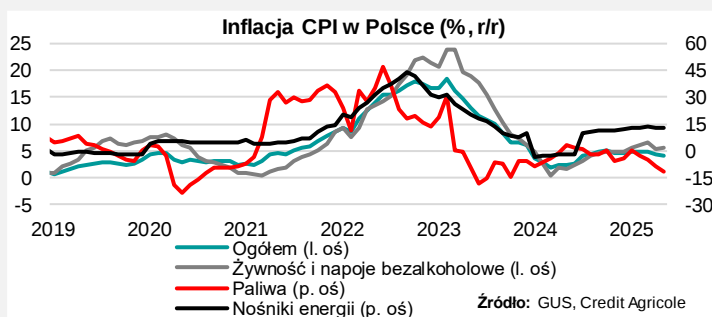


W tym tygodniu

W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA. Prognozujemy, że inflacja CPI ogółem wzrosła do 2,4% r/r w maju wobec 2,3% w kwietniu, podczas gdy inflacja bazowa wzrosła do 2,9% w maju wobec 2,8% w kwietniu. Nasza prognoza charakteryzuje się wyższym niż zazwyczaj poziomem niepewności, z uwagi na niestabilność poziomu ceł oraz trudności w oszacowaniu transmisji ceł na ceny detaliczne. Pomimo tej niepewności, uważamy, że majowa publikacja zapoczątkuje trend wzrostowy inflacji, który utrzyma się do końca 2025 r. Uważamy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan (53,5 pkt. w czerwcu wobec 52,2 pkt. w maju) wskaże na niewielką poprawę nastrojów konsumenckich, związaną z częściowym złagodzeniem narracji dotyczącej polityki celnej przez administrację D. Trumpa. Naszym zdaniem publikacje danych z USA w tym tygodniu będą neutralne dla rynków finansowych.

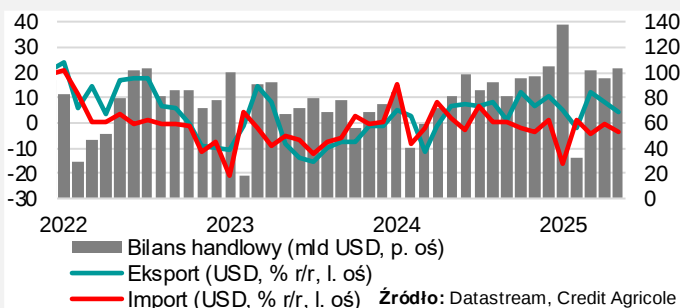
W piątek opublikowane zostaną finalne dane o inflacji w Polsce.

Oczekujemy, że inflacja ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS i wyniosła 4,1% r/r w maju wobec 4,3% w kwietniu. Zgodnie ze wstępnymi danymi, w kierunku spadku inflacji oddziaływała przede wszystkim niższa dynamika cen w kategorii „paliwa”, w dużym stopniu wynikająca z utrzymującego się w ostatnich miesiącach spadku światowych cen ropy naftowej. W przeciwnym kierunku oddziaływał nieznaczny wzrost dynamiki cen żywności. Dane o finalnej inflacji będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



W piątek poznamy również dane nt. polskiego bilansu płatniczego w kwietniu. Oczekujemy zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących do -451 mln EUR wobec -1419 mln EUR w marcu. Prognozujemy, że dynamika eksportu wzrosła z 1,4% r/r w marcu do -4,3% w kwietniu, a tempo wzrostu importu zmniejszyło się z 9,1% r/r w marcu do 1,1% w kwietniu. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

Dzisiaj rano opublikowane zostały dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Saldo bilansu handlowego wzrosło w maju do 103,2 mld USD wobec 96,2 mld USD w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (101,5 mld USD). Dynamika importu obniżyła się w maju do -3,4% r/r wobec -0,2% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-1,0%), podczas gdy dynamika eksportu zmniejszyła się do 4,8% r/r w maju wobec 8,1% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (5,0%). W danych na szczególną uwagę zasługuje ponad 30% spadek eksportu w ujęciu r/r do USA (wobec 21% w kwietniu) powiązany z silnym wzrostem stawek celnych w ostatnich miesiącach. Spadek ten został częściowo zrekompensowany wyższym eksportem do innych regionów świata, w tym Unii Europejskiej. Dzisiejsze dane stanowią wsparcie dla naszej oceny, zgodnie z którą w II kw. w Chinach nastąpi nieznaczne spowolnienie gospodarcze. Prognozujemy, że w całym 2025 r. wzrost PKB w Chinach wyniesie 4,6% r/r, a osłabienie koniunktury stanie się bardziej widoczne w II poł. roku, kiedy



