz silna obniżka cen gazu w lipcu br. Tym samym, począwszy od I kw. 2026 r. do końca 2027 r., oczekiwana w projekcji inflacja kształtuje się w paśmie dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego, a powrót inflacji do celu następuje w II kw. 2027 r. Jednocześnie prognozowana w lipcowej projekcji ścieżka wzrostu PKB, wskazująca na spowolnienie wzrostu gospodarczego w latach 2026-2027, jest zbliżona do ścieżki przewidywanej w projekcji marcowej. W projekcji inflacji na szczególną uwagę zasługują dwa elementy. Po pierwsze, projekcja zakłada, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej (tj. do IV kw. 2026 r.) inflacja znajdzie się w celu inflacyjnym (bez uwzględnienia lipcowej obniżki). Po drugie, projekcja zakłada odmrożenie cen energii w IV kw. W tym kontekście na uwagę zasługują wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego na zwyczajowej konferencji prasowej. Zwrócił on uwagę na wysoką niepewność wokół tego, czy prezydent podpisze ustawę o zamrożeniu cen energii do końca br., która została połączona z tzw. ustawą wiatrakową. Jeśli ostatecznie ustawa wejdzie w życie to listopadowa projekcja przesunie efekt odmrożenia na kolejne kwartały. W takim scenariuszu Rada może być mniej skłonna czekać z obniżką stóp procentowych do listopada i może się ona zdecydować się na nią już we wrześniu. Z tego powodu dostrzegamy ryzyko dla naszego scenariusza, zgodnie z którym kolejna obniżka stóp procentowych (o 25pb) nastąpi dopiero w listopadzie br., po zapoznaniu się przez Radę z wynikami listopadowej projekcji NBP. W ubiegłym tygodniu dwóch wywiadów (dla agencji Bloomberg i Business Insidera) udzielił również członek RPP L. Kotecki. W wywiadzie dla agencji Bloomberg stwierdził on, że obniżka stóp procentowych w lipcu może być początkiem cyklu, który prawdopodobnie będzie kontynuowany dwoma kolejnymi cięciami o 25pb jeszcze w tym roku, jeśli pozwolą na to dane. Z kolei w wywiadzie dla Business Insidera dał do zrozumienia, że stopy procentowe mogą w tym roku zostać jeszcze obniżone przynajmniej o 25pb.

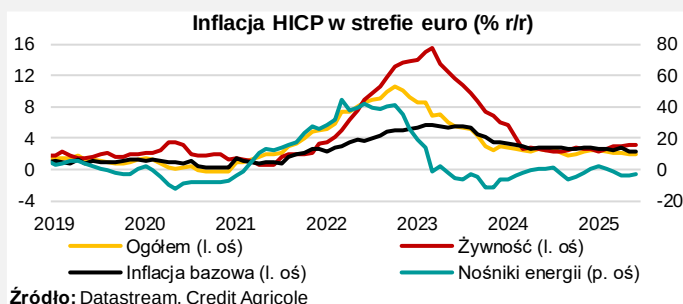
Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa obniżył się w czerwcu do 44,8 pkt. wobec 47,1 pkt. w maju, a tym samym ukształtował się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (48,0 pkt.) i naszej prognozy (49,5 pkt.). Jest to jednocześnie najniższa wartość indeksu od października 2023 r. W konsekwencji indeks PMI od dwóch miesięcy kształtuje się poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od zmniejszenia aktywności. Obniżenie indeksu wynikało ze zmniejszenia wkładów 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień oraz zapasów), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia i czasu dostaw.

