

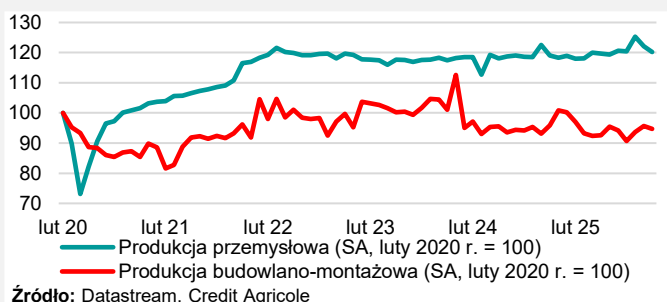
W tym tygodniu

W weekend D. Trump zapowiedział wprowadzenie dodatkowych ceł w wysokości 10% od 1 lutego 2026 r. na import z ośmiu europejskich państw (Francji, Niemiec, Wielkiej Brytanii, Niderlandów, Danii, Norwegii, Szwecji i Finlandii), wskazując, że stawka ta mogłaby wzrosnąć do 25% od czerwca w przypadku braku porozumienia w sprawie statusu Grenlandii. Decyzja ta była bezpośrednio powiązana z udziałem państw europejskich w ćwiczeniach wojskowych NATO na Grenlandii i doprowadziła do gwałtownego pogorszenia relacji transatlantyckich. W odpowiedzi władze UE rozpoczęły prace nad możliwymi działaniami odwetowymi, obejmującymi m.in. reaktywację pakietu ceł na amerykański eksport o wartości ok. 93 mld EUR oraz potencjalne uruchomienie instrumentu przeciwdziałania przymusowi (Anti-Coercion Instrument), który mógłby ograniczyć dostęp amerykańskich firm do jednolitego rynku. Komisja Europejska oraz państwa członkowskie sygnalizują jednocześnie gotowość do rozmów z administracją USA, które mają odbyć się m.in. podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos w tym tygodniu. Ryzyko eskalacji konfliktu handlowego wyraźnie wzrosło, a dalszy rozwój wydarzeń będzie istotnym czynnikiem kształtującym globalne nastroje rynkowe. W konsekwencji, w tym tygodniu możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

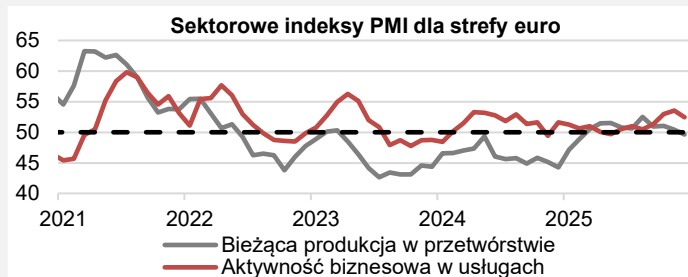
Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie czwartkowa publikacja danych o grudniowej produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej.

Prognostujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się do 3,5% r/r w grudniu wobec -1,1% r/r w listopadzie. Na przyspieszenie wzrostu produkcji w

grudniu złożyły się efekt korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych oraz oddziałujące w przeciwnym kierunku pogorszenie koniunktury w przetwórstwie. Ponadto oczekujemy, że pomimo wspomnianych wyżej korzystnych efektów kalendarzowych, wysoka baza sprzed roku przyczyni się do stabilizacji dynamiki produkcji budowlano-montażowej (0,0% r/r w grudniu wobec -0,2% w listopadzie). Nasza prognoza produkcji przemysłowej kształtuje się powyżej konsensusu rynkowego (2,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji



W piątek opublikowane zostaną wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI). Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się w styczniu do 51,6 pkt. wobec 51,5 pkt. w grudniu. Wyniki badań koniunktury zasygnalizują