wygaśnie efekt zwiększonych w oczekiwaniu na wprowadzenie ceł zamówień, i zmaleje oddziaływanie rządowych programów stymulujących popyt.

W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 5,25%). Decyzja RPP była zgodna z naszą prognozą i konsensusem rynkowym. Wsparciem dla naszej prognozy były wypowiedzi prezesa NBP po majowym posiedzeniu, który stwierdził, że dokonana wówczas obniżka o 50 pb nie oznacza początku cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp w czerwcu jest niskie. W komunikacie opublikowanym po posiedzeniu Rada ponownie odnotowała, że perspektywy aktywności i inflacji na świecie obciążone są niepewnością, w tym w związku ze zmianami polityki handlowej, nawiązując do potencjalnie negatywnego wpływu polityki celnej administracji D. Trumpa na światowy wzrost gospodarczy. W komunikacie podtrzymano również ocenę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych, który zależeć będzie od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej. Rada przywróciła również w komunikacie usuniętą w maju ocenę, zgodnie z którą „*obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie*”. Sugeruje to ograniczoną przestrzeń dla dalszych obniżek stóp procentowych (por. MAKROpuls z 04.06.2025). W ubiegłym tygodniu odbyła się również zwyczajowa konferencja prasowa prezesa NBP A. Glapińskiego. Dał on do zrozumienia, że decyzje Rady są obecnie podejmowane w warunkach wysokiej niepewności. Zwrócił uwagę, że choć w lipcu Rada pozna wyniki nowej projekcji inflacji, to czynnikami niepewności pozostaną kształt budżetu na 2026 r. oraz decyzja rządu w sprawie zamrożenia cen energii. Z tego powodu A. Glapiński wyraźnie zaznaczył, że „*Rada nie zobowiązuje się do żadnych decyzji*”. W zeszłym tygodniu członek RPP L. Kotecki udzielił wywiadu agencji Bloomberg, w którym stwierdził, że on sam opowiada się za obniżką stóp o łącznie 50pb do końca br., która powinna zmaterializować się w dwóch krokach po 25 pb (w lipcu, wrześniu lub później). Jastrzębi wydźwięk komunikatu RPP, konferencji prezesa NBP oraz wypowiedź L. Koteckiego stanowią ryzyko dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w lipcu br. Rada obniży stopy procentowe o 50pb (rośnie prawdopodobieństwo scenariusza, w którym Rada zdecyduje się podzielić obniżkę na dwie części: o 25pb w lipcu i kolejne 25pb w IV kw. br.).

Zgodnie z finalnym szacunkiem, dynamika PKB w Polsce zmniejszyła się do 3,2% r/r w I kw. br. wobec 3,4% r/r w IV kw. ub. r., kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem opublikowanym dwa tygodnie temu. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych kwartalna dynamika PKB zmniejszyła się do 0,7% kw/kw w I kw. wobec 1,4% w IV kw. W kierunku zmniejszenia dynamiki PKB pomiędzy IV kw. a I kw. oddziaływały niższe wkłady zapasów, spożycia publicznego oraz spożycia indywidualnego. Przeciwny wpływ miały wyższe wkłady inwestycji oraz eksportu netto. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w I kw. były inwestycje, podczas gdy w IV kw. były to były *ex aequo* spożycie prywatne oraz zapasy (por. MAKROpuls z 02.06.2025). Poprzez podniesienie punktu startowego, ubiegłotygodniowe dane o PKB w I kw. w połączeniu z danymi miesięcznymi za kwiecień opublikowanymi w ciągu ostatnich kilku tygodni sygnalizują lekkie ryzyko w górę dla prognozy wzrostu gospodarczego w 2025 r. Z kolei majowy, znacząco gorszy od oczekiwań wskaźnik PMI sygnalizuje ryzyko w dół dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Dodatkowo uważamy, że zapowiedzi silnego wzrostu ceł na towary eksportowane z UE do USA, są znaczącym czynnikiem ryzyka w dół dla dynamiki PKB w II poł. br. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na 2025 r. (3,1% wobec 2,9% w 2024 r.). Jednocześnie znacząco wyższa od oczekiwań dynamika inwestycji w I kw. skłoniła nas do podniesienia naszej prognozy nakładów brutto na środki trwałe w 2025 r. Prognozujemy, że kolejne kwartały przyniosą ożywienie wzrostu inwestycji wspierane przede wszystkim przez