Na szczególną uwagę zasługuje zmniejszenie składowej dla nowych zamówień, której towarzyszyło silne obniżenie wskaźnika dla nowych zamówień eksportowych do najniższego poziomu od września 2023 r. Ankietowane firmy uzasadniały to m.in. niesprzyającą sytuacją na rynkach europejskich (por. MAKROpuls z 01.07.2025). Analizując napływające w ostatnich dwóch miesiącach dane z polskiego przetwórstwa można odnieść wrażenie, że sygnały wskazujące na ożywienie w tym sektorze okazały się fałszywe. Uwzględniając jednak wyraźną poprawę sytuacji w przetwórstwie strefy euro, w szczególności w Niemczech, uważamy, że polskie przetwórstwo powróci w kolejnych miesiącach na ścieżkę wzrostu. Z tego powodu, choć średnia wartość indeksu PMI w polskim przetwórstwie obniżyła się w II kw. do 47,4 pkt. wobec 50,0 pkt. w I kw., podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zwiększyła się w II kw. do 3,4% r/r wobec 3,2% w I kw., a w całym 2025 r. zwiększy się do 3,6% wobec 2,9% w 2024 r.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce wzrosła w czerwcu do 4,1% r/r wobec 4,0% w maju, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (4,0%) oraz naszej prognozy (3,9%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Do zwiększenia inflacji przyczyniła się wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (-10,0% r/r w czerwcu wobec -11,4% w maju), a także wzrost inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami wyniosła w czerwcu 3,5% r/r wobec 3,3% w maju. Przeciwny wpływ miały niższe dynamiki cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (4,9% wobec 5,5%) oraz „nośniki energii” (12,8% wobec 13,0%). Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się w czerwcu o 0,3% m/m, a tym samym ich dynamika ukształtowała się powyżej wzorca sezonowego (0,1% m/m), co wskazuje na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną. Prognozujemy, że w II poł. br. inflacja wyraźnie się obniży, a w całym 2025 r. wyniesie 3,5% wobec 3,6% w 2024 r.



Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zwiększyła się w czerwcu do 2,0% r/r wobec 1,9% w kwietniu, kształtując się zgodnie z konsensem rynkowym oraz poniżej naszej prognozy (2,1%). Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z wyższej dynamiki cen nośników energii (-2,7% r/r w czerwcu wobec -3,6% w maju), podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa dynamika cen żywności (3,1% wobec 3,2%). Jednocześnie inflacja bazowa nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 2,3% r/r. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego spadku inflacji bazowej, jednak proces ten będzie powolny, a jej poziom zbliży się do 2% dopiero w I kw. 2026 r.



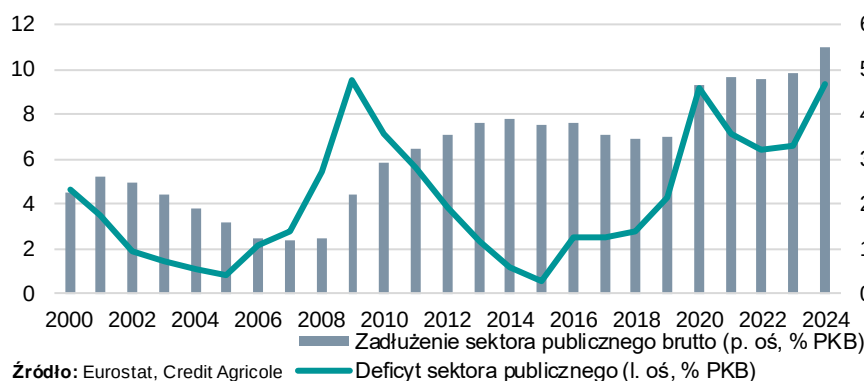
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w czerwcu do 50,1 pkt. wobec 48,7 pkt. w maju, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (49,0 pkt.). Tym samym indeks po tym jak przez ostatnie dwa miesiące kształtował się poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności, ponownie przekroczył tę granicę. W kierunku zwiększenia indeksu Caixin oddziaływały wyższe wkłady 4 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, nowych zamówień, bieżącej produkcji i czasu dostaw), podczas gdy składowa dla zapasów oddziaływała w przeciwnym kierunku. W danych na