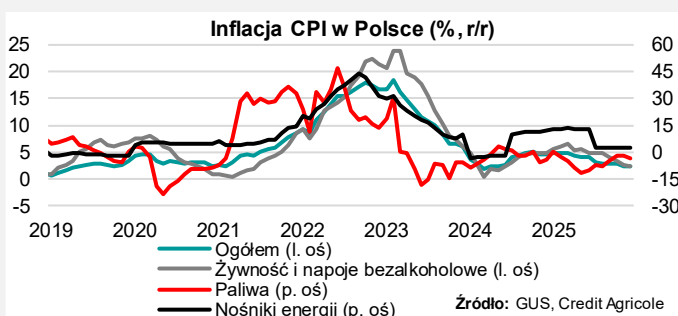
utrzymujące się ożywienie w sektorze usług i stagnację aktywności w przetwórstwie przemysłowym. W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje jego wzrostu do 47,8 pkt. w styczniu z 47,0 pkt. w grudniu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA. Rynek oczekuje, że zarówno inflacja PCE ogółem, jak i inflacja bazowa obniżyły się do 2,7% r/r w listopadzie wobec 2,8% w

- październiku. W czwartek poznamy również drugi szacunek amerykańskiego PKB w III kw. Zgodnie z konsensusem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się do 4,3% w III kw. wobec 3,8% w II kw. Rynek oczekuje, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan potwierdzi poprawę nastrojów gospodarstw domowych (54,0 pkt. w styczniu wobec 52,9 pkt. w grudniu). Uważamy, że dane z USA będą neutralne dla nastrojów rynkowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną grudniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się do -0,7% r/r w grudniu z -0,8% w listopadzie z uwagi na efekt niskiej bazy sprzed roku (spadek liczby etatów o 9 tys. m/m w grudniu 2024 r.). Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia zwiększyła się naszym zdaniem do 7,8% wobec 7,1% w listopadzie. W kierunku wzrostu dynamiki wynagrodzeń oddziaływał naszym zdaniem efekt niskiej bazy. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- **Dzisiaj rano zostały opublikowane ważne dane z Chin.** Dynamika PKB Chin w IV kw. zmniejszyła się do 4,5% r/r wobec 4,8% w III kw., kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynku (4,4%) oraz zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu kwartalnym PKB w Chinach zwiększył się o 1,2% kw/kw wobec wzrostu 1,1% w III kw. Oznacza to, że w całym 2025 r. chiński PKB wzrósł o 5,0%, czyli zgodnie z celem ustalonym przez chiński rząd. Osiągnięcie takiego tempa wzrostu było możliwe dzięki reorientacji chińskiego eksportu z USA na inne rynki w warunkach utrzymujących się napięć na linii USA-Chiny. Jednocześnie popyt wewnętrzny w Chinach pozostaje relatywnie słaby. Wsparcie dla takiej oceny stanowią opublikowane dzisiaj rano miesięczne dane z chińskiej gospodarki: o produkcji przemysłowej (5,2% r/r w grudniu wobec 4,8% w listopadzie), sprzedaży detalicznej (0,9% wobec 1,3%) oraz inwestycjach w aglomeracjach miejskich (-3,8% wobec -2,6%). Na szczególną uwagę zasługują dane o inwestycjach w aglomeracjach miejskich, które odnotowały pierwszy spadek w skali całego roku w historii raportowanych danych. Wskazuje to na istotny czynnik ryzyka dla perspektyw wzrostu PKB w Chinach w kolejnych kwartałach. Dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

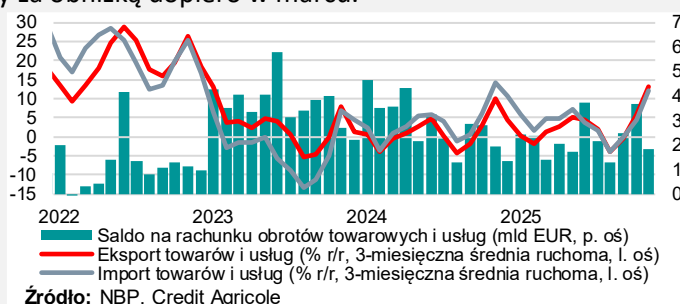
- **Zgodnie z finalnymi danymi inflacja CPI w Polsce obniżyła się w grudniu do 2,4% r/r wobec 2,5% w listopadzie, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Osiągnęła ona tym samym najniższy poziom od kwietnia 2024 r. Do spadku inflacji przyczyniła się niższa dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” (2,4% w grudniu wobec 2,7% w listopadzie). Zmniejszenie tempa wzrostu cen w tej kategorii było efektem m.in. niższej dynamiki cen masła (-11,6% r/r w grudniu wobec -4,4% w listopadzie) wynikającej z silnego wzrostu podaży mleka wśród głównych światowych eksporterów produktów mlecznych. Do spadku inflacji ogółem przyczyniła się również niższa dynamika cen paliw (-3,1% r/r w grudniu wobec -1,9% w listopadzie). Inflacja bazowa nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 2,7 r/r. Warto odnotować, że ceny bazowe nie zmieniły się w grudniu w ujęciu miesięcznym, kształtując się poniżej swojego wzorca sezonowego (+0,1% m/m). Świadczy to naszym zdaniem o słabnącej presji inflacyjnej (por. MAKROpuls z 15.01.2026). Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach inflacja ogółem będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. W IV