wyższy wkład nakładów na środki trwałe związany z realizacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Oczekujemy, że dynamika inwestycji przedsiębiorstw będzie również kształtować się w trendzie wzrostowym w 2025 r., czemu będą sprzyjać efekty niskiej bazy z 2024 r., większe nakłady firm sektora publicznego, inwestycje skierowane na zwiększenie wydajności, a także tzw. efekt „wpychania” związany ze zwiększeniem inwestycji firm w reakcji na wyższe inwestycje publiczne (przeciwnieństwo efektu „wypychania” - efekt zakładający, że inwestycje przedsiębiorstw mają często charakter komplementarny względem inwestycji publicznych, jak np. budowa stacji paliw w odpowiedzi na budowę autostrady – por. MAKROMAPA z 13.02.2017).

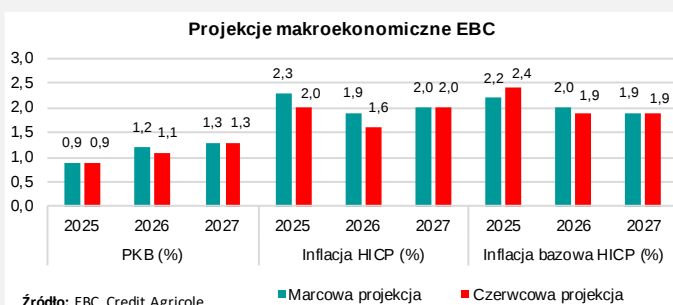
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w maju o 139 tys. wobec wzrostu o 147 tys. w kwietniu (rewizja w dół z 177 tys.) i ukształtowało się powyżej oczekiwań rynku (130 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+87,0 tys.), w turystyce i rekreacji (+48,0 tys.) oraz w innych usługach (+48,0 tys.). Z kolei do spadku zatrudnienia doszło w działalności profesjonalnej i usługach biznesowych (-18,0 tys.), przetwórstwie przemysłowym (-8,0 tys.), górnictwie i wycince (-1,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (-1,0 tys.). Dynamika wynagrodzenia godzinowego nie zmieniła się w maju w porównaniu do kwietnia i wyniosła 3,9% r/r. Tym samym presja płacowa w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. Na pierwszy rzut oka dane wydają się dobre, jednak pod dokładniejszej analizie sygnalizują one nasilające się oznaki słabości na amerykańskim rynku. Przede wszystkim, wzrost zatrudnienia był skupiony tylko w dwóch branżach usługowych, które łącznie odpowiadały za ponad 95% wzrostu liczby etatów ogółem. Co więcej, rewizje danych za poprzednie miesiące (w sumie o 95 tys. miejsc pracy w dół) niwelują efekt zaskoczenia w górę w maju. Również dane z badania gospodarstw domowych były wyraźnie słabsze – liczba osób zatrudnionych spadła w maju aż o 700 tys., a stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 4,2% jedynie dzięki spadkowi współczynnika aktywności zawodowej z 62,6% do 62,4%. Gdyby nie ten spadek, stopa bezrobocia byłaby wyższa. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa zmniejszył się w maju do 48,5 pkt wobec 48,7 pkt w kwietniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (49,4 pkt). Spadek indeksu wynikał z istotnego spadku składowej dla zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady pozostałych 4 składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zatrudnienia i czasu dostaw). Indeks ISM dla usług zmniejszył się w maju do 49,9 pkt. wobec 51,6 pkt. w kwietniu, tym samym ukształtował się znacznie poniżej konsensusu rynkowego (52,0 pkt.). Jednocześnie spadł on poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od obniżenia aktywności po raz pierwszy od czerwca 2024 r. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 2 z 4 jego składowych (dla aktywności biznesowej i nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady dla zatrudnienia i czasu dostaw. Dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika PKB w całym 2025 r. obniży się do 1,7% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. wzrośnie do 2,2%.