szczególną uwagę zasługuje silne zwiększenie składowej dla nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych (przy czym indeks dla nowych zamówień eksportowych nadal pozostaje poniżej granicy 50 pkt.). Sugeruje to, że Chiny w warunkach niższej opłacalności sprzedaży na rynku amerykańskim starają się lokować je na innych rynkach eksportowych. Średnia wartość indeksu PMI w chińskim przetwórstwie zmniejszyła się w II kw. do 49,7 pkt. wobec 50,7 pkt. w I kw. Prognozujemy, że roczna dynamika PKB w Chinach zmniejszy się w II kw. do 5,2% wobec 5,4% w I kw. Niemniej dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2025 r. zwiększy się o 4,6% wobec wzrostu o 5,0% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w czerwcu o 147 tys. wobec wzrostu o 144 tys. w maju (rewizja w górę z 139 tys.) i ukształtowało się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (110 tys.) i naszej prognozy (100 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w sektorze rządowym (+73,0 tys.), edukacji i służbie zdrowia (+51,0 tys.) oraz w turystyce i rekreacji (+20,0 tys.). Z kolei do najsilniejszego spadku zatrudnienia doszło w działalności profesjonalnej i usługach biznesowych (-7,0 tys.), przetwórstwie przemysłowym (-7,0 tys.) oraz w handlu hurtowym (-6,6 tys.). Jednocześnie stopa bezrobocia obniżyła się w czerwcu do 4,1% wobec 4,2% w maju i ukształtowała się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku zgodnych z naszą prognozą (4,3%). Nieznacznie obniżyła się również dynamika wynagrodzenia godzinowego, która zmniejszyła się w czerwcu do 3,7% r/r wobec 3,8% w maju. Głębsza analiza danych wskazuje, że ich wydźwięk jest mniej optymistyczny niż mogłoby się początkowo wydawać. Po pierwsze, wzrost zatrudnienia w czerwcu wynikał w dużym stopniu z silnego przyrostu zatrudnienia w sektorze rządowym, co w naszej ocenie jest efektem jednorazowym, który wygaśnie w kolejnym miesiącu. Po drugie, spadkowi stopy bezrobocia towarzyszyło również obniżenie współczynnika aktywności zawodowej do 62,3% w czerwcu wobec 62,4% w maju. Uważamy jednak, że sytuacja na amerykańskim rynku pracy jest na tyle dobra, że nie wymusza ona przyspieszenia obniżek stóp procentowych przez Fed. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa zwiększył się w czerwcu do 49,0 pkt. wobec 48,5 pkt. w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (48,8 pkt). Wzrost indeksu wynikał wyższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady jego składowych dla nowych zamówień, zatrudnienia oraz czasu dostaw. Indeks ISM dla usług zwiększył się w czerwcu do 50,8 pkt. wobec 49,9 pkt. w maju, a tym samym ukształtował się lekko powyżej konsensusu rynkowego (50,5 pkt.). Tym samym po przejściowym powrocie on powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Zwiększenie indeksu wynikało z wyższych wkładów 2 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady dla zatrudnienia i czasu dostaw. Uwzględniając politykę handlową D. Trumpa dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w całym 2025 r. obniży się do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. wzrośnie do 2,2%. W pewnym stopniu ryzyko do kompensuje przyjęcie przez Kongres ustawy „*One Big Beautiful Bill Act*”, utrwalającej wprowadzone w 2017 r. na 10 lat obniżki podatków, przy jednoczesnym istotnym obniżeniu wydatków socjalnych, m.in. na państwowe ubezpieczenie zdrowotne dla najmniej zarabiających (*Medicaid*), czy programy bonów na zakup żywności (*SNAP*). Jednocześnie zakłada ona istotne zwiększenie wydatków na uszczelnienie granic i walkę z nielegalną imigracją.



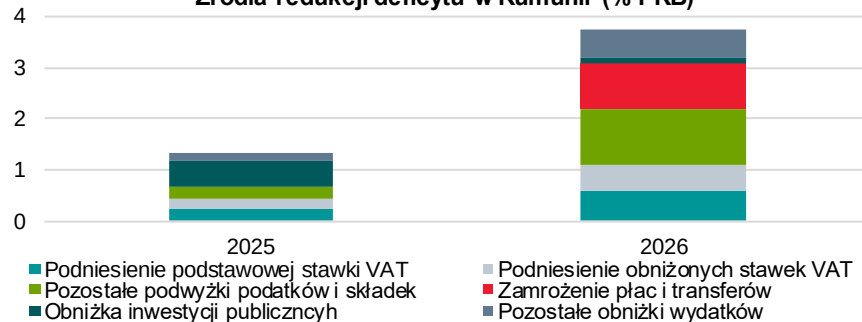
Zaciskanie pasa, niski wzrost PKB i wysoka inflacja w Rumunii