kw. 2026 r. inflacja przyspieszy do 3,3%, co wynikać będzie z efektów niskiej bazy dla cen żywności i paliw.

➤ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 4,00%).** Decyzja RPP była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi i naszą prognozą. Treść komunikatu po posiedzeniu RPP wskazuje, że głównymi argumentami, które skłoniły Radę do utrzymania niezmiennego poziomu stóp procentowych była stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego oraz inflacji bazowej. Uważamy, że przestrzeń do obniżek stóp procentowych w najbliższych kwartałach pozostaje ograniczona, na co wskazuje nasza średnioterminowa prognoza inflacji, zgodnie z którą dynamika cen, podbijana przez efekty niskiej bazy dla cen żywności i paliw, wzrośnie powyżej 3% r/r w IV kw. 2026 r. Naszym zdaniem docelowy poziom stopy referencyjnej NBP, spójny z równowagą makroekonomiczną, wynosi 3,75%. W konsekwencji, kolejnej i ostatniej w cyklu obniżki stóp procentowych o 25pb oczekujemy w marcu br., kiedy również opublikowana zostanie najnowsza projekcja inflacji pozwalająca lepiej ocenić perspektywę kształtowania się dynamiki cen w średnim okresie. Uwzględniając jednak ostatnie wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego oraz części członków RPP dostrzegamy jednak istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza. Na ubiegłotygodniowej zwyczajowej konferencji prasowej A. Głapiński dał do zrozumienia, że widzi docelowy poziom stóp na poziomie 3,5%. W rozmowie z dziennikarzami nie wykluczył scenariusza, w którym w lutym lub w marcu mogłoby dojść do kolejnej obniżki stóp procentowych. Z kolei członek RPP, L. Kotecki stwierdził w ubiegłym tygodniu, że istnieje przestrzeń do dalszych szybkich obniżek stóp procentowych. Jego zdaniem Rada mogłaby zdecydować się na taki krok już w lutym. Z kolei inny członek RPP, H. Wnorowski powiedział, że w lutym może dojść do kolejnej obniżki stóp procentowych, chociaż jego zdaniem „logika” przemawiałaby za obniżką dopiero w marcu.

➤ **Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w listopadzie do -460 mln EUR wobec 2053 mln EUR w październiku, kształtując się znacząco poniżej oczekiwań rynku (-124 mln EUR) i naszej prognozy (1654 mln EUR).** Zwiększenie salda na rachunku obrotów bieżących



wynikało z niższych sald 4 jego głównych składowych: obrotów towarowych (o 1530 mln EUR), usług (o 336 mln EUR), dochodów pierwotnych (o 460 mln EUR) i dochodów wtórnych (o 187 mln EUR). Jednocześnie odnotowano zmniejszenie dynamiki eksportu (2,7% r/r w listopadzie wobec 5,5% w październiku) oraz zwiększenie dynamiki importu (3,1% wobec 2,9%). W komunikacie na uwagę zasługuje informacja, że w listopadzie pogłębiła się tendencja spadkowa w eksporcie środków transportu i ich części. Z kolei czynnikiem ograniczającym wzrost importu był, zdaniem NBP, spadek cen towarów konsumpcyjnych importowanych z Chin. Może to sugerować agresywną politykę cenową chińskich eksporterów, którzy starają się dokonać reorientacji geograficznej swojego eksportu w warunkach trudności ze sprzedażą na rynek amerykański (por. MAKROMapa z 05.01.2026). Dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB nie zmieniło się w IV kw. w porównaniu do III kw. i wyniosło -0,9%.