Zgodnie z wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro zmniejszyła się w maju do 1,9% r/r wobec 2,2% w kwietniu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą oraz poniżej konsensusu rynkowego (2,0%). Spadek inflacji wynikał z niższej inflacji bazowej (2,3% r/r w maju wobec 2,7% w kwietniu), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen żywności (3,3% wobec 3,0%). W danych na uwagę zasługuje istotny spadek tempa wzrostu cen usług (3,2% r/r w maju wobec 4,0% w kwietniu), co było głównym źródłem obniżenia inflacji bazowej w maju. 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.

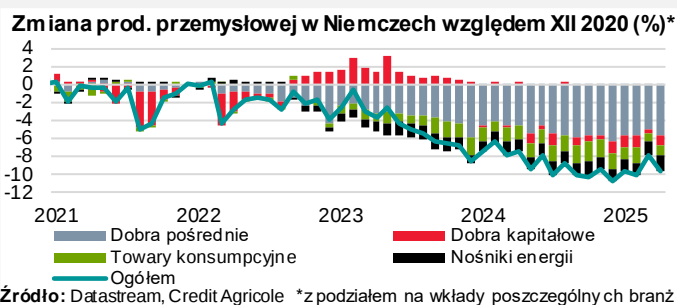
W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył się w maju do 48,3 pkt. wobec 50,4 pkt. w kwietniu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (50,6 pkt.). Tym samym indeks znalazł się na najniższym poziomie od września 2022 r. W kierunku spadku indeksu Caixin oddziaływały niższe 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 silny spadek składowej dla nowych zamówień, któremu towarzyszyło silne obniżenie składowej dla bieżącej produkcji (najniższy poziom od listopada 2022 r.). W naszej ocenie jest to w dużym stopniu efektem wprowadzonych przez USA podwyższonych cef na chiński eksport. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego pogorszenia koniunktury w chińskim przetwórstwie, czemu sprzyjać będzie podwyższona zmienność polityki celnej administracji D. Trumpa. Z tego powodu oczekujemy dalszego łagodzenia polityki pieniężnej i fiskalnej w Chinach, mającego na celu pobudzenie popytu wewnętrznego i częściowe zrekomensowanie osłabienia popytu zagranicznego. Niemniej jednak dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Chinach zwiększy się w 2025 r. o 4,6% wobec wzrostu o 5,0% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC obniżył stopy procentowe o 25pb, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,15%, a stopa depozytowa 2,00%. W komunikacie potrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Po posiedzeniu opublikowana została również czerwcową projekcją EBC. Ścieżka PKB uległa nieznacznemu obniżeniu w 2026 r. Istotnie w dół zrewidowana została ścieżka inflacji w latach 2025 - 2026. W przypadku ścieżki inflacji bazowej podniesiono prognozę na 2025 r., podczas gdy prognoza na 2026 r. uległa obniżeniu. Podczas konferencji prasowej, prezes EBC Ch. Lagarde zasugerowała, że nastawienie EBC w polityce pieniężnej na kolejnych posiedzeniach będzie mniej gołębie niż oczekuje tego rynek, wskazując tym samym na możliwość zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przy obecnym poziomie stóp procentowych. Prezes EBC Ch. Lagarde powtórzyła również, że EBC będzie podejmował swoje kolejne decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych w oparciu o napływające dane. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza bazowego, który zakłada, że czerwcową obniżka stanowi zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, a najbliższą zmianą stóp procentowych będzie ich podwyżka pod koniec 2026 r.