W ostatnich latach sytuacja finansów publicznych Rumunii uległa znacznemu pogorszeniu. Deficyt budżetowy w 2024 r. osiągnął 9,3% PKB, co było najwyższym poziomem w Unii Europejskiej. Pogłębienie nierównowagi fiskalnej wynikało z kontynuacji ekspansywnej polityki budżetowej, w tym wzrostu wydatków bieżących oraz istotnego

zwiększenia wynagrodzeń w sektorze publicznym i transferów socjalnych. Komisja Europejska, która od 2020 r. prowadzi wobec Rumunii procedurę nadmiernego deficytu (EDP), stwierdziła w czerwcu 2025 r., że kraj nie podjął skutecznych działań naprawczych. Komisja wyznaczyła rządowi nowy termin – do 15 października 2025 r. – na przedstawienie wiarygodnego planu konsolidacji, który pozwoliłby zredukować deficyt do poziomu poniżej 3% PKB do 2030 r. W przeciwnym razie Rumunii grozi uruchomienie środków dyscyplinujących, w tym zawieszenie funduszy UE, co dotyczy zarówno wypłat ze środków polityki spójności oraz Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Reakcja agencji ratingowych była jednoznaczna – zarówno Moody's, Fitch jak i S&P obniżyły perspektywę ratingu Rumunii ze stabilnej na negatywną. Agencje wskazywały na trwałość wysokich deficytów, narastające potrzeby pożyczkowe oraz trudne otoczenie polityczne po wyborach parlamentarnych i prezydenckich. Utrzymujące się ryzyko obniżenia ratingu poniżej poziomu inwestycyjnego („non-investment grade”) spowodowało presję na rentowności obligacji, które w przypadku 10-letnich tenorów osiągały w 2025 r. poziom powyżej 8%. W odpowiedzi na pogarszającą się sytuację w finansach publicznych oraz presję ze strony instytucji międzynarodowych, rząd Rumunii ogłosił w ubiegłym tygodniu pakiet fiskalny mający na celu znaczące ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych. Poniżej analizujemy wpływ tego pakietu na średnioterminową sytuację gospodarczą w Rumunii.

Źródła redukcji deficytu w Rumunii (% PKB)



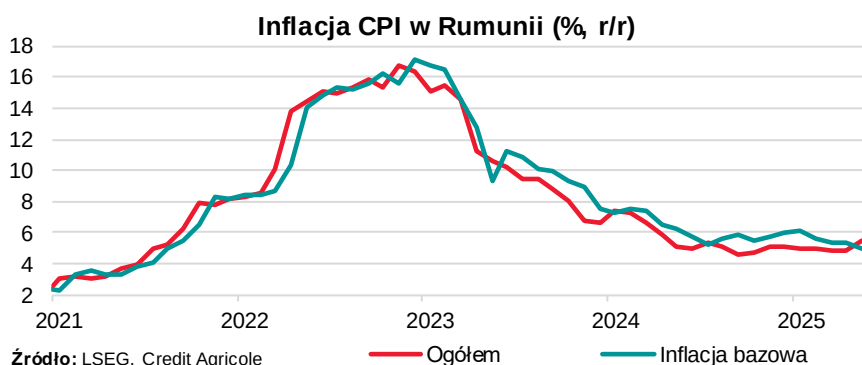
Pakiet ma wejść w życie etapami – pierwsze rozwiązania zostaną wdrożone w sierpniu 2025 r., a kolejne od stycznia 2026 r. Od sierpnia 2025 r. planowane są przede wszystkim zmiany po stronie dochodowej. Na podstawie dostępnych informacji, można szacować, że ich łączny efekt fiskalny wyniesie 0,65% PKB w 2025 r. oraz 1,65% PKB w 2026 r.

Największy wpływ będzie mieć podniesienie podstawowej stawki VAT z 19% do 21%, które przyniesie dodatkowe 0,24% PKB w 2025 r. oraz 0,57% PKB w 2026 r. Dodatkowe dochody zapewni także podniesienie obniżonych stawek VAT – z 9% do 11% w przypadku żywności, leków, wody i usług kanalizacyjnych oraz z 5% do 11% dla książek, energii cieplnej i usług kulturalnych, co łącznie przyniesie około 0,06% PKB w 2025 r. i 0,15% PKB w 2026 r. Znaczące będą także wpływy z podwyższenia pozostałych stawek VAT do 21%, m.in. dla usług hotelarskich, gastronomii i dostaw OZE – 0,15% PKB w 2025 r. i 0,36% PKB w 2026 r. Uzupełnieniem są wyższe akcyzy na paliwa, alkohol, papierosy i napoje wysokocukrowe (0,08% / 0,25%), składka zdrowotna od emerytur powyżej 3 000 RON (0,07% / 0,20%), wyższy podatek

sektorowy od banków (0,02% / 0,07%) oraz zwiększone opodatkowanie gier hazardowych (0,03% / 0,05%).