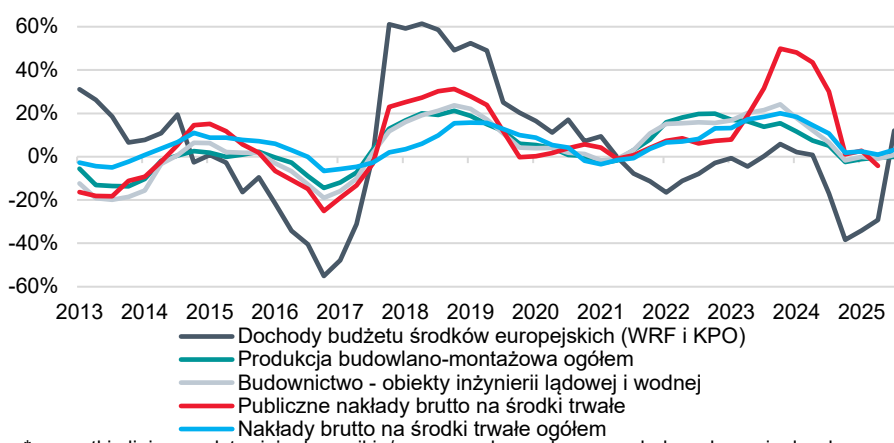
➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach.** Saldo bilansu handlowego zwiększyło się w grudniu do 114,1 mld USD wobec 111,7 mld USD w listopadzie, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (113,5 mld USD). Jednocześnie dynamika chińskiego eksportu zwiększyła się w grudniu do 6,6% r/r wobec 5,9% w listopadzie, podczas gdy dynamika importu wzrosła do 5,7% wobec 1,9%. Zwiększeniu chińskiego eksportu sprzyjała jego postępująca reorientacja geograficzna, m.in. do UE w warunkach utrzymujących się napięć

w relacjach handlowych na linii USA-Chiny. Z kolei silniejszy import może wskazywać na ożywienie popytu wewnętrznego. Prognozujemy, że dynamika PKB w Chinach nie zmieniła się w 2025 r. w porównaniu do 2024 r. i wyniosła 5,0%.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Dynamika produkcji przemysłowej nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 0,4% m/m, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,1%). Na jej stabilizację złożyły się niższe dynamiki produkcji w górnictwie i przetwórstwie oraz wyższa dynamika produkcji w sektorze użyteczności publicznej. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w listopadzie do 76,3% wobec 76,1% w październiku. Tym samym pozostaje ono w ostatnich kwartałach na relatywnie stabilnym poziomie. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika zwiększyła się w listopadzie do 0,6% wobec -0,1% w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,4%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej zwiększyła się w listopadzie do 0,5% wobec 0,2% w październiku. Wskazuje to na utrzymujący się relatywnie silny popyt konsumpcyjny w USA. Na poprawę koniunktury w amerykańskim przetwórstwie wskazały z kolei indeksy NY Fed (7,7 pkt. w styczniu wobec -3,7 pkt. w grudniu) i Philadelphia Fed (12,6 pkt. wobec -8,8 pkt.). Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB wyniosło 1,0% w IV kw. Jednocześnie oczekujemy, że w całym 2025 r. PKB wzrósł o 2,1%, a w 2026 r. zwiększy się o 2,3%.

Napływ środków z UE osiągnie szczyt w 2026 r.