W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały istotne dane z niemieckiej gospodarki. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w kwietniu o 1,4% m/m wobec wzrostu o 2,3% w marcu (rewizja w dół z 3%), kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-1,0%). Spadek produkcji przemysłowej wynikał z niższej produkcji w przetwórstwie oraz energetyce, podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika produkcji w budownictwie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o zamówieniach w niemieckim przetwórstwie, których miesięczna dynamika spadła do 0,6% m/m w kwietniu wobec 3,4% w marcu. Było to efektem niższej dynamiki zamówień zagranicznych, podczas gdy dynamika zamówień krajowych nie zmieniła się. Niższa dynamika zamówień zagranicznych wynikała z niższej dynamiki zamówień zarówno z krajów strefy euro jak i spoza obszaru wspólnej waluty. Warto zauważyć, że w ostatnich miesiącach, istotnym źródłem napływu nowych zamówień są duże zamówienia w kategorii „pozostały sprzęt transportowy”. W



ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo zmniejszyło się w kwietniu do 14,6 mld EUR wobec 21,2 mld EUR w marcu, kształtując się istotnie poniżej oczekiwań rynku (20,1 mld EUR). Jednocześnie odnotowano zmniejszenie dynamiki eksportu (-1,7% m/m w kwietniu wobec 1,2% w marcu) oraz zwiększenie dynamiki importu (3,9% wobec -1,4%), które w ukształtowały się odpowiednio poniżej i powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio -0,7% i 0,5%). Czynnikiem ograniczającym niemiecki eksport są wprowadzone przez administrację D. Trumpa w kwietniu br. cła. W najbliższych kwartałach oczekujemy zwiększenia dynamiki PKB Niemiec, związanego z luzowaniem polityki fiskalnej przez rząd Niemiec, niemniej czynnikiem ryzyka pozostaje wpływ nowo wprowadzanych przez USA ceł na niemiecką gospodarkę (por. MAKROmapa z 31.03.2025)

Zgodnie z finalnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się w I kw. br. do 0,6% kw/kw wobec 0,3% w IV kw. 2024 r. i 0,4% we wstępnym szacunku (1,5% r/r wobec 1,2% w IV kw. 2024 r.). Zwiększenie kwartalnej dynamiki PKB w strefie euro wynikało z wyższych wkładów inwestycji, eksportu netto i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład spożycia prywatnego i spożycia publicznego. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w I kw. w strefie euro były inwestycje, podczas gdy w IV kw. ub. r. były to *ex aequo* spożycie prywatne i inwestycje. Ze względu na wysoką niepewność związaną z polityką gospodarczą administracji D. Trumpa dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszy w II kw. do 0,1% kw/kw, a w całym 2025 r. PKB w obszarze wspólnej waluty zwiększy się o 1,0% r/r wobec wzrostu o 0,8% w 2024 r.

Uwzględniając wypowiedzi przedstawicieli Fed wskazujące na brak pośpiechu w łagodzeniu polityki pieniężnej, jak również napływające dane makroekonomiczne, zrewidowaliśmy naszą prognozę stóp procentowych w USA. Podtrzymujemy nasz scenariusz dwóch obniżek stóp po 25pb w 2025 r., jednak przesuwamy je na wrzesień i grudzień (wcześniej czerwiec i wrzesień). Oczekujemy, że po tych dwóch ruchach Fed przejdzie do dłuższej pauzy, utrzymując docelowy przedział wahań stóp procentowych na poziomie [3,75%; 4,00%] przez cały 2026 r. W naszej ocenie czynnikiem ograniczającym przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej pozostaje ryzyko wzrostu inflacji w reakcji na zmiany polityki handlowej, w tym nowe cła, które mogłyby podnieść inflację nawet o 80pb do końca 2025 r. Dodatkowo, naszym zdaniem Fed zdaje się kłaść większy nacisk na stabilność cen niż na wsparcie rynku pracy, co zwiększa prawdopodobieństwo ograniczonego tempa dalszych obniżek stóp procentowych. Nasz scenariusz bazowy zakłada umiarkowane spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2025 r., z jego przyspieszeniem w 2026 r., co również ogranicza potrzebę agresywnego luzowania polityki pieniężnej.