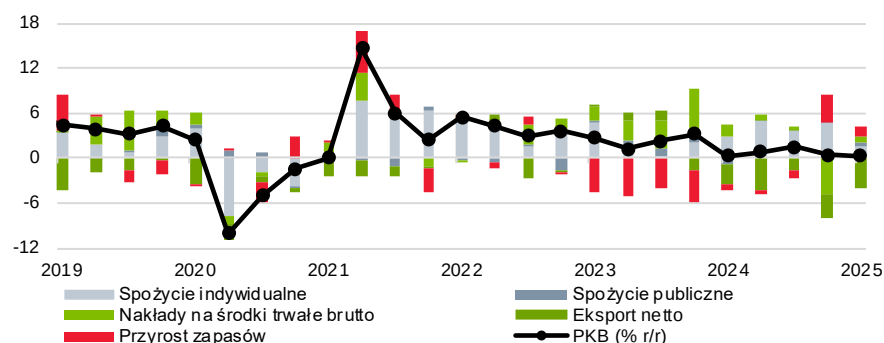
Po stronie wydatkowej działania wdrażane od sierpnia 2025 r. mają przynieść oszczędności rzędu 0,67% PKB w 2025 r. oraz dodatkowo 0,53% PKB w 2026 r. Zakładają one m.in. ograniczenie dodatków do wynagrodzeń w administracji (np. za warunki szkodliwe czy pracę przy projektach unijnych), zmiany w systemie edukacyjnym (zmniejszenie liczby stypendiów, zwiększenie pensum, większe klasy) oraz reformy w systemie zdrowia, w tym współpłacenie i nowe zasady zasiłków chorobowych. Przewidziano również działania na poziomie samorządów lokalnych (związane z reorganizacją i uzależnieniem transferów od wydajności fiskalnej), reformy spółek skarbu państwa i instytucji samofinansujących się, a także znaczną redukcję nakładów inwestycyjnych – w tym przesunięcia projektów z części pożyczkowej Funduszu Odbudowy do komponentu dotacyjnego.

Od stycznia 2026 r. wejdą w życie kolejne działania fiskalne, których wpływ po stronie dochodów oszacowano na 0,54% PKB, a po stronie wydatków – na 1,02% PKB. Wzrost dochodów będzie wynikał głównie z podwyższenia podatku od dywidend z 10% do 16%, co przyniesie 0,18% PKB, oraz reformy podatku od nieruchomości – jego podstawą stanie się wartość rynkowa, co wygeneruje 0,13% PKB. Przewidziano również nowe opłaty środowiskowe, w tym system elektronicznego poboru opłat drogowych TollRo (0,17%), wyższą roczną opłatę za korzystanie z dróg krajowych (0,05%) oraz działania związane z aktualizacją opłat z tytułu użytkowania majątku państwowego (0,01%). Największe oszczędności po stronie wydatków od 2026 r. zapewni zamrożenie nominalnego poziomu wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz wszystkich świadczeń socjalnych, w tym emerytur – łączny efekt tej decyzji to 0,88% PKB. Uzupełniające działania obejmą reorganizację administracji rządowej oraz ograniczenie uprawnień do bonów wakacyjnych, co przyniesie dodatkowe 0,14% PKB oszczędności. Sumaryczny efekt pakietu fiskalnego można szacować na 1,3% PKB w 2025 r. oraz 3,7% PKB w 2026 r.



W związku z przyjęciem pakietu fiskalnego zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji CPI dla Rumunii. Obecnie oczekujemy, że średnioroczna inflacja wyniesie 6,8% w 2025 r. (wobec wcześniej prognozowanych 4,8%) oraz 6,0% w 2026 r. (wobec 3,5%). Głównym źródłem presji inflacyjnej będzie wzrost stawek VAT i akcyz, który w sposób szybki i trwały przełoży się

