

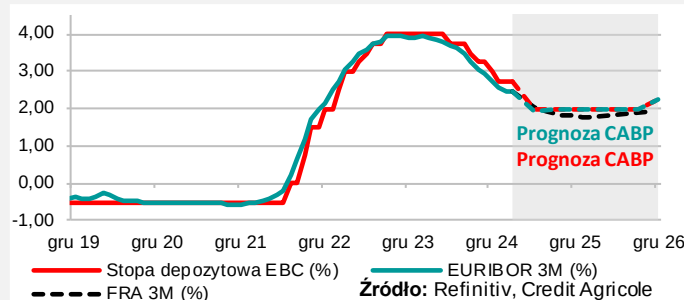
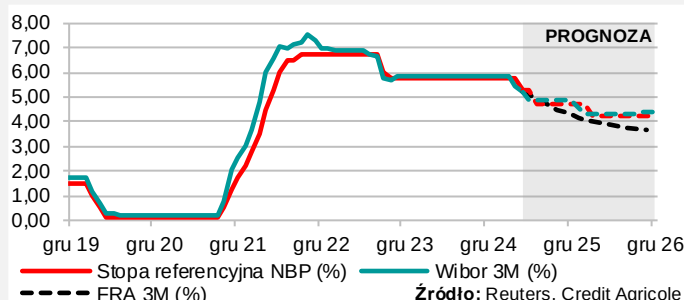
## W tym tygodniu

**Zgodnie z oficjalnymi wynikami opublikowanymi przez PKW, K. Nawrocki zwyciężył w II turze wyborów prezydenckich uzyskując 50,89% głosów.** R. Trzaskowskiego poparło 49,11% głosujących. Naszym zdaniem wyniki drugiej tury wyborów prezydenckich i wynikające z nich wysokie prawdopodobieństwo znaczących napięć na linii rząd-prezydent sygnalizują wzrost ryzyka impasu instytucjonalnego, opóźnień w realizacji reform wymaganych przez Komisję Europejską oraz zwiększenie presji na rozluźnienie polityki fiskalnej. Tym samym są one negatywne dla złotego i cen polskich obligacji (por. MAKROMapa z 26.05.2025).

**Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie dzisiejsza publikacja finalnego szacunku PKB w Polsce w I kw. 2025 r.** Oczekujemy, że dynamika PKB była zgodna ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 3,2% r/r wobec 3,4% w IV kw. 2024 r. Uważamy, że głównymi czynnikami oddziałującymi w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego pomiędzy IV i I kw. były niższe wkłady zmiany zapasów i konsumpcji, podczas gdy przeciwny wpływ miał wyższy wkład eksportu netto i nieznacznie wyższy wkład inwestycji. Jednocześnie prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego wspierane przede wszystkim przez wyższy wkład inwestycji związany z realizacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Uważamy, że publikacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

**Istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie również zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP utrzyma niezmieniony poziom stóp procentowych (stopa referencyjna NBP równa 5,25%). Wsparciem dla *status quo* w polityce pieniężnej są wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po majowym posiedzeniu, który stwierdził wówczas, że obniżka o 50pb była „dostosowaniem” i nie oznacza początku cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Wyraził również wątpliwość, czy Rada będzie skłonna zaryzykować kolejną decyzję o obniżce stóp już w czerwcu. Oczekujemy jednocześnie, że treść komunikatu po posiedzeniu nie ulegnie znaczącym zmianom w porównaniu do dokumentu opublikowanego w maju. Decyzja o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie będzie spójna z konsensusem rynkowym, a tym samym byłaby neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. W czwartek odbędzie się również zwyczajowa konferencja prasowa z udziałem prezesa NBP, która rzuci więcej światła na perspektywę 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 zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że EBC obniży stopy procentowe o 25pb. Tym samym główna stopa procentowa wyniesie 2,15%, a stopa depozytowa 2,00%. Uważamy, że podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szefowa



EBC Ch. Lagarde nie zarysuje konkretnego scenariusza w kwestii dalszych perspektyw łagodzenia polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach, natomiast zasignalizuje wysokie prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie w lipcu. W tym kontekście zwróci ona najprawdopodobniej uwagę na konieczność uwzględnienia napływających danych makroekonomicznych. W tym tygodniu opublikowane zostaną również wyniki najnowszej projekcji makroekonomicznej EBC. Naszym zdaniem, prognozowana w niej ścieżka inflacji bazowej zostanie lekko podniesiona w 2025 r. oraz obniżona w 2026 r. i 2027 r. Zrewidowana w dół zostanie również ścieżka dynamiki PKB w 2025 r. i 2026 r., przy czym uważamy, że możliwe jest jej podwyższenie w 2027 r. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że czerwcową obniżka będzie ostatnią obniżką w tym cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC. Oczekujemy, że w trakcie konferencji prasowej EBC możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych.