Coraz lepsze perspektywy krajowej inflacji

Uwzględniając niższe od oczekiwań majowe dane o inflacji, jak również inne napływające w ostatnim czasie informacje, zrewidowaliśmy naszą średnioterminową prognozę inflacji. Oczekujemy, że wyniesie ona 3,5% r/r w 2025 r. (wobec 3,9% przed rewizją) oraz 2,7% r/r w 2026 r. (poprzednio 2,8%).

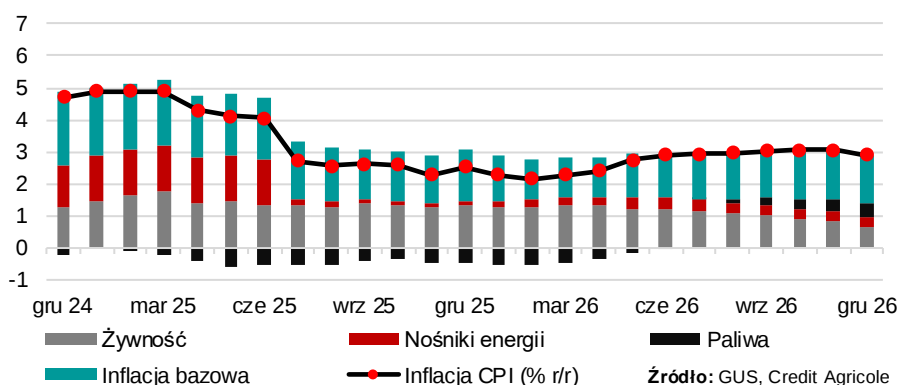
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce spadła w maju do 4,1% r/r wobec 4,3% w kwietniu, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (4,3%) oraz naszej prognozy (4,2%). Niższy punkt startowy oddziałuje w kierunku obniżenia całej ścieżki inflacji ogółem w kolejnych miesiącach. Również inflacja bazowa była w maju niższa (o 0,2 pkt. proc.) od naszych wcześniejszych założeń. Zgodnie z naszymi szacunkami, 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) po raz pierwszy od grudnia 2024 r., co może wskazywać na osłabienie presji inflacyjnej. Oczekujemy, że inflacja bazowa w Polsce będzie stopniowo maleć w nadchodzących miesiącach, osiągając około 2,5% w listopadzie br. i 2,8% w grudniu. W 2026 r. przewidujemy względną stabilizację inflacji bazowej w przedziale 2,2%-2,7% r/r.

Ważnym czynnikiem sprzyjającym obniżce inflacji bazowej będzie oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu płac.

29 maja 2025 r. Prezes Urzędu Regulacji Energetyki zatwierdził nową taryfę na sprzedaż gazu ziemnego dla PGNiG Obrót Detaliczny, która wejdzie w życie 1 lipca 2025 r. i będzie obowiązywać do 30 czerwca 2026 r. Zgodnie z decyzją, cena gazu dla gospodarstw domowych oraz wybranych jednostek użyteczności publicznej (takich jak szkoły, przedszkola czy szpitale) zostanie obniżona o 14,8%, z 239,65 zł/MWh do 204,26 zł/MWh. Obniżka dotyczy wyłącznie ceny paliwa gazowego, podczas gdy stawki opłat abonamentowych oraz opłat za dystrybucję pozostają bez zmian. W rezultacie, całkowite rachunki za gaz dla odbiorców indywidualnych spadną średnio o ok. 10%, w zależności od poziomu zużycia i struktury taryfowej. Ta decyzja regulatora przyczyni się do obniżenia krótkookresowej ścieżki inflacji o około 0,3 punktu procentowego począwszy od lipca br.

Ponadto, niższe ceny ropy naftowej stanowią istotny czynnik obniżający prognozowaną ścieżkę cen paliw w Polsce. Według najnowszych danych IEA, wielu członków OPEC+ - w tym Irak, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Kazachstan i Rosja - regularnie przekracza swoje limity produkcyjne, co prowadzi do dalszego wzrostu globalnej podaży surowca. W połączeniu ze spowalniającym tempem wzrostu globalnego popytu oczekujemy, że ceny ropy utrzymają się na relatywnie niskim poziomie (60-66 USD za baryłkę) do końca br.