na ceny konsumpcyjne – zwłaszcza w takich kategoriach jak energia, żywność, napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe oraz usługi hotelarsko-gastronomiczne. Silny impuls proinflacyjny będzie także pochodził z liberalizacji cen energii elektrycznej, której skala okazała się większa od wcześniejszych założeń. Zgodnie z przyjętym mechanizmem, od lipca 2025 r. odmrożone zostały ceny prądu dla gospodarstw domowych, co doprowadziło do skokowego wzrostu rachunków – szacunkowo o kilkadziesiąt procent. Biorąc pod uwagę zmiany fiskalne i podwyżki cen prądu oczekujemy, że inflacja w drugiej połowie 2025 r. oraz na początku 2026 r. będzie się utrzymywać na podwyższonym poziomie, oscylującym wokół 8% r/r. W dalszej części 2026 r. przewidujemy stopniowe obniżenie dynamiki cen, głównie w wyniku efektów wysokiej bazy z 2025 r. Dezinflacyjny wpływ będzie miało również osłabienie popytu konsumpcyjnego, będące efektem konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie jednak kolejnym źródłem wzrostu cen w 2026 r. będzie planowana liberalizacja cen gazu ziemnego. Pomimo oczekiwanego przez nas spowolnienia tempa wzrostu cen w drugiej połowie 2026 r., inflacja pozostanie istotnie powyżej celu Narodowego Banku Rumunii w całym horyzoncie prognozy.



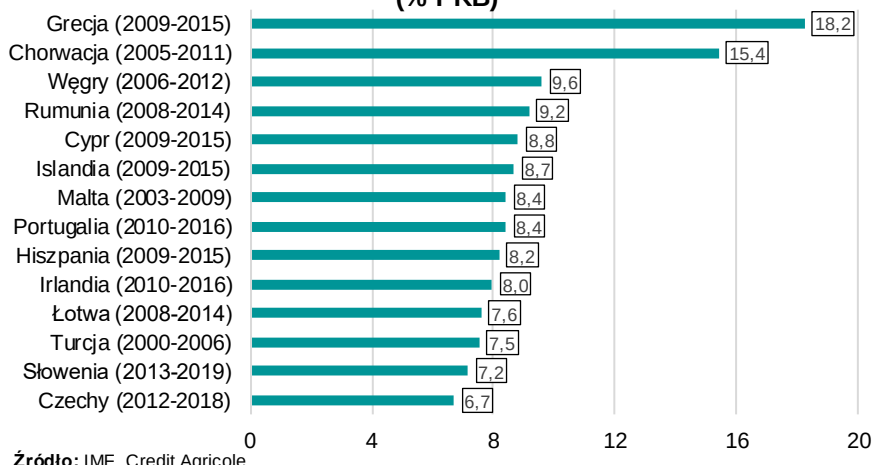
Zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę wzrostu gospodarczego dla Rumunii w związku z przyjęciem pakietu konsolidacji fiskalnej. Obecnie oczekujemy, że realny PKB wzrośnie o 1,0% w 2025 r. (wobec wcześniej prognozowanego 1,5%) oraz o 1,9% w 2026 r. (wobec 2,3%). Działania rządu, w szczególności podwyżki stawek VAT i akcyz, rozszerzenie składek zdrowotnych

oraz cięcia w inwestycjach publicznych, będą silnie oddziaływać w kierunku obniżenia popytu krajowego. Konsumpcja prywatna wyhamuje na skutek wzrostu cen dóbr i usług, w tym energii i żywności, co wynika zarówno z wyższych podatków pośrednich, jak i z liberalizacji cen prądu. Spadek realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz pogorszenie nastrojów konsumenckich przełożą się na ograniczenie wydatków. Pewnym czynnikiem kompensującym będzie absorpcja środków unijnych – zwłaszcza bezzwrotnych grantów z Funduszu Odbudowy – które powinny wesprzeć inwestycje publiczne, jednak skala tego impulsu nie zrównoważy w pełni efektów restrykcyjnej polityki budżetowej. W horyzoncie prognozy ryzyko dla wzrostu pozostaje wyraźnie asymetryczne – skierowane w dół.

W reakcji na istotną rewizję ścieżki inflacyjnej dokonaliśmy korekty scenariusza polityki pieniężnej w Rumunii. Obecnie zakładamy, że główna stopa procentowa pozostanie na poziomie 6,50% co najmniej do połowy 2026 r. Utrzymująca się wysoka inflacja znacząco ogranicza przestrzeń do wcześniejszego luzowania polityki pieniężnej. Dopiero w III kw. 2026 r. przewidujemy rozpoczęcie stopniowego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, którego skala – w bazowym scenariuszu – nie przekroczy 100 pb do końca przyszłego roku.