**W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Zgodnie z konsensusem rynkowym, zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 130 tys. osób w maju wobec wzrostu o 177 tys. w kwietniu, przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 4,2%. Przed publikacją danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 110 tys. w maju wobec wzrostu o 62 tys. w kwietniu). W czwartek opublikowane zostaną także kwietniowe dane o amerykańskim handlu zagranicznym, które będą odzwierciedlać pierwsze efekty ceł wprowadzonych w kwietniu przez administrację D. Trumpa. Według konsensusu rynkowego, saldo amerykańskiego handlu zagranicznego zwiększyło się w kwietniu do -117,0 mld EUR wobec -140,5 mld EUR w marcu. W tym tygodniu opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Rynek oczekuje, że wzrośnie on do 49,3 pkt. w maju wobec 48,7 pkt. w kwietniu, co będzie spójne z regionalnymi wynikami badań koniunktury. 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 zmniejszyło się w maju do 1,9% r/r wobec 2,2% w kwietniu. Uważamy, że do spadku inflacji przyczyniła się głównie niższa inflacja bazowa (2,3% w maju wobec 2,7% w kwietniu), będąca przede wszystkim efektem niższej dynamiki cen usług. Oczekujemy, że dynamika cen żywności oraz dynamika cen nośników energii w strefie euro nie zmieniły się znacząco w maju wobec kwietnia. Nasza prognoza kształtuje się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (2,0%), tym samym jej materializacja byłaby lekko pozytywna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

**W tym tygodniu zostaną opublikowane również dane z niemieckiej gospodarki.** W czwartek poznamy dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensusem rynkowym, ich dynamika zmniejszyła się do -1,0% m/m w kwietniu wobec 3,6% w marcu. Z kolei w piątek poznamy dane o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensusem rynkowym jej miesięczna dynamika zmniejszyła się do -0,9% w kwietniu wobec 3,0% w marcu. W piątek opublikowane zostaną również dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo według konsensusu rynkowego zmniejszyło się w kwietniu do 20,2 mld EUR wobec 21,1 mld EUR w marcu. Kwiecińskie dane będą spójne z lekką poprawą koniunktury w niemieckim przetwórstwie sygnalizowaną przez indeksy PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.

**W sobotę opublikowany został indeks NBS PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zwiększył się w maju do 49,5 pkt. wobec 49,0 pkt. w kwietniu, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku.** Czynnikiem, który podbił aktywność w chińskim przetwórstwie w maju była częściowa deeskalacja napięć w handlu pomiędzy USA a Chinami po 12 maja. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście składowych dla bieżącej produkcji oraz nowych zamówień, w tym nowych zamówień ekspertowych. Z kolei jutro poznamy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa.

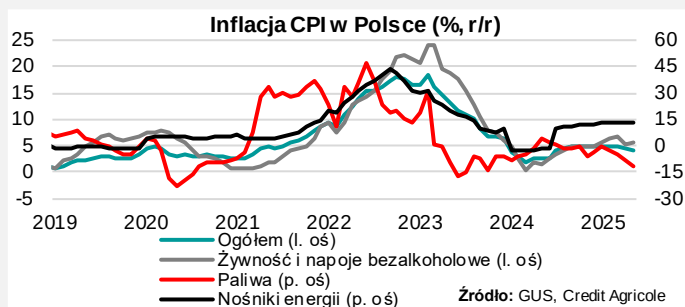
Zgodnie z konsensusem zwiększył się on w maju do 50,6 pkt. wobec 50,4 pkt. w kwietniu, tym samym już od 8 miesięcy pozostaje powyżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Czynnikiem oddziałującym w kierunku poprawy nastrojów w chińskim przetwórstwie były działania podejmowane przez 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.

**Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa obniżył się w maju do 47,1 pkt. wobec 50,2 pkt. w kwietniu, a tym samym ukształtował się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,4 pkt.) i naszej prognozy (50,8 pkt.).** Dzisiejsza publikacja jest negatywna dla złotego i rentowności polskich obligacji (patrz poniżej).

## W zeszłym tygodniu

**W ubiegłą środę amerykański Sąd ds. Handlu Międzynarodowego unieważnił część ceł, jakie administracja D. Trumpa nałożyła na partnerów handlowych USA podczas tzw. „Liberation Day” w kwietniu br. (por. MAKROmapa z 7.04.2025).** Wyrok dotyczy również tzw. „ceł fentanylowych”, jakie D. Trump nałożył w lutym br. na Meksyk (25%), Kanadę (25%) i Chiny (20%). Sąd ds. Handlu Międzynarodowego w swoim wyroku unieważnił te cła, ponieważ, jego zdaniem ich nałożenie wykracza poza kompetencje prezydenta określone przez odpowiednie akty prawne. Administracja D. Trumpa odwołała się od wyroku do Sądu Apelacyjnego, który tymczasowo podtrzymał obowiązywanie ceł do momentu rozstrzygnięcia apelacji. Podtrzymanie wyroku Sądu ds. Handlu Międzynarodowego zwiększyłoby prawdopodobieństwo deeskalacji napięć w światowym handlu. Niemniej zapowiedzi płynące z administracji D. Trumpa sugerują, że nie zamierza ona zmieniać dotychczasowego kursu swojej polityki celnej.

**Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce spadła w maju do 4,1% r/r wobec 4,3% w marcu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (4,3%) oraz naszej prognozy (4,2%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”.



Głównym źródłem spadku inflacji była niższa dynamika cen w kategorii „paliwa”, wynikająca z utrzymującego się w ostatnich miesiącach spadku światowych cen ropy naftowej. W przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny wzrost dynamiki cen w kategorii „Żywność i napoje bezalkoholowe”, podczas gdy dynamika cen nośników energii nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia. Zgodnie z naszymi szacunkami, również inflacja bazowa ukształtowała się w maju na tym samym poziomie co w kwietniu i wyniosła 3,4% r/r. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zmniejszyły się o 0,1% m/m, a tym samym ich dynamika ukształtowała się lekko poniżej wzorca sezonowego (0,0% m/m), co może wskazywać na osłabienie presji inflacyjnej. Ze względu na niższy punkt startowy, a także zaplanowaną od 1 lipca obniżkę cen gazu przez PGNiG o 14,8% dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja obniży się w II kw. do 4,2% r/r wobec 4,9% w I kw., a w III kw. spadnie do 3,1%. Nasz zaktualizowany scenariusz inflacji opublikujemy w kolejnej MAKROmapie.

**Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła w kwietniu do 7,9% r/r względem 0,6% w marcu, kształtując się istotnie powyżej konsensusu rynkowego (3,9%) oraz naszej**

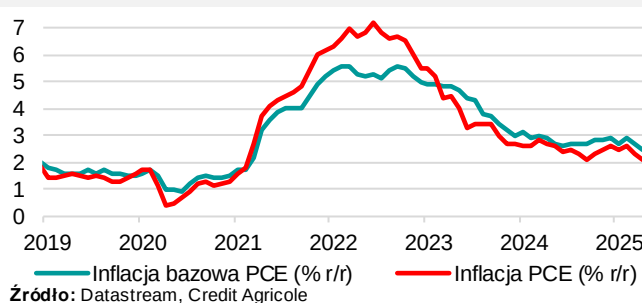
**prognozy (2,4%).** Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zwiększyła się w kwietniu do 7,6% r/r wobec -0,3% w marcu, przewyższając znacząco konsensus rynkowy (3,4%) i naszą prognozę (2,0%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się kwietniu o 3,5% m/m. W efekcie, kwietniowa sprzedaż detaliczna była najwyższa w historii. Na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się szybki wzrost dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: „pojazdy samochodowe, motocykle i części” (14,9% r/r wobec 18,4% w kwietniu) oraz „meble, rtv, agd” (13,2% wobec 12,9%). Szybki wzrost sprzedaży w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle i części” jest zgodny z wynikami badań koniunktury konsumenckiej. Wskazują one, że w II kw. 2025 r. skłonność gospodarstw domowych do zakupu samochodu była najwyższa od I kw. 2024 r. Naszym zdaniem szybki wzrost popytu na dobra trwałego użytku sygnalizuje, że ożywienie popytu konsumpcyjnego ma charakter trwały (por. MAKROpuls z 26.05.2025). Dane o sprzedaży detalicznej w kwietniu sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy konsumpcji w II kw. br. (2,1% r/r wobec 2,5% w I kw. br.). Jednocześnie dane o sprzedaży wskazują, że spowolnienie wzrostu popytu konsumpcyjnego w kolejnych kwartałach może być mniejsze od naszych oczekiwań, a wzrost gospodarczy w całym 2025 r. może być wyższy niż obecnie prognozujemy (3,1% wobec 2,9% w 2024 r.).