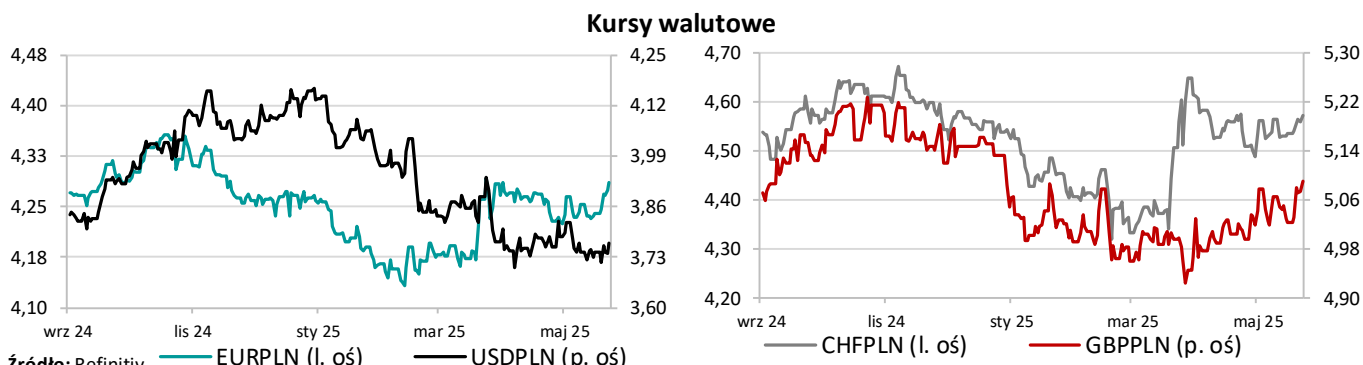
Choć podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą kolejne kwartały przyniosą stopniowy spadek rocznej dynamiki cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe”, zdecydowaliśmy się podnieść naszą prognozę. Obecnie oczekujemy, że tempo wzrostu cen żywności w 2025 r. wyniesie 5,4% (5,1% przed rewizją) wobec 3,4% w 2024 r., po czym obniży się ono do 4,2% (3,7%). Głównymi przyczynami rewizji naszej prognozy w górę są oczekiwane przez nas niskie na tle historycznym krajowe zbiory owoców i warzyw ze względu na niesprzyjające warunki agrometeorologiczne, a także straty na krajowym rynku drobiu i jaj wyrządzone przez ptasią gripę oraz rzekomy pomór drobiu (choroba Newcastle).



Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje prognozujemy, że inflacja ogółem obniży się znacząco w lipcu br. (do 2,7% r/r wobec 4,1% w czerwcu). Następnie, do końca 2026 r. będzie się ona utrzymywała w paśmie dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (2,5% ± 1 pkt proc.). Należy zwrócić uwagę, że z uwagi na efekt bazy związany z relatywnie

niskimi cenami ropy w II poł. 2025 r., oczekujemy, że w II poł. 2026 r. zaobserwujemy lekki wzrost inflacji ogółem względem I poł. 2026 r. Uważamy, że podobny scenariusz inflacyjny przedstawi również lipcowa projekcja NBP. Oczekujemy, że po zapoznaniu się z wynikami projekcji RPP najprawdopodobniej ponownie obniży stopy procentowe o 50 bp. w lipcu. Nie wykluczamy jednak scenariusza, w którym Rada zdecyduje się na obniżkę w mniejszej skali (o 25 pb w lipcu), a kolejna obniżka stóp o 25 pb nastąpi dopiero w IV kw. br. (patrz powyżej). Ważnym argumentem na rzecz łagodzenia polityki pieniężnej będzie spodziewany silny spadek inflacji w lipcu. Jeśli RPP utrzymałaby niezmienny poziom nominalnych stóp procentowych, spadek dynamiki cen przyczyniłby się do znaczącego wzrostu realnych stóp procentowych. W takich warunkach polityka pieniężna stałaby się naszym zdaniem zbyt restrykcyjna.