Warto zwrócić uwagę, że ogłoszony w ubiegłym tygodniu pakiet konsolidacyjny stanowi jedynie pierwszy krok w kierunku przywrócenia trwałej równowagi fiskalnej w Rumunii. Zgodnie z wymogami Komisji Europejskiej, w ramach procedury nadmiernego deficytu, Rumunia została zobowiązana do osiągnięcia poziomu deficytu budżetowego poniżej 3% PKB do 2030 r. Oznacza to konieczność kontynuowania wysiłku konsolidacyjnego również w kolejnych latach, z tempem dostosowania strukturalnego na poziomie około 1 pkt proc. PKB rocznie. Obecnie ogłoszone środki – mimo znacznej skali (łącznie 1,3% PKB w 2025 r. i 3,7% PKB w 2026 r.) – okażą się najprawdopodobniej niewystarczające, aby zrealizować cel wyznaczony przez Komisję. W perspektywie średnioterminowej niezbędne będzie zatem wprowadzenie kolejnych działań zarówno po stronie wydatkowej, jak i dochodowej.

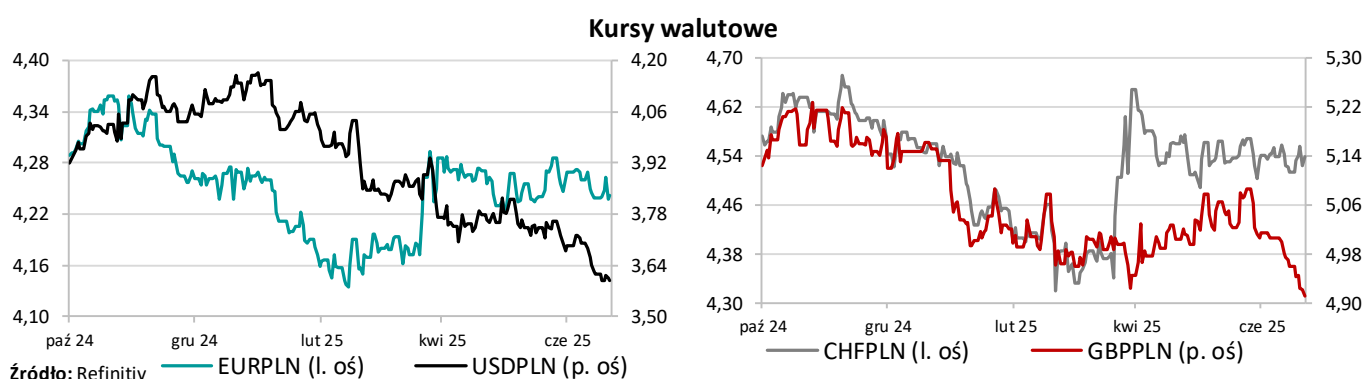
Redukcja deficytu strukturalnego w ciągu 6 lat w wybranych krajach (% PKB)



Doświadczenia innych państw OECD wskazują, że osiągnięcie celu wyznaczonego przez Komisję (tj. redukcja deficytu w relacji do PKB o ponad 6 pkt. proc. w ciągu 6 lat) nie jest nierealistyczne. W przeszłości niektóre kraje – w tym sama Rumunia w latach 2009–2014 – były w stanie poprawić sytuację finansach publicznych w podobnej skali (por. wykres). Należy jednak podkreślić, że obecne warunki zewnętrzne i wewnętrzne są mniej sprzyjające dla Rumunii: sytuacja

polityczna pozostaje niestabilna, napięcia społeczne są nasilone, a struktura wydatków publicznych jest w większym stopniu (niż 10 lat temu) obciążona komponentem sztywnym (emerytury, wynagrodzenia, dotacje). Ryzyko opóźnień lub osłabienia tempa konsolidacji jest zwiększane przez kalendarz wyborczy – kolejne wybory parlamentarne (2028 r.) i prezydenckie (2030 r.) mogą sprzyjać wzrostowi presji wydatkowej oraz pojawieniu się postulatów osłabiających konsolidację. Należy również odnotować rosnące poparcie społeczne dla ugrupowań populistycznych i antysystemowych, co zwiększa niepewność co do kierunku przyszłej polityki budżetowej. W takim otoczeniu utrzymanie konsekwentnego kursu reform fiskalnych – niezbędnych do spełnienia kryterium 3% PKB do 2030 r. – będzie wymagało silnej determinacji politycznej oraz zachowania dyscypliny w całym cyklu wyborczym.