**W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z majowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC byli zgodni, że należy się wstrzymać z kolejnymi decyzjami dotyczącymi obniżek stóp procentowych do momentu, w którym pojawią się nowe projekcje makroekonomiczne. Jednocześnie większość członków FOMC uważa, że Rezerwa Federalna powinna przyjąć ostrożne nastawienie w polityce pieniężnej, tak aby móc uwzględnić w niej cła ogłoszone przez administrację D. Trumpa, które stanowią ryzyko w górę dla oczekiwanej przez nich ścieżki inflacji oraz silnie podwyższyły niepewność w gospodarce Stanów Zjednoczonych. Treść *Minutes* jest spójna z wypowiedziami J. Powella na konferencji po majowym posiedzeniu, który powtórzył wówczas, że Rezerwa Federalna nie musi się spieszyć z obniżkami stóp procentowych i jest w na tyle komfortowej sytuacji, że może przyjąć strategię *wait and see*, szczególnie w obliczu wysokiej niepewności regulacyjnej związanej z działaniami administracji D. Trumpa. Istotną kwestią, jaka została poruszona podczas posiedzenia, był wpływ nowej polityki celnej na status USA jako „bezpiecznej przystani” (ang. „safe-haven”) dla inwestorów, który do tej pory wpływał pozytywnie na kurs dolara i wyceny aktywów finansowych notowanych w USA. Uważają oni, że może mieć to długotrwały wpływ na amerykańską gospodarkę, przy czym zapis dyskusji nie dostarczył więcej szczegółów na ten temat. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że w 2025 r. Rezerwa Federalna obniży stopy procentowe jeszcze łącznie o 50pb (o 25pb w czerwcu i o 25pb we wrześniu), a w konsekwencji stopa funduszy federalnych na koniec 2025 r. wyniesie 4,00%.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane o inflacji PCE, która zmniejszyła się w kwietniu do 2,1% r/r wobec 2,3% w marcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (2,2%).

Jednocześnie inflacja bazowa zmniejszyła się w kwietniu do 2,5% wobec 2,7% w marcu (rewizja w górę z 2,6 %).

Niemniej odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych utrzymała się w kwietniu na poziomie 0,1% m/m w kwietniu, nie zmieniając się względem zrewidowanej wartości z marca (rewizja w górę z 0,0%). Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się do -0,2% wobec -0,3% w pierwszym szacunku. Tym samym II szacunek potwierdził, że głównym źródłem ujemnej dynamiki