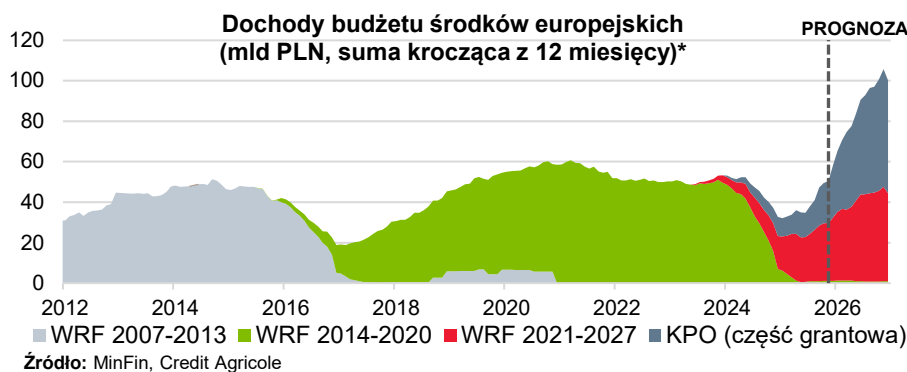
Opisując nasze prognozy średnioterminowe zwracaliśmy uwagę, że kolejnych kwartałach oczekujemy kontynuacji ożywienia gospodarczego w Polsce, wspieranego przez wyższą aktywność w strefie euro i rosnącą absorpcję środków unijnych napływających do Polski w ramach KPO i Funduszu Spójności. Poniżej przedstawiamy szerzej oczekiwane przez nas tendencje w zakresie cyklu absorpcji środków unijnych.



* wszystkie linie przedstawiają dynamiki r/r z rocznych sum kroczących danych nominalnych
Źródło: MinFin, GUS, Credit Agricole

Jedną z głównych determinant dynamiki publicznych nakładów brutto na środki trwałe jest tempo absorpcji środków unijnych. Środki te stanowią bowiem dużą część źródeł finansowania inwestycji publicznych. W ostatniej dekadzie dynamika dochodów budżetu środków europejskich w ramach Funduszu Spójności wykazywała wysoką korelację z nominalnym tempem wzrostu publicznych inwestycji (por. wykres). Ze względu na charakter realizowanych

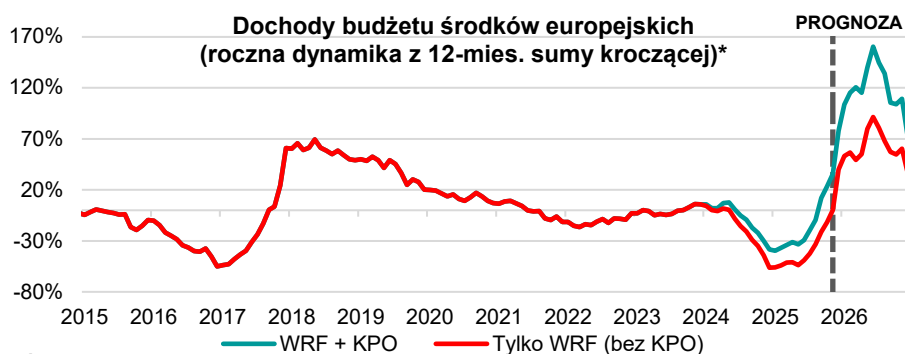
projektów (w dużej mierze inwestycje infrastrukturalne), dynamika dochodów budżetu środków europejskich wykazywała również wysoką współzależność z produkcją budowlano-montażową w segmencie obiektów inżynierii lądowej i wodnej i produkcją budowlano-montażową ogółem. W rezultacie można zaobserwować również wysoką współzależność z tempem wzrostu nakładów brutto na środki trwałe ogółem.



W celu zobrazowania tempa napływu środków unijnych do Polski posłużyliśmy się tzw. dochodami budżetu środków europejskich raportowanymi w comiesięcznych sprawozdaniach Ministerstwa Finansów dotyczących wykonania budżetu państwa. Są to wpływy do wyodrębnionej części finansów publicznych, w której ujmowane są środki pochodzące z Unii

Europejskiej przeznaczone na realizację programów i projektów w Polsce. Obejmują one przede wszystkim płatności z funduszy UE, takich jak fundusze polityki spójności i wspólnej polityki rolnej, a także zaliczki, płatności okresowe oraz refundacje wydatków wcześniej poniesionych z budżetu krajowego, w tym wydatków prefinansowanych przez państwo lub jednostki sektora finansów publicznych. Na potrzeby dalszej analizy skupiliśmy się tylko na dochodach w ramach polityki spójności i części grantowej Krajowego Planu Odbudowy (KPO), gdyż one mają największe znaczenie dla kształtowania się inwestycji i wzrostu gospodarczego.