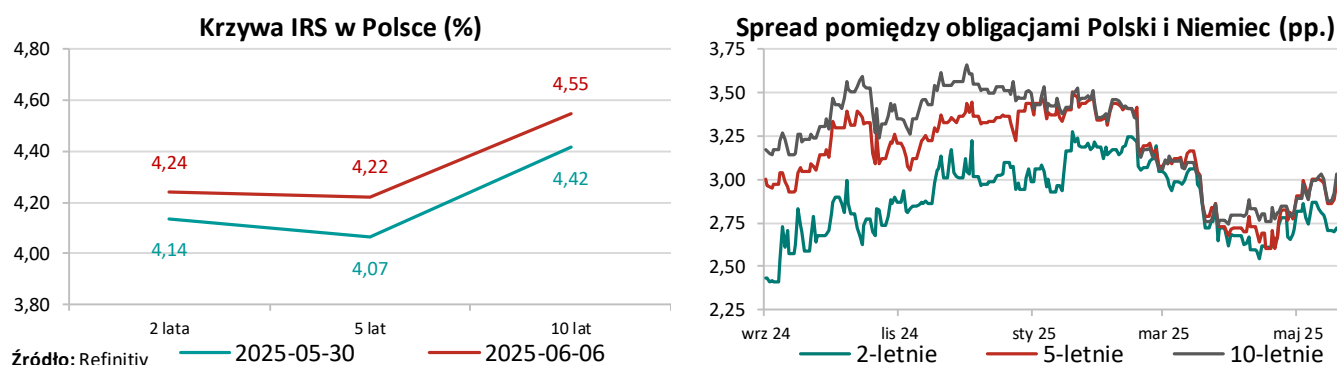
Oslabienie złotego w reakcji na wynik wyborów prezydenckich w Polsce



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2875 (osłabienie złotego 1,1%). W ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia złotego względem euro w reakcji na zwycięstwo K. Nawrockiego w wyborach prezydenckich w Polsce (por. MAKROMapa z 02.06.2025). Jastrzębi wydźwięk konferencji prasowej prezesa NBP A. Głapińskiego nie miał istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. W tym samym czasie kurs EURUSD charakteryzował się relatywnie niską na tle ostatnich tygodni zmiennością.

Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z polskiej i ze światowej gospodarki nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Istotna z punktu widzenia kształtowania się kursu złotego pozostanie podwyższona niepewność związana z napięciami w światowym handlu.

Wzrost stawek IRS wspierany przez jastrzębi wydźwięk posiedzenia RPP



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 4,24 (wzrost o 10pb), 5-letnie do 4,22 (wzrost o 15pb), a 10-letnie do 4,55 (wzrost o 13pb). W ubiegłym tygodniu mieliśmy do czynienia ze wzrostem stawek IRS, czemu sprzyjało osłabienie oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce. Sprzyjał temu lekko jastrzębi wydźwięk komunikatu po posiedzeniu RPP, a także wypowiedzi prezesa NBP A. Głapińskiego oraz członka RPP L. Koteckiego. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost kontraktów FRA. Obecnie rynek wycenia ponad 3 obniżki stóp procentowych po 25pb do końca br.

W naszej ocenie zaplanowane na ten tydzień publikacje makroekonomiczne nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Kluczowa dla stawek IRS pozostanie podwyższona niepewność na rynkach finansowych związana z napięciami w światowym handlu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25
Kurs EURPLN*	4,27	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24
Kurs USDPLN*	3,94	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,74
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	4,55
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	3,4	
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)	3,2	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)	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	1,2	1,2	0,9	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,2	1,6
	Inwestycje (pp.)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,2	1,3
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,7	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,4	0,6
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	2,6	2,5	2,2	2,7	3,0	3,0	3,6	3,5	2,7	
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	4,24	4,20	4,20	4,19	4,18	4,17	4,16	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,87	3,74	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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 09.06.2025 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Maj	96,2	99,8	101,3
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Maj	-2,7	-3,2	-3,2
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	-0,1	-0,2	-0,2
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Kwiecień	0,0		
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Kwiecień	0,6		
Wtorek 10.06.2025 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Czerwiec	-8,1		-6,0
Środa 11.06.2025 r.						
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Maj	0,2	0,1	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Maj	0,2	0,3	0,3
Piątek 13.06.2025 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Maj	4,3	4,1	4,1
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Kwiecień	2,6		-1,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Kwiecień	-1419	-451	-728
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Czerwiec	52,2	53,5	52,0

* 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 Refinitiv