Źródło: Datastream, Credit Agricole



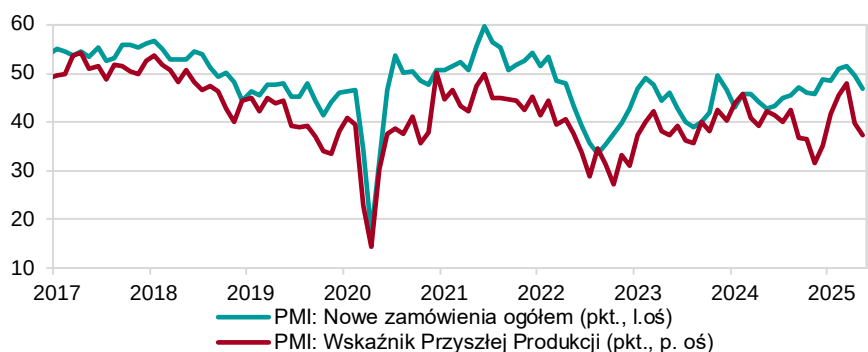
PKB w I kw. 2025 r. był znaczący wzrost importu (a w konsekwencji silny ujemny wkład eksportu netto), wynikający z oczekiwań na zaostrzenie polityki celnej USA. Zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się w kwietniu o 6,3% m/m wobec wzrostu o 7,6% w marcu (rewizja w dół z 9,2%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (spadek o 7,8%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe wzrosła w kwietniu do 0,2% wobec -0,2% w marcu. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe zmniejszyła się w kwietniu do -1,3% wobec 0,3% w marcu. Spadek odnotowała także jej 3-miesięczna średnia ruchoma. Uwzględniając wzrost napięć w światowym handlu uważamy, że kolejne miesiące przyniosą dalsze pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. Na słabą koniunkturę konsumentską wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który nie zmienił się w maju względem kwietnia i wyniósł 52,2 pkt. wobec 50,8 pkt. we wstępnym szacunku, tym samym pozostał na najniższym poziomie od czerwca 2022 r. Bardziej optymistycznych wyników dostarczył indeks Conference Board, który zwiększył się w maju do 98,0 pkt. względem 85,7 w kwietniu. Wzrost indeksu wynikał przede wszystkim z poprawy składowej dla oczekiwań. 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 silny wzrost niepewności oraz napięć w światowym handlu związanych z polityką administracji D. Trumpa, dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą wprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększy się w II kw. do 1,5% w I kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r.



## **Maj przyniósł silne przymrozki w polskim przetwórstwie**

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa obniżył się w maju do 47,1 pkt. wobec 50,2 pkt. w kwietniu, a tym samym ukształtował się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,4 pkt.) i naszej prognozy (50,8 pkt.). W konsekwencji indeks PMI spadł poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od zmniejszenia aktywności, po raz pierwszy od stycznia 2025 r. Obniżenie indeksu wynikało ze zmniejszenia wkładów 4 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia oraz zapasów), podczas gdy w przeciwnym kierunku oddziaływał wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Tak silne pogorszenie koniunktury w polskim przetwórstwie stanowi duże zaskoczenie w świetle wyników badań koniunktury w strefie euro (por. MAKROmapa z 26.05.2025).

W danych na szczególną uwagę zasługuje przyspieszenie spadku nowych zamówień, w tym nowych zamówień eksportowych. Ankietowane firmy zwracały uwagę, że zmniejszenie nowych zamówień wynikało ze „słabszych warunków rynkowych, szczególnie w sektorze motoryzacyjnym, energetycznym oraz budowlanym, jak również z braku inwestycji”. Niższe zamówienia znalazły odzwierciedlenie w obniżeniu bieżącej produkcji, a także wyraźnie niższych zakupach dóbr pośrednich. W warunkach spadku zamówień firmy zaczęły ponownie redukować swoje zaległości produkcyjne. Jednocześnie w maju odnotowano pierwszy od stycznia br. spadek cen wyrobów gotowych, co dodatkowo wskazuje na osłabienie popytu.



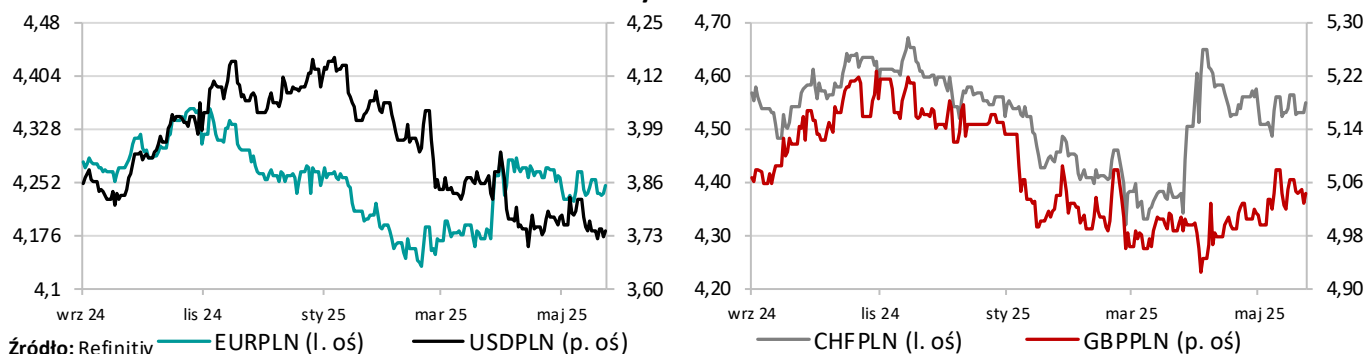
Źródło: S&P, Credit Agricole

Niepokojącym sygnałem płynącym z danych jest również spadek indeksu dla oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy. Choć nadal kształtuje się on powyżej granicy 50 pkt. (czyli firmy nadal oczekują wzrostu produkcji w perspektywie roku), to od dwóch miesięcy pozostaje on w wyraźnym trendzie spadkowym.