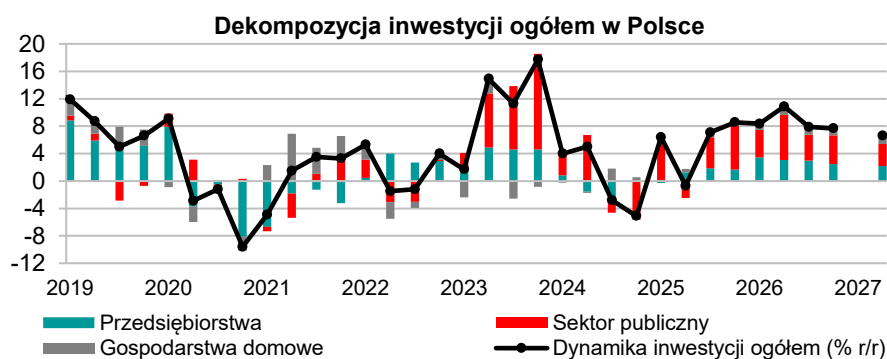
Warto zwrócić uwagę, że profil wykorzystania środków unijnych charakteryzuje się wyraźną cyklicznością. W 2016 r. mieliśmy do czynienia z dołkiem w absorpcji środków unijnych, który przyczynił się do wyraźnego spadku produkcji budowlano-montażowej i inwestycji publicznych. Z finansowania w ramach Wieloletnich Ram Finansowych (WRF) 2007-2013 można było korzystać do 2015 r. włącznie, podczas gdy realizacja projektów z perspektywy 2014-2020 była w 2016 r. jeszcze mocno ograniczona. Z podobną sytuacją (znaczącego zmniejszenia absorpcji środków unijnych i silnego spowolnienia produkcji budowlano-montażowej) mieliśmy do czynienia w 2024 r. Możliwość rozliczenia środków w ramach perspektywy 2014-2020 skończyła się bowiem w 2023 r., a absorpcja środków w ramach perspektywy 2021-2027 była w 2024 r. jeszcze ograniczona.



W 2025 r. wykorzystanie środków zwiększyło się z uwagi na nałożenie się strumieni finansowych w ramach Wieloletnich Ram Finansowych oraz Krajowego Planu Odbudowy. Zgodnie z najnowszym sprawozdaniem ministerstwa dotyczącym realizacji budżetu państwa, w okresie styczeń-listopad 2025 r. dochody w ramach perspektywy finansowej UE 2021-

2027 wyniosły 24,4 mld zł (tj. 70,2% całorocznego planu) oraz 18,9 mld w ramach części grantowej KPO (36,2% planu na 2025 r.). Szacujemy, że do końca 2025 r. roku wykonanie budżetu w ramach perspektywy 2021-2027 wyniosło 90% a w ramach części grantowej KPO zwiększyło się do 50%. Tym samym szacujemy, że w 2025 r. do Polski napłynęło łącznie 57,4 mld zł środków unijnych. Na podstawie planów Ministerstwa Finansów przedstawionych w ustawie budżetowej na rok 2026 r. w części dotyczącej dochodów budżetu środków europejskich możemy zaprognozować jak w kolejnych miesiącach będzie kształtował się napływ środków unijnych. Uważamy, że założone przez ministerstwo dochody zmaterializują się w 80% w przypadku funduszy spójności i 90% w przypadku części grantowej KPO. Oznaczałoby to, że w br. do Polski napłyną środki unijne w wysokości 100,2 mld zł (ok. 2,5% PKB), tj. o 1,1% PKB więcej niż 2025 r. Warto odnotować, kwoty te dotyczą jedynie unijnej części finansowania projektów (tj. bez części krajowej). Oznacza to, że napływ środków unijnych będzie stanowił istotny impuls dla wzrostu gospodarczego w br.

Na dwóch powyższych wykresach przedstawiliśmy jak kształtowałby się napływ środków unijnych w 2026 r. gdyby strumień ten był równomiernie rozłożony w poszczególnych miesiącach br. Na podstawie przedstawionego powyżej, oczekiwanego profilu czasowego absorpcji środków unijnych prognozujemy, że tempo wykorzystania funduszy UE wyraźnie przyspieszy w 2026 r. (por. wykres). Uważamy, że będzie to jednocześnie szczyt napływu środków unijnych i w 2027 r. wyraźnie on spowolni.