Ogłoszenie nowych stawek celnych przez USA kluczowe dla rynku walutowego



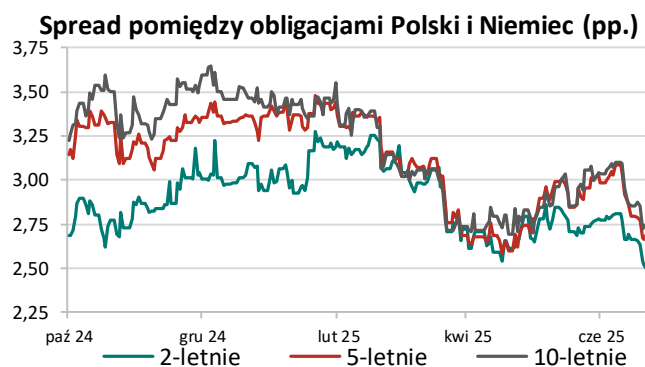
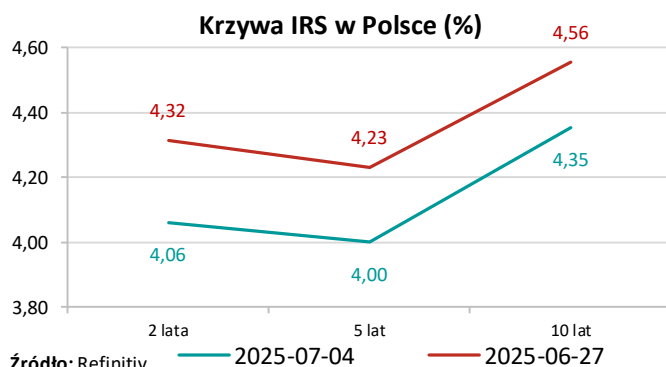
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2416 (osłabienie złotego 0,1%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Nieoczekiwana przez rynek decyzja Rady o obniżce stóp procentowych doprowadziła do osłabienia złotego. W czwartek rano doszło jednak do korekty i kurs EURPLN powrócił do poziomów z poniedziałkowego otwarcia.

W przypadku kursu EURUSD najważniejszym wydarzeniem była czwartkowa publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Mieszany wydźwięk danych (patrz powyżej) doprowadził do podwyższonej zmienności na rynku w momencie ich publikacji.

W tym tygodniu istotny wpływ na sytuację na rynku walutowym będą miały napływające informacje dotyczące stawek celnych nakładanych przez USA na swoich partnerów handlowych. Uważamy, że będą one oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. Do wzrostu zmienności kursu złotego może się również przyczynić zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC.



„Listy Trumpa” w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,06 (spadek o 26pb), 5-letnie do 4,00 (spadek o 23pb), a 10-letnie do 4,35 (spadek o 21pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej, co wynikało z nieoczekiwanej przez rynek decyzji RPP o obniżce stóp procentowych. Pozostałe wydarzenia makroekonomiczne nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi będą listy wysyłane przez D. Trumpa do partnerów handlowych USA dotyczące wysokości stawek celnych nakładanych przez USA na te kraje. Mogą się one przyczynić do zwiększenia zmienności stawek IRS. Przewidziana na środę publikacja *Minutes* z czerwcowego posiedzenia FOMC będzie również oddziaływać w kierunku wzrostu stawek IRS.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	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	lip 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	5,25	5,25	5,00
Kurs EURPLN*	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	4,25
Kurs USDPLN*	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,60
Kurs CHFPLN*	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	4,54
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,5	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	3,9	3,0	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,0	-1,3	-9,5	-9,0	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	-0,5	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	3,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	8,8	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-142	-491	-2276	-1160	1510	313	-1119	558	-77	-1419	-374	-998		
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	0,2	-1,4	1,4	-2,4	0,9		
Import (r/r, %, EUR)	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	8,9	2,5	9,1	3,5	2,4		

* 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
	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	0,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,9	4,9	5,2	4,8	4,8	4,8	5,1	4,9	4,8
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	4,1	2,6	2,5	2,2	2,7	3,0	3,0	3,6	3,5	2,7
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	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	3,60	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
				CA	RYNEK**
Poniedziałek 07.07.2025 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Maj	-1,4	0,0
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Lipiec	0,2	1,1
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Maj	0,1	-0,7
Wtorek 08.07.2025 r.					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Maj	14,6	17,0
Środa 09.07.2025 r.					
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	-3,3	-3,1
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Czerwiec	-0,1	0,0
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Maj	-0,3	-0,3
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Maj	0,1	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Czerwiec		
Czwartek 10.07.2025 r.					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	233	

* 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