Średnia wartość indeksu PMI w okresie kwiecień-maj wyniosła 48,7 pkt. wobec 50,0 pkt. w I kw., co stanowi ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym dynamika PKB w Polsce zwiększy się w II kw. do 2,9% r/r.

## Wynik wyborów negatywny dla kursu złotego

### Kursy walutowe

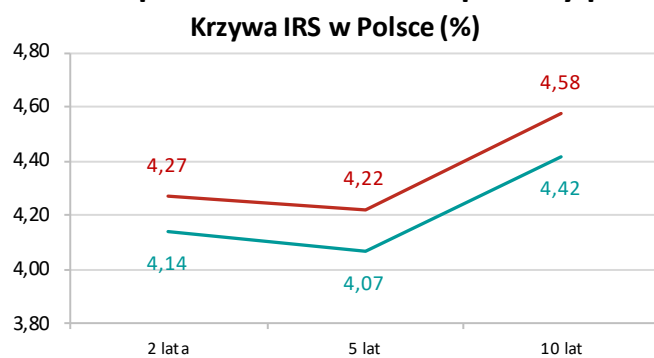


**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2485 (umocnienie złotego 0,2%).** W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością i kształtował się na poziomie ok. 4,24. Sprzyjała temu obniżona aktywność inwestorów w oczekiwaniu na II turę wyborów prezydenckich w Polsce. Publikacje krajowych danych o sprzedaży detalicznej oraz inflacji nie miały istotnego wpływu na rynek.

W ubiegłym tygodniu mieliśmy natomiast do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu EURUSD w reakcji na spór prawny wokół ceł wprowadzonych przez administrację D. Trumpa. Wyrok Sądu ds. Handlu Międzynarodowego unieważniający cła doprowadził do umocnienia dolara względem euro, podczas gdy przeciwny wpływ miała późniejsza decyzja Sądu Apelacyjnego o utrzymaniu ceł do czasu rozpatrzenia apelacji.

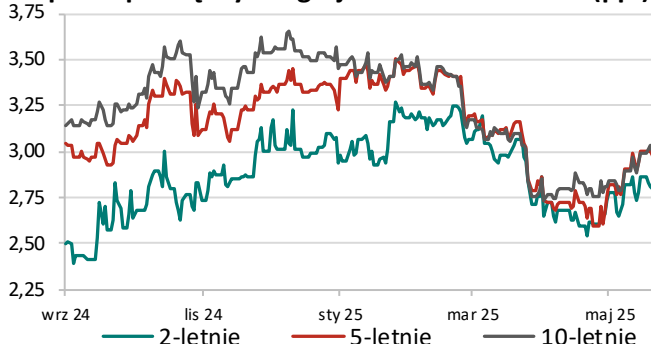
Wstępne wyniki II tury wyborów prezydenckich w Polsce są negatywne dla kursu złotego. W czwartek należy oczekiwać podwyższonej zmienności kursu złotego, ze względu na posiedzenie EBC oraz zwyczajową konferencję prasową prezesa NBP A. Głapińskiego. Lekko pozytywna dla złotego może być natomiast zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie euro.

## Spadek stawek IRS wspierany przez oczekiwania na deeskalację napięć w handlu



Źródło: Refinitiv

## Spread pomiędzy obligacjami Polski i Niemiec (pp.)



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,14 (spadek o 13pb), 5-letnie do 4,07 (spadek o 15pb), a 10-letnie do 4,42 (spadek o 16pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia z istotnym obniżeniem się stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Sprzyjał temu spór prawny w USA dotyczący legalności ceł wprowadzonych przez administrację D. Trumpa. Choć pierwotnie zwiększyły się oczekiwania części inwestorów na deeskalację napięć w światowym handlu to odwołanie się administracji D. Trumpa do Sądu Apelacyjnego, a także ostra retoryka D. Trumpa ostatecznie nasiliły obawy o dalszy wzrost napięć.