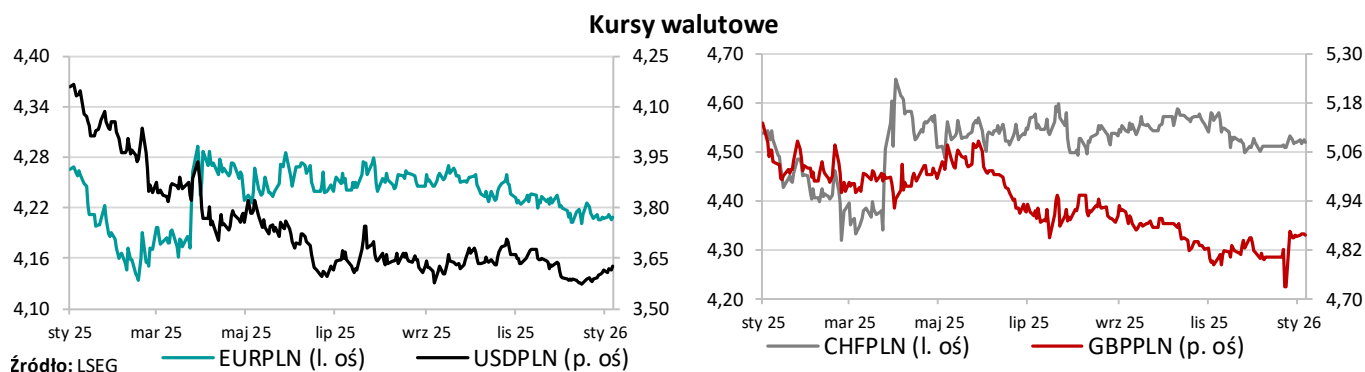


Źródło: Eurostat, GUS, Credit Agricole

Uważamy, że 2026 r. będzie okresem, kiedy absorpcja środków unijnych będzie w największym stopniu dynamizowała inwestycje publiczne. Wówczas nałożą się na siebie strumienie środków w ramach WRF 2021-2027 i KPO. Uważamy, że napędzana przez zwiększoną absorpcję środków unijnych aktywność inwestycyjna sektora publicznego będzie

oddziaływała również w kierunku szybszego tempa wzrostu nakładów na środki trwałe w przedsiębiorstwach. Zwiększony popyt ze strony sektora publicznego przyczyni się naszym zdaniem do wzrostu nakładów inwestycyjnych firm w celu zwiększenia możliwości produkcyjnych. W największym stopniu ten efekt materializuje się w przypadku branż przemysłu powiązanych pośrednio lub bezpośrednio z obsługą projektów budowlanych. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy zakładającej przyspieszenie nakładów brutto na środki trwałe do 8,5% r/r w 2026 r. z 5,8% w 2025 r.