Wynik II tury wyborów prezydenckich w Polsce jest negatywny dla cen obligacji. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie przewidziane na czwartek posiedzenie EBC, które może sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Podobny efekt może mieć także zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Głapińskiego. W kierunku spadku stawek IRS może natomiast oddziaływać zaplanowana na wtorek publikacja wstępnych danych o inflacji w strefie 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   | 4,23   |
| 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   | 3,72   |
| 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    | 4,1    |        |
| 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    | 3,2    |        |
| 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    | 1,2    | 3,0    |        |
| 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   | -1,4   | -1,4   |        |
| 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    | 4,1    |        |
| 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    | 9,0    |        |
| 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   | -0,7   |        |
| 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    | 5,1    |        |
| Saldo ROB (mln EUR)                                              | -468   | -142   | -491   | -2276  | -1160  | 1510   | 313    | -1119  | 558    | -77    | -1419  | -451   |        |        |
| 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    | -4,3   |        |        |
| 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    | 1,1    |        |        |

\* 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)                                                     |                         | 2,8  | 2,9  | 3,1  | 3,2  | 3,7  | 3,5  | 3,2  | 3,0  | 2,9  | 3,1  | 3,3  |
| Konsumpcja (% r/r)                                              |                         | 2,5  | 2,1  | 2,0  | 1,8  | 2,4  | 2,8  | 3,1  | 3,3  | 3,1  | 2,1  | 2,9  |
| Inwestycje (% r/r)                                              |                         | 3,0  | 5,8  | 8,0  | 7,3  | 8,3  | 8,0  | 7,2  | 6,5  | -2,2 | 6,4  | 7,3  |
| Eksport (ceny stałe, % r/r)                                     |                         | 1,5  | 3,3  | 3,8  | 4,5  | 5,3  | 5,8  | 5,8  | 5,3  | 2,0  | 3,3  | 5,5  |
| Import (ceny stałe, % r/r)                                      |                         | 2,8  | 4,5  | 4,3  | 3,9  | 4,3  | 5,2  | 4,7  | 4,2  | 4,2  | 3,9  | 4,6  |
| Wkłady do wzrostu PKB                                           | Spożycie prywatne (pp.) | 1,5  | 1,2  | 1,2  | 0,9  | 1,5  | 1,6  | 1,8  | 1,6  | 1,7  | 1,2  | 1,6  |
|                                                                 | Inwestycje (pp.)        | 0,4  | 0,9  | 1,2  | 1,6  | 1,1  | 1,3  | 1,2  | 1,5  | -0,4 | 1,1  | 1,3  |
|                                                                 | Eksport netto (pp.)     | -0,6 | -0,4 | -0,1 | 0,4  | 0,8  | 0,5  | 0,7  | 0,7  | -1,1 | -0,2 | 0,7  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)***                              |                         | -0,4 | -0,2 | 0,0  | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,1  |
| 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  | 4,2  | 3,1  | 3,2  | 2,8  | 3,1  | 2,8  | 2,5  | 3,6  | 3,9  | 2,8  |
| Wibor 3-miesięczny (%)**                                        |                         | 5,84 | 4,85 | 4,85 | 4,85 | 4,35 | 4,35 | 4,35 | 4,36 | 5,84 | 4,85 | 4,36 |
| Stopa referencyjna NBP (%)**                                    |                         | 5,75 | 5,25 | 4,75 | 4,75 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 5,75 | 4,75 | 4,25 |
| EURPLN**                                                        |                         | 4,19 | 4,23 | 4,20 | 4,20 | 4,19 | 4,18 | 4,17 | 4,16 | 4,27 | 4,20 | 4,16 |
| USDPLN**                                                        |                         | 3,87 | 3,73 | 3,72 | 3,68 | 3,71 | 3,73 | 3,76 | 3,78 | 4,13 | 3,68 | 3,78 |

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały



## Kalendarz

| KRAJ                       | WSKAŹNIK    | OKRES                                      | POPRZEDNIA<br>WARTOŚĆ | PROGNOZA* |         |      |
|----------------------------|-------------|--------------------------------------------|-----------------------|-----------|---------|------|
|                            |             |                                            |                       | CA        | RYNEK** |      |
| Poniedziałek 02.06.2025 r. |             |                                            |                       |           |         |      |
| 9:00                       | Polska      | Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)         | Maj                   | 50,2      | 50,8    | 50,4 |
| 9:55                       | Niemcy      | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Maj                   | 48,8      | 48,8    | 48,8 |
| 10:00                      | Polska      | Finalny PKB (% r/r)                        | I kw.                 | 3,4       | 3,2     | 3,2  |
| 10:00                      | Strefa euro | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Maj                   | 49,4      | 49,4    | 49,4 |
| 15:45                      | USA         | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Maj                   | 52,3      |         |      |
| 16:00                      | USA         | Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)         | Maj                   | 48,7      |         | 49,5 |
| Wtorek 03.06.2025 r.       |             |                                            |                       |           |         |      |
| 3:45                       | Chiny       | Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)  | Maj                   | 50,4      |         | 50,6 |
| 11:00                      | Strefa euro | Wstępna inflacja HICP (% r/r)              | Maj                   | 2,2       | 1,9     | 2,0  |
| 11:00                      | Strefa euro | Stopa bezrobocia (%)                       | Kwiecień              | 6,2       |         | 6,2  |
| 16:00                      | USA         | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)        | Kwiecień              | 4,3       |         | -3,0 |
| Środa 04.06.2025 r.        |             |                                            |                       |           |         |      |
|                            | Polska      | Decyzja o stopach procentowych NBP (%)     | Czerwiec              | 5,25      | 5,25    | 5,25 |
| 10:00                      | Strefa euro | Indeks PMI dla usług (pkt.)                | Maj                   | 48,9      | 48,9    | 48,9 |
| 10:00                      | Strefa euro | Finalny indeks Composite PMI               | Maj                   | 49,5      | 49,5    | 49,5 |
| 14:15                      | USA         | Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)    | Maj                   | 62        |         | 115  |
| 16:00                      | USA         | Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)       | Maj                   | 51,6      |         | 52,0 |
| Czwartek 05.06.2025 r.     |             |                                            |                       |           |         |      |
| 8:00                       | Niemcy      | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)        | Kwiecień              | 3,6       |         | -1,0 |
| 11:00                      | Strefa euro | Inflacja PPI (% r/r)                       | Kwiecień              | 1,9       |         | 1,2  |
| 14:15                      | Strefa euro | Decyzja o stopach procentowych EBC (%)     | Czerwiec              | 2,40      |         | 2,15 |
| Piątek 06.06.2025 r.       |             |                                            |                       |           |         |      |
| 8:00                       | Niemcy      | Produkcja przemysłowa (% m/m)              | Kwiecień              | 3,0       |         | -1,0 |
| 8:00                       | Niemcy      | Bilans handlowy (mld €)                    | Kwiecień              | 21,1      |         |      |
| 11:00                      | Strefa euro | Zatrudnienie (% r/r)                       | I kw.                 | 0,8       |         |      |
| 11:00                      | Strefa euro | Zrewidowany PKB (% kw/kw)                  | I kw.                 | 0,3       | 0,4     | 0,4  |
| 11:00                      | Strefa euro | Zrewidowany PKB (% r/r)                    | I kw.                 | 1,2       | 1,2     | 1,2  |
| 11:00                      | Strefa euro | Sprzedaż detaliczna (% m/m)                | Kwiecień              | -0,1      |         | 0,1  |
| 14:00                      | Polska      | Minutes z posiedzenia RPP                  | Czerwiec              |           |         |      |
| 14:30                      | USA         | Stopa bezrobocia (%)                       | Maj                   | 4,2       |         | 4,2  |
| 14:30                      | USA         | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)    | Maj                   | 177       |         | 130  |

\* 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 Refinitiv



**Jakub BOROWSKI**

Główny Ekonomista  
tel.: 600 457 021

[jakub.borowski@credit-agricole.pl](mailto:jakub.borowski@credit-agricole.pl)

**Krystian JAWORSKI**

Starszy Ekonomista  
tel.: 512 191 822

[krystian.jaworski@credit-agricole.pl](mailto:krystian.jaworski@credit-agricole.pl)

**Jakub OLIPRA**

Starszy Ekonomista  
tel.: 518 003 696

[jakub.olipra@credit-agricole.pl](mailto:jakub.olipra@credit-agricole.pl)

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Arturem Arutyunyanem: [aarutyunyan@credit-agricole.pl](mailto:aarutyunyan@credit-agricole.pl)

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.