Dane o krajowej produkcji przemysłowej mogą umocnić złotego

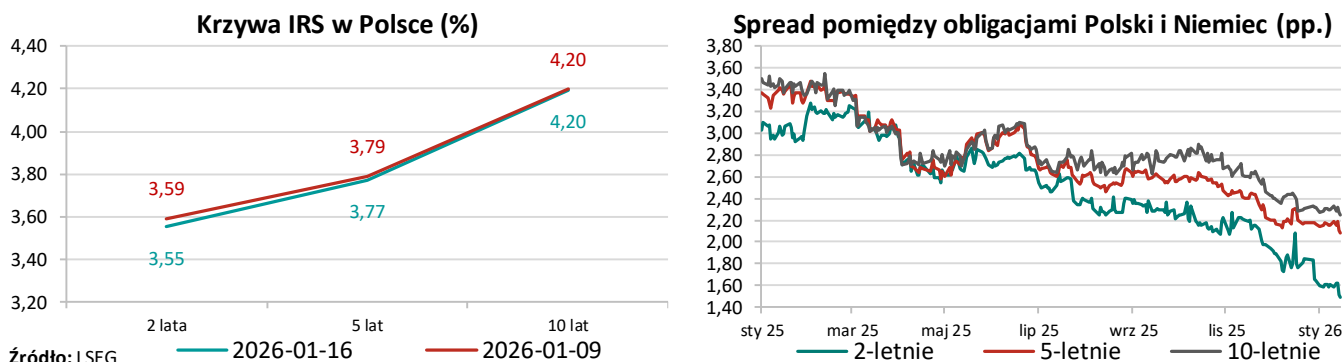


Źródło: LSEG

W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN zwiększył się do 4,2200 (osłabienie złotego o 0,3%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN był stabilny i kształtował się na poziomie ok. 4,21. Dopiero w piątek doszło do lekkiego osłabienia złotego, niemniej trudno łączyć go z konkretnym wydarzeniem makroekonomicznym. Jednocześnie przez cały ubiegły tydzień mieliśmy do czynienia z umocnieniem dolara względem euro, co było kontynuacją tendencji z ostatnich tygodni. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjają słabnące oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA. Od początku br. obserwowany jest wzrost kontraktów FRA w USA, co można łączyć z publikacją *Minutes* z grudniowego posiedzenia Fed, które ujawniło głęboki podział wśród członków FOMC dotyczący perspektyw polityki pieniężnej w USA. Jego treść wskazała, że prawdopodobieństwo dalszych obniżek stóp procentowych w najbliższych miesiącach jest niskie (por. MAKROMapa z 05.01.2026).

W tygodniu kluczowa dla kursu złotego będzie zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej, która może oddziaływać w kierunku jego umocnienia. Przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje makroekonomiczne będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego.

Nieznaczny spadek stawek IRS po posiedzeniu RPP



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 3,55 (spadek o 4pb), 5-letnie do 3,77 (spadek o 2pb), a 10-letnie ukształtowały się na poziomie 4,20 (brak zmiany). W pierwszej części tygodnia mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Gołębi wydźwięk konferencji prasowej prezesa A. Głapińskiego oraz wypowiedzi części członków RPP doprowadziły do odwrócenia tego trendu i spadku stawek IRS na całej długości krzywej. Tym samym stawki IRS powróciły do poziomów zbliżonych do tych z początku tygodnia.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na czwartek publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej, która może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Oczekujemy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą.

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	2,7	
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 (mIn EUR)	-1427	-35	115	-1136	88	-711	-262	-1571	-2239	-408	2053	-460		
Eksport (r/r, %, EUR)	0,7	2,7	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,5	2,7		
Import (r/r, %, EUR)	3,9	10,4	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,9	3,1		

*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	3,9	3,7	3,5	3,3	3,6	3,6	3,0	
Konsumpcja (% r/r)	2,6	4,5	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	3,5	3,1	3,0	
Inwestycje (% r/r)	6,4	-0,7	7,1	8,6	8,4	10,9	7,9	7,7	5,8	8,5	6,6	
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	2,1	1,9	6,1	6,2	5,2	5,8	5,8	5,3	4,1	5,5	5,0	
Import (ceny stałe, %, r/r)	4,3	3,4	5,9	5,5	5,2	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	1,6	2,0	1,8	1,7	1,4	2,0	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	-0,1	1,1	1,9	1,1	1,7	1,3	1,8	1,0	1,5	1,2
	Eksport netto (pp.)	-0,9	-0,7	0,2	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
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 19.01.2026 r.						
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Grudzień	1,3	0,9	1,2
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Grudzień	-2,6	-3,3	-3,0
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	4,8	5,0	5,0
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	2,0	2,0	2,0
Wtorek 20.01.2026 r.						
9:00	Strefa euro	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mld €)	Listopad	25,7		
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Styczeń	45,8		50,0
Czwartek 22.01.2026 r.						
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	7,1	7,8	6,9
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Grudzień	-0,8	-0,7	-0,7
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Grudzień	-1,1	3,5	2,8
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-2,4	-2,2	-2,2
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	Grudzień	0,1	0,0	0,0
14:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	III kw.	3,8		4,3
16:00	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Listopad	2,8		2,8
16:00	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Listopad	2,8		2,8
16:00	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Listopad	0,1		
Piątek 23.01.2026 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	47,0		47,8
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Styczeń	52,4		52,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Styczeń	48,8		49,0
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Styczeń	51,5		51,6
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	51,8		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	54,0		54,0

